

(НИН, 25.12.2008)



Доћи ће моменат када ће спласнути најопасније претње до којих је довела кредитна криза и када ће пред нама бити важнији задатак – да одредимо правац за следеће кораке наше привреде. То ће бити ризичан тренутак. У позадини дебате о будућој политици је дебата о историји – дебата о узроцима актуелне ситуације. Битка за прошлост ће одредити битку за садашњост, тако да је од пресудног значаја да се утврди шта се заиста догодило.

Које су то кључне одлуке које су довеле до кризе? Грешке су чињене на свакој раскрсници на путу. Инжењерским речником речено – имали смо “системску грешку”, када није спорна само једна одлука него читав ланац одлука које доводе до трагичног исхода. Размотримо тих пет кључних момената.

1. Отпуштање директора Федералних резерви: Реганова администрација је 1987. одлучила да смени Пола Волкера са функције директора Федералних резерви и именује Алена Гринспена. Волкер је радио оно што сви гувернери централних банака и треба да чине. Под његовим руководством инфлација је са 11 процената смањена на испод четири. У свету централног банкарства он би зарадио највишу оцену (кредитни рејтинг А+++), и имао осигуран реизбор. Али, Волкер је сматрао да финансијска тржишта треба да буду регулисана. А Реган је желео некога ко ни случајно нема такво мишљење и пронашао га у следбенику Ајн Ренд, објективистичког филозофа и фанатика слободног тржишта.

Гринспен је одиграо двоструку улогу. Федералне резерве контролишу славину за прилив новца и већ почетком његове декаде он ју је одврнуо до краја. Али, Федералне резерве имају и регулаторну улогу. Уколико противника регулативне улоге поставиш на место регулатора, јасно је какву ћемо контролу добити. Поплава ликвидних средстава (расположивог новца) у комбинацији са одсуством регулаторног филтера, показала се катастрофалном.

Ален Гринспен је био на челу ФЕД током два финансијска „надувавања” мехура. Након што је мехур високе технологије пукао 2000. и 2001, помогао је да се надува мехур у сектору некретнина. Главни задатак централне банке би требало да буде одржавање стабилности финансијског система. Уколико банке позајмљују на основу вештачки надуваних цена робе, последица може да буде колапс, као што сад видимо, а што је Гринспен морао раније да зна. На располагању је имао многе полуге потребне за успешно суочавање са ситуацијом. Да би изашао на крај са „хај-тек” мехуром, могао је да повећа маргиналне депозите (количину новца коју људи морају да положе да би купили хартију од вредности). Да би „издувао” мехур у сектору некретнина, могао је да значајно ограничи могућност давања штетних кредита домаћинствима са ниским примањима и да

забрани друге штетне аранжмане, попут зајмова без икакве документације или „лажљивих” зајмова, зајмова код којих се враћа само камата, итд. На тај начин би много учинио да нас заштити, а ако за то није имао одговарајућа средства, требало је да их затражи од Конгреса.

Наравно, постојећи проблеми са нашим финансијским системом нису само последица лоших зајмова. Банке су се једна са другом коцкале у грандиозним размерама кроз компликоване финансијске инструменте, као што су разни деривати, укључујући и „осигуравајуће” ЦДС своп кредитне аранжмане (цредит дефаулт сњап), код којих уколико се нешто непредвиђено деси, нпр. Беар Стернс банкротира или долар порасте, једна страна плаћа другој. Ови инструменти су изворно створени да би се управљало ризиком, али могу бити употребљени и за коцкање. Дакле, уколико сте били уверени да ће долар да пада, могли сте да се коцкате на велико, а уколико је долар заиста и падао, ваш профит био би огроман. Проблем је што у оваквом сложенем испреплитању огромних финансијских улога нико не може да буде сигуран у финансијску позицију иједног другог играча, па ни своју. Не треба да чуди што су се, као последица, финансијска тржишта заледила.

И у овоме је Гринспен одиграо улогу. Када сам, током Клинтонове администрације, био на челу Савета економских саветника, истовремено сам био и члан комитета свих главних федералних финансијских регулатора – групе у којој су били и Гринспен и министар финансија (или секретар за финансије) Роберт Рубин. Чак и тада било је јасно да деривати представљају опасност. Ми то нисмо формулисали на тако ефектан начин као Ворен Бафет, који је деривате назвао „финансијским оружјем за масовно уништење”, али смо схватили о чему говори. Упркос ризику, противници регулативе на челу финансијског система – у Федералним резервама, Комисији за хартије од вредности и другде – одлучили су да ништа не предузимају, у страху да било каква интервенција може омести „иновације” у финансијском систему. Али иновација као пука “промена” сама по себи нема вредност. Она може да буде лоша (као код „лажљивих кредита”) или пак добра.

2. Рушење зидова: Филозофија дерегулације ће платити нежељене дивиденде у годинама које су уследиле. У новембру 1989. Конгрес је повукао Глас-Стигелов закон – 300 милиона долара вредног лобирања банкарског и сектора финансијских услуга, коју је у Конгресу заступао сенатор Фил Грем. Глас-Стигелов закон је давно раздвојио комерцијалне банке (које позајмљују новац) од инвестиционих (које се баве продајом акција и других финансијских инструмената). Тај закон је ступио на снагу у завршници Велике кризе и требало је да елиминише проблеме који су се јавили у тој ери, укључујући и тешке конфликте интереса. Ако би, на пример, у условима где нема оваквог одвајања банака, компанија чије је деонице емитовала инвестициона банка, а која је истовремено и њен акционар, запала у невољу, онда би банчин комерцијални огранак био под притиском да компанији позајми новац, иако то можда не би било мудро. Није тешко предвидети спиралу лоших процена која неминовно следи. Ја сам био против опозива Глас-Стигеловог закона. А једини одговор који су заговорници опозива понудили био је: имајте поверења у нас, подићи ћемо кинеске зидове да бисмо осигурали да се проблеми из прошлости не јаве поново. Као економиста, свакако имам здрав степен поверења у моћ економске иницијативе која управља људским понашањем у правцу остваривања личног интереса. Мислим на оне краткорочне, пре него на Токвилове „правилно схваћене личне интересе”.

Најозбиљнија последица опозива Глас-Стигеловог закона била је посредна – испољавала се у начину на који је опозив променио читаву културу. Комерцијалне банке не би требало да буду подухвати високог ризика, напротив; оне би требало да на веома конзервативан начин управљају новцем грађана уз државну гаранцију улога. Подразумевајући то, влада пристаје да дели последице њихових неуспеха. Инвестиционе банке, међутим, традиционално управљају новцем богатих, који су у могућности да преузму крупније ризике како би више зарадили. Када је опозив Глас-Стигеловог закона срушио границу између комерцијалних и инвестиционих банака, пословна култура инвестиционих банака је постала доминантна. Повећало се интересовање за велике профите који могу да се остваре само путем крупних позајмица и високих ризика.

Предузети су и други значајни кораци на линији дерегулације. Један од њих је одлука Комисије за хартије од вредности, донета априла 2004, на састанку коме буквално нико није присуствовао и који је нападно занемарен у то време, да се великим инвестиционим банкама дозволи да увећају позајмљени део капитала (од 12:1 до 30:1 или више) како би могле да купују већу количину хипотекарних обвезница, надувавајући мехур. Пристајући на ову меру, Комисија за хартије од вредности подржала је вредност саморегулације: проблематично схватање да банке могу саме собом ефикасно да управљају. Како то сад Гринспен и сам признаје, саморегулација је ствар супротна здравом разуму, а у пракси се своди на то да ни у ком случају не може да идентификује системске ризике. То је врста ризика до кога долази када нпр. модели које је користила свака банка да би управљала портфолијима говоре свим другим банкама да неку хартију од вредности треба распродати.

Пошто смо укинули старе прописе, нисмо ништа учинили како бисмо одговорили на нове изазове у ХХИ веку. Најзначајнији изазов су представљали деривати. Шеф Комисије за трговину робним фјучерсима 1998. је захтевао такву регулацију. То је постало још ургентније пошто су Федералне резерве исте године успеле да обезбеде новчану помоћ за Управу дугорочним капиталом – хеџ-фонд чији је неуспех већи од трилион долара довео у опасност глобална финансијска тржишта. Али, секретар за финансије Роберт Рубин, његов заменик Лери Самерс и Ален Гринспен су били непоколебљиво одлучни и ефикасни у своме отпору. Ништа није учињено.

3. Терапија пијавицама: Уследило је Бушово смањивање пореза од 7. јуна 2001, са додатком који ће се појавити две године касније. Председник и саветници су изгледа веровали да смањење пореза, а нарочито оних који се односе на Американце са вишим примањима и корпорације, представљају универзални лек за све економске болести – савремени пандан некадашњем лечењу пијавицама. Смањење пореза играло је кључну улогу у обликовању општег амбијента за данашњу кризу. Будући да је њихов допринос стимулисању економије био незнатан, реална стимулација је препуштена Федералним резервама, које су преузеле посао уводећи нечувено ниске каматне стопе и обилату ликвидност без преседана. Рат у Ираку је додатно погоршао ситуацију јер је довео до пораста цена нафте. Пошто је Америка толико зависна од увоза нафте, морали смо да потрошимо стотине милијарди долара више – новца који би иначе био потрошен на америчку робу. У нормалној ситуацији то би довело до успоравања у привреди, као што се то десило 70-их. Али, Федералне резерве су на овај изазов одговориле на најкратковидији начин. Поплава ликвидности је новац на хипотекарним тржиштима учинила тренутно доступним, чак и онима који иначе не би били у могућности да га

узајмљују. Истина, на тај начин је заустављено опадање економског раста. С друге стране, уштеђевина америчких домаћинстава срозала се на нулу. Али требало је да знамо да живимо од позајмљеног новца и у позајмљеном времену.

Смањење висине пореза на капиталну добит допринело је кризи на други начин. Радило се о одлуци која је укључивала вредности: они који су шпекулисали (читај: коцкали се) и добијали, опорезивани су мање него стално запослени који вредно раде. Али, и више од тога, ова одлука је охрабривала задуживање јер је камата била изузета од пореза.

Уколико, на пример, позајмите милион да купите кућу или узмете хипотекарни кредит од стотину хиљада долара да купите акције, камата би била у потпуности изузета од опорезивања. Капитална добит коју бисте остварили била би мало опорезована – и то у неком далеком тренутку у будућности. Бушова администрација отворила је широм врата претераном кредитирању и задуживању, а америчким потрошачима и није требало додатно охрабрење.

4. Фалсификовање цифара: У међувремену, 30. јула 2002, у зору низа великих скандала, пре свега колапса ВорлдЦома и Енрона, Конгрес је усвојио Сарбејнс-Оксли закон.

Скандали су захватили сваку значајнију књиговодствену фирму, већину наших банака и неке од значајнијих компанија, те је постало очигледно да са нашим системом књиговодства имамо озбиљне проблеме. Књиговодство је права ноћна мора за већину људи, али уколико не можете да имате поверења у цифре компаније, онда не можете да будете сигурни ни у било шта друго у вези са том компанијом. На несрећу, током расправе шта ће касније постати Сарбејнс-Оксли закон, донета је одлука да се не бави оним за што је већина, укључујући и бившег шефа за хартије за вредности Артура Левита, веровала да је основни проблем: а то је право запослених у компанији да купе акције по цени нижој од тржишне. То право је брањено као нешто што обезбеђује здраве подстицаје за добро управљање; међутим, оне само номинално представљају плаћени подстицај. Ако компанија добро послује, директор добија награду у облику таквих акција, а ако компанија послује лоше, компензација је готово једнака, само је поклоњена на други начин. Ово је само по себи лоше, али колатерални проблем са таквим акцијама је то што представљају стимуланс за лоше књиговодство: топ-менаџмент је на сваки начин подстакнут да објављује „преправљене” информације како би напумпао вредност акција. Структура подстицаја агенција за процену вредности такође се показала наопака. Агенције као што су Мудис и Стандард и Пурс плаћају исти људи које би они требало да оцењују. И њихов интерес је био да дају висок рејтинг компанијама, што представља финансијску верзију онога што универзитетски професори називају инфлацијом оцена. Агенције за процену, као и инвестиционе банке које су их плаћале, веровале су у финансијску алхемију – да токсичне хипотеке са негативним рејтингом Ф могу да се конвертују у довољно сигурне банкарске производе и за комерцијалне банке и пензионе фондове. Овај исти неуспех агенција за процену видели смо током кризе у источној Азији 90-их: давање високих рејтинга је омогућило навалу новца у регион, а потом је изненадан заокрет у рангирању довео до катастрофе. Финансијски супервизори, међутим, нису обратили пажњу на то.

5. Пуштање крви: До коначног преокрета дошло је после усвајања пакета финансијске помоћи 3. октобра 2008, тј. одговора администрације на саму кризу. А последице ћемо осећати у годинама које следе. И администрација и Федералне резерве дуго су се више руководили најбољим очекивањима него реалним стањем, надајући се да су лоше вести само краткотрајан погрешан сигнал и да је повратак на раст иза првог ћошка. Када су се

америчке банке суочиле са колапсом, вашингтонска администрација је мењала правце акције. Неке институције је новчано помагала (Беар Стернс, АИГ, Фани Меј, Фреди Мек), но Лехман Бротхерс, међутим, није била међу њима. Неки акционари су добили нешто натраг, остали нису.

Иницијални предлог секретара за финансије Хенрија Полсона, документ од три странице, који би њему, као секретару, у потпуној дискрецији, без надзора и судске ревизије, ставио на располагање 700 милијарди долара, представљао је акт невероватне ароганције. Овај програм је пласиран као неопходан да би се повратило поверење. Али програм се није бавио правим узроцима губитка поверења. Банке су дале превише лоших кредита. У билансу њиховог стања појавиле су се велике шупљине. Нико више није знао шта је измишљено, а шта стварно стање. Пакет новчане помоћи био је попут обилне трансфузије дате пацијенту који пати од унутрашњег крварења, а да ништа није учињено поводом узрока болести. Протраћено је драгоцено време док је Полсон гурао свој план „кеш за смеће“, тако што је куповао безвредне хипотеке на терет америчких пореских обвезника. Када је коначно одустао и снабдео банке новцем који им је неопходан, не само да је преварио америчке порезнике него није успео ни да осигура да банке то искористе за обнављање кредитирања. Банкама је чак дозволио да новац пореских обвезника који је притицао у банке дају својим акционарима.

Други проблем на који није нађен одговор односио се на алармантне слабости привреде, која је одржавана захваљујући енормним позајмицама. Док се потрошња смањивала, извоз је био покретач економије, али са јачањем долара и рецесијом у Европи и остатку света, тешко да се то могло наставити. У међувремену, државе су се суочиле са великим падом дохотка, тако да је требало смањити потрошњу. Без хитне интервенције владе, економија би се суочила са опадањем. А чак и да су банке паметно посуђивале, као што нису, опадање привредних активности је свакако значило и пораст лоших зајмова, односно даље слабљење већ начетог финансијског сектора.

Администрација је говорила о изградњи поверења, али оно што је чинила, био је заправо трик. Да је администрација заиста желела да поврати поверење у финансијски систем, почела би од решавања кључних проблема: погрешне структуре стимулација и неадекватног регулативног система.

Постоји ли било која појединачна одлука која је, да је била другачија, могла да промени ток догађаја? Као што показује и наше лоше искуство са нечињењем, свака одлука, укључујући и одлуку да се нешто не уради, последица је претходних одлука, и тако се формира узрочно-последична мрежа која се из далеке прошлости протеже у будућност. Чућете расуђивања о одређеним потезима саме владе, као што је Закон о комуналном реинвестирању, који захтева од банака да одобравају хипотекарне зајмове житељима сиромашних квартова (мада су неиспуњења обавеза преузетих по том закону била заправо много нижа него када су у питању друге позајмице). Сувише се упире прстом на Фани Меј и Фреди Мек, два велика хипотекарна зајмодавца, који су изворно били у државном власништву, али су се они заправо касно укључили у игру са субпримарним кредитима и њихов проблем је био сличан оном са којим се суочио приватни сектор: менаџмент је имао исту изопачену склоност да се одаје коцки.

Истина је да се већина појединачних грешака на крају стапа у једну једину: веровање да тржишта могу сама себе да регулишу, при чему улога владе треба да буде минимална. Осврћући се на то веровање, ове јесени на саслушању на Капитол хилу, Ален Гринспен је рекао: „Пронашао сам грешку.” Конгресмен Хенри Вексмен му је провокативно

узвратио: „Другачије речено, сматрате да ваш светоназор, ваша идеологија није исправна, да није била успешна.” „Сасвим тако, баш тако”, одговорио је Гринспен. Прихватањем ове погрешне економске филозофије од стране Америке и већег дела остатка света, неизбежно нас је на крају довело у ситуацију у којој смо данас. “Vanity Fair”

(Превела с енглеског Тијана Кецмановић)