Пише: Марк Ханам, Џонатан Форд, Џон Гив, Мартин Вулф, Анатол Калетски, Џорџ Сорос
понедељак, 07 јул 2008 18:11

Финансијска криза показала је да су тржишта склона стварању „мехура“ и да *laissez faire* регулација не функционише. Власти би морале да се тргну уколико хоћемо да избегнемо огроман мехур. Међутим, да би се то десило, можда нам је потребна још дубља криза.

Марк Ханам је радио за Bank of England, Citybank и Barclaus; Џонатан Форд (председавајући) је заменик уредника часописа Prospect; Џон Гив је заменик гувернера за економску стабилност у Bank of England; Мартин Вулф је главни економски коментатор у листу Financial Times; Анатол Калетски је економски коментатор и помоћник уредника у листу Times; Џорџ Сорош председава Сорош фондацијом.

ЏОНАТАН ФОРД (председавајући): На почетку желим да питам колико је одмакла криза. Да ли је готова? Господине Сорош, рекли сте да је ово најгора криза у последњих шездесет година. Претпостављам да верујете како ће оно најгоре тек наступити.

ЏОРЏ СОРОШ: Постоји широко распрострањено уверење да је криза завршена. Ја, пак, мислим да ће се њен ефекат на реалну економију тек осетити. Мере које власти предузимају неће донети опоравак. Постоје четири разлога за то. Као прво, пад цена кућа у Сједињеним Државама ће се тек наставити, док је у Британији једва и почео. Као друго, потрошачи споро мењају куповне навике, али то ће се десити. Треће, финансијски систем је знатно оштећен, и премда су банке имале великог успеха у прикупљању акцијског капитала, смањиће кредите и то ће довести до трошења капитала и до пословне активности. Коначно, што је и најважније, постоји претња од инфлације и застоја у пословању. Пораст цена хране и енергената претвориће овај застој у рецесију.

АНАТОЛ КАЛЕТСКИ: Слажем се са Џорџом да је претња од инфлације потенцијално најалармантнији нови фактор у овој кризи, али се не бих сложио са остале три ставке. У реалној економији Сједињених Држава оно најгоре је прошло, али не и у Британији и Европи. Цене кућа у Сједињеним Америчким Државама неће још много падати, а издаци на робу широке потрошње неће се смањивати. Додуше, иако ће неколико билиона долара за робу широке потрошње изаћи из система, последице ове појаве могу се лагодно растегнути на више година. А док је финансијски систем био у кризи, отписи банака, бар у САД, већ су далеко од остваривости по питању вероватних губитака. А то није све – ту су и европске континенталне банке које нису признале губитке у истом степену.

ЏОН ГИВ: Пролазимо кроз прву велику кризу ликвидности у банковном систему, и премда и даље постоје многи ризици, очекујемо да ће се поверење постепено враћати. Међутим, крај те фазе не значи да је и падању цена дошао крај. У Британији, где је све до сада остало на истом нивоу, оно што је почело као изражен пад на комерцијалном тржишту некретнина сада се шири на стамбено тржиште и до краја године очекујемо пад привредних активности. Дакле, у том смислу, најгоре још није прошло.

МАРТИН ВУЛФ: Цео процес прилагођавања ризика није се још примио. Кредитне марже на међубанкарском тржишту и на тржишту новца и даље су високе, тако да банке

нерадо дају позајмице једна другој. По питању америчког стамбеног тржишта ближи сам Џорџовом него Анатоловом становишту. Гледајући свет у целини, потрес у САД повезан је са још две ствари – са инфлацијом и ценама енергената, нарочито у Европи и азијским земљама које сада доживљавају економски процват. Тешко је замисливо да ово неће имати великих негативних последица. Вредност евра пребацује амерички дефицит текућих рачуна у Европу. У међувремену, услед страха од инфлације, Европска централна банка (ЕСВ) не жели да учини ништа како би помогла Европи у тешкој ситуацији. То ће довести до још већег заостатка него што очекујемо. Кина и Индија се суочавају са мањом потражњом робе од стране САД, и на то неће моћи лако реаговати јер је и тамо инфлација постала велик проблем. Цене енергената делују на њихову привреду као високи порези. Уколико саберете све ово, предстоји нам велики глобални пад пословања, а можда и глобална рецесија која ће потрајати.
***

ФОРД: Мислим да би требало да се окренемо и ка регулативи. Џоне, тебе хоћу да уведем као представника „власти“ и да те питам да ли сте ви криви што сте дозволили да се овај мехур толико прошири да се сада бојимо вишегодишњег стагнирања привреде?

ГИВ: Власти увек преузимају кривицу ако нешто крене наопако. Има више различитих оптужби. Једна је због тога како смо поступили са Нортхерн Роцком прошлог августа и септембра. Иако смо их спасили, сматра се да смо били спори и да смо то могли боље урадити.

ФОРД: А шта ћемо с претходним периодом у коме је мехур и даље растао?

ГИВ: Кад се осврнемо на то где смо били прошле године у ово доба, мислим да су људи већином говорили, укључујући и Банк оф Енгланд, како су корекције неизбежне. Тада, међутим, нисмо знали колико ће то бити огроман и болан посао. Сад се види да је раст цена имовине био цикличан, што су људи већином нису увиђали. То повлачи извесна питања на пољу монетарне политике и регулативе – конкретно, да ли су наши регулаторни режими довољно контрациклични, тј. да ли би банке требало да у добрим временима одвајају више средстава на страну како би надокнадиле губитке у лошим временима? У монетарном контексту, дебата се води око тога колику тежину дати ценама имовине, а у контексту регулативе, шта се може учинити како би крајња тачка циклуса постала нижа.

ВУЛФ: Било би веома непристојно када би се људи који зарађују огромне суме на тржиштима окренули и рекли: „Криви су доносиоци прописа јер нас нису зауставили.“

Ипак, морамо да се осврнемо и на власти. А ту постоје две линије. Једна тврди да је крив Греенспан – монетарна политика је предуго била веома лабава, нарочито пошто је последњи мехур пукао, што је створило услове да се то понови, а друга тврди да режим прописа није био довољно строг. Обе тврдње су донекле истините, али и претеране. Не могу да верујем да постоји икаква монетарна политика која би могла да заустави прецењивање кућа. Пред повећањем цена кућа, или када се очекује да ће оне порасти за 10–12% годишње, још 1% каматне стопе неће одвратити људе од куповине. Наравно, могли смо рећи да за куповину куће нико не сме да позајми суму која је три пута већа од његовог прихода и да свако мора да положи капару од 50%. Слутим, међутим, да би влада која би покушала да уведе такве прописе или неке сличне којима би спречила банкаре да послују била збрисана с власти.

МАРК ХАНАМ: У последњих неколико година централне банке или доносиоци прописа имали су два посла – један у вези са монетарном политиком, а други са финансијском стабилношћу. Нова структура Енглеске банке (Bank of England) одражава ове двојне одговорности. Донедавно се чинило да монетарна политика има спектакуларног успеха, јер смо имали дуг период снажног развоја и ниске инфлације. Сада би се могло тврдити како је глобализација то омогућила– јефтина радна снага у Азији и тако даље – али централне банке, Банк оф Енгланд, ЕЦБ и Федералне резерве САД приписале су себи те заслуге. Једна од последица јесте да су постале превише сигурне у себе због сопственог успеха и да не обраћају више пажњу на финансијску стабилност.

Монетарна политика помало наликује на превентивну медицину. Све се своди на то да се људима дају савети две године унапред, да се ту и тамо упуте, да се људи упозоравају на нивое цена и тако даље. Финансијска стабилност је више налик ургентној медицини – када неко позове хитну помоћ нема седења и дискусије о моралним ризицима. Идеш на терен и спашаваш човека. Неки људи из централних банака покушали су да приступе финансијским кризама исто као у случају монетарне политике – ’састаћемо се за три недеље и размотрити економске податке.’

Ево и примера – Bank of England је ове године увела кредитне олакшице које омогућавају банкама да са биланса стања пребаце нека средства тако што их мењају за државне обвезнице. На ово је требало мислити прошле године. То што је било потребно неколико месеци како би се развила ова стратегија чини да функционери централних банака и доносиоци прописа изгледају као да делују са задршком. Као да се нису припремили за оно што се може десити. Да ли Џон мисли да је ова критика оправдана?

ГИВ: Много се разговарало о томе да ли је банка довољно брзо реаговала прошлог лета и почетком јесени. Сада смо, међутим, неколико месеци у том послу, а све централне банке прилагодиле су своје пословање како би обезбедиле ликвидност банкарског система. Веома ми неубедљиво делује мишљење како би сада све било много другачије да смо у септембру увели кредитне олакшице под мало другачијим условима. Централне банке су урадиле оно што је било потребно не би ли се изборилe са периодом смањене ликвидности. Не мислим да би овај проблем нестао и да се брже деловало.

КАЛЕТСКИ: Ја ипак морам да поменем како би све било другачије да су тактика и

предузете мере били бржи, конкретно у случају Нортхерн Роцка. Да је у августу Банк оф Енгланд била спремна да омогући ликвидност на истој основи као данас, то јест, да је поступила као ЕЦБ, панике око Нортхерн Роцка не би ни било. Уосталом, ЕЦБ рефинансира цело шпанско тржиште хипотека, које је вероватно осетљиво на промене цена кућа бар колико и Нортхерн Роцк, па је тако избегнуто да се у Шпанији, Данској и у осталим европским земљама понови ишта слично. Зар то није фер критика – уколико сте хтели престати да помажете банкама као што сте учинили у априлу, могли сте то да урадите у августу или септембру и тако бисте избегли многе проблеме.

ГИВ: Кад нам се Northern Rock први пут обратио, неколико недеља су тражили помоћ док нису успели да обезбеде себи фондове тако што су продали још секуритизованих хипотека. Цела њихова структура финансирања заснивала се на задуживању путем вредносних папира. А тржиште таквих вредносних папира је и даље затворено, па је тешко замисливо како би Нортхерн Роцк рефинансирао свој биланс у том периоду.

КАЛЕТСКИ: И у Шпанији је тржиште вредносним папирима затворено. ЕЦБ финансира хипотекарне банке у континуитету од девет месеци, а тако ће и наставити докле год је потребно да се тржишта поново отворе.

ГИВ: Не мислим да би оно што је Европа урадила у августу и септембру обезбедила Нортхерн Роцку потребна финансијска средства. А и било је банкарских промашаја у еврозони. Иако ликвидност коју је ЕЦБ обезбедила изгледа огромно, еврозона има много већу привреду него ми и нема довољно доказа да су је Шпанци користили непропорционално. Не критикујем ЕЦБ, мислим да су добро поступили, али хоћу да се вратимо на општији план. Пошто је протекло десет месеци откако смо у овој кризи, постало је јасно да није у питању олуја која би могла да нас заобиђе да су централне банке понудиле мало потпоре за ликвидност под мало другачијим условима. У питању је нешто много веће. Иста тржишта су у Европи, Сједињеним Америчким Државама и у Великој Британији затворена или запарложена. Тактичка питања нису срж овог проблема.

***

ФОРД: Поставља се и питање да ли је заузимање регулаторске позиције било довољно паметно пре кризе са Нортхерн Роцком. Да ли је било паметно дозволити да ова банка добије толики део хипотекарног тржишта уз пословни модел који је имала? Да ли је било мудро дозволити банкарским институцијама да кришом стекну такво преимућство?

ГИВ: Да. Мислим да има много питања за доносиоце прописа, а ФСА је био довољно искрен признавши сопствене грешке, нарочито по питању Нортхерн Роцка. Када се гледа у ширем контексту, свако у САД би признао да је недостатак регулативе у хипотекарном сектору доприносећи фактор. А код последњег скока цена имовине био је особит раст тржишта структурираних кредита – продаја вредносних папира подржаних зајмовима и хипотекама – нарочито у САД. Људи који рекламирају те производе нису схватили како ће се понашати у другачијим привредним околностима. Дакле, финансијске иновације биле су један фактор који је допринео кризи. Други фактор је то

што су ти производи били широко распрострањени на светском тржишту, што је довело до драстичнијег пораста цена. Финансијски систем је проширио циклус са обе стране више него што је ико очекивао. Због тога питамо да ли би доносиоци прописа и банке сада могле порадити више на томе да се циклус скрати.

СОРОШ: Сада смо све ближе суштини. Како сам објаснио у својој најновијој књизи, под насловом Нова парадигма за финансијска тржишта, доносиоци прописа и учесници на тржишту деловали су на основу погрешног тумачења функционисања финансијског тржишта. Радили су под претпоставком да тржишта теже равнотежи и да су девијације спорадичне. Оваква погрешна претпоставка о финансијским тржиштима довела до конструкције структуираних производа и да је то продубило кризу у много већој мери него што би се десило да су цене порасле само у САД. Неки људи то нису схватили. На пример, Бен Бернанке [председник извршног одбора америчких федералних резерви] рекао је како је то проблем субпримарних зајмова, што је погрешно. Други, као рецимо Пол Волкер [који је раније био на истој функцији], успели су да схвате. Надувавање цене имовине је ендемско. Постоје самопоткрепљујући процеси који се одвијају тамо где погрешне претпоставке инвеститора подстичу неки тренд, а то доводи до стварања ефекта мехура од сапунице.

Доносиоци прописа морају прихватити одговорност да спрече цене имовине да се измакну контроли. Да би то учинили није довољно регулисати понуду новца; мора се регулисати и доступност кредита. Тржишта теже екстремним осећањима еуфорије и панике и стога морате користити марже покрића и минималне резерве на активнији начин и оне морају варирати у складу са условима на тржишту. То је и најбитнија лекција.

ГИВ: Уколико употребимо каматне стопе како бисмо регулисали цене имовине, могли бисмо да нанесемо огромну штету остатку привреде јер бисмо морали да битно променимо камате.

Што се тиче регулативе, морамо поново погледати како се односи према капиталу и ликвидности како бисмо видели можемо ли их убрзати њихов контрациклус. Морамо изнова сагледати аспекте режима обрачунске проценте праведне вредности, јер мислим да је то био фактор у пренаглашавању циклуса у оба смера. И коначно, морамо поново сагледати стимулације. Тада залазимо у осетљиво подручје банкарских зарада. Међутим, морамо сагледати и институционалне стимулације. На пример, потценили смо последице стимулација које је створила сама регулатива. Уколико размотримо Базел И – међународна правила која регулишу адекватност капитала банака – свако је знао да то може бити подстицај за ванбилансне финансије. Међутим, потценили смо снагу такве стимулације.

***

ФОРД: Да ли је регулисање банкарских зарада заиста толико битно?

ГИВ: Хектор Сантс [главни директор ФСА] недавно је рекао да ће ФСА узети у обзир

премије на плату приликом израде прописа о бонитету. Мислим да је то сасвим логично. Нико не препоручује да се политика исплате зарада води на начин како је то рађено седамдесетих година. Међутим, морамо да боље размислимо о томе како изгледају добра и лоша структура доделе премија.

Уколико погледате агенције за процену кредитног рејтинга, видећете да су се много рашириле захваљујући структурираним кредитима. Зарадиле су много новца израчунавајући тај рејтинг и имале су јак подстицај да растежу своје моделе колико год је то могуће како би створиле још рејтинга на широком асортиману производа. Ово је, дакле, још један пример где се стимулације које су део система морају размотрити.

ХАНАМ: Џоне, био сам главни за послове тржишта новца код Барцлауса и ови фондови су били велики купци секуритизованих производа и комерцијалних папира покривених имовином. Током више година многи од нас из ове бранше одлазили су у ФСА и тражили су да уведу регулативу нашег пословања. Нашем тржишту био је потребан надзор не само зато што је управљало великим количинама новца клијената, већ и зато што је преузимало посао од међубанкарског тржишта док су се банке саме финансирале – а једини захтев који је требало испунити био је да те фондове процене Мооду’с, Стандард & Поор’с или Фитцх. Ми смо хтели надзор ФСА или централне банке. Међутим, стално су нам говорили како су презаузети, како имају других обавеза и да то не виде као свој задатак. Док агенције за прорачунавање кредитног рејтинга имају да одговоре на извесна питања, доносиоци регулативе су споро увиђали да се тржиште мења.

***

ФОРД: А како се банке могу натерати да опрезније управљају својим капиталом?

ГИВ: Теоретски бисте могли наметнути механизам аутоматског усклађивања или бисте могли имати неки дискрециони механизам у коме би банке морале одржавати ликвидније фондове или имати више капитала када власти процене да цене имовине пребрзо расту. То би очигледно подразумевало учешће централне банке исто колико и доносилаца прописа. Ја немам савршен одговор, нити га ико има, али једна од поука јесте да су нам потребне нове регулационе алатке. То не могу бити само камате, јер оне утичу на привреду у целини. Што се тиче тржишта новца, које помиње Марк, никакав регулациони систем не може спречити људе да праве лоше инвестиције. А они који су превише веровали агенцијама за процену кредитног рејтинга и њиховим моделима изгубили су много новца. Међу њих спадају најразвијеније инвестиционе и остале банке у свету. Уверен сам да је на нама да им кажемо шта треба да ураде и да ли би требало да слушају шта кажу агенције за кредитни рејтинг. Имајући ово у виду, овај пад је показао је да колективни утицај неких од ових структурираних производа утицао на привреду у ширем смислу, а управо зато имамо посла са контрацикличним регулационим механизмима. Занимале би ме нове идеје на овом пољу.

ВУЛФ: Верујем да заиста има нечег веома проблематичног у томе како гледамо на слободна финансијска тржишта и на то како су регулисана. Главна Џорџова теза – да су девијације тржишта природне и самопоткрепљујуће и да уколико се не пази могу постати као мехури од сапунице јесте тачна. Хипотеза о ефикасном тржишту, која се у многим варијантама јавила седамдесетих година, данас не звучи много убедљиво. Управо смо имали два највећа мехура – онај на тржишту акција и на пољу кредита и некретнина, и то у најразвијенијим светским привредама. То се не дешава у Кореји и не може се приписати „буразерском“ капитализму на Тајланду. Дешава се у САД и Великој Британији и ти се догађаји једноставно не могу помирити са било којом верзијом хипотезе о ефикасном тржишту. Због тога примедбе људи као што су Џорџ или Роберт Шилер, који на ово гледа кроз призму бихејвиоралне економије или теорије Хајмана Минског, мени делују много боља објашњења функционисања финансијских тржишта од становишта ортодоксних економиста од пре десет-петнаест година. Финансијска тржишта не могу имати бланко поверење као раније. Доносиоци прописа морају дакле почети да размишљају овако – ако им дозволимо да раде шта хоће, бићемо у великим проблемима. Наравно, ово не значи да хоћемо да затворимо финансијска тржишта и да имамо капитал који распоређује влада. То је лоша алтернатива, а знамо да финансијска тржишта много тога раде ваљано. Желимо да она постоје, али морамо да максимално смањимо последице екстремне глупости и похлепе.

То значи да морамо гледати на много ствари, почевши од мање процикличних капиталних обавеза, преко стимулација, ликвидности, до регулације робе продате потрошачима – хипотекарни зајмови каквих је било у САД напросто су криминални. Морамо, међутим, схватити да тако нећемо потпуно отклонити опасност. Можемо је умањити путем различитих механизама, али имамо посла с људима који су савршени у заобилажењу прописа, тако да можемо регулисати банке, али на крају добијамо шпекулативне инвестиционе фондове и тако даље. Поврх тога, када бисмо имали бар један глобални регулатор, многе земље би водиле различиту политику, а неке би се и завадиле.

ГИВ: Имам нешто да додам. Имали смо прилике да видимо различите начине регулације у различитим земљама: на пример, у САД имамо сталне банкарске надзорнике – људе који седе у банкама. Међутим, чак ни овако наметљиво регулисање није прекинуло ове финансијске проблеме.

Ова епизода показала је и да је код сваке појединачне институције најбољи начин умањивања ризика можда онај који им омогућава да стигну до излаза тренутак пре него што ће мехур пући урадивши све што су могли. А неке од највећих финансијских институција добро су искористиле последњих девет месеци – то су оне које су наставиле да тргују и инвестирају све до прошлог лета, али су брзо реаговале када је све почело да се руши. Свакако, са системске тачке гледишта, неко увек остане на крају реда. А уколико им је нанета довољно велика штета, онда постоји системски проблем. Не можете се ослонити на управљање ризиком појединачних банака, ма како добро то радиле. [Џон Гив одлази]

КАЛЕТСКИ: Мислим да је још упечатљивији пример оно што се десило немачким

банкама. Неки од највећих губитака у субпримарној кризи десили су се у Немачкој. Ипак, то је једна од неколицине земаља у којој нема наглог пораста цена стамбених јединица. Немачке банке подлежу веома строгој регулативи, а оне које имају највише проблема са оскудицом кредита су у јавном власништву. Насупрот томе, део финансијског система који је остао релативно недирнут је оно чиме се Џорџ бави, тј. шпекулативни инвестициони фондови, који уопште нису регулисани. Пропало је четири или пет таквих фондова, али у ширем контексту, овај посао и даље иде. Имали су много мање губитака у портфељима у односу на банке. Не залажем се против регулације, само кажем да овде постоји парадокс.

СОРОШ: Можда и даље има „скривених лешева“ међу шпекулативним фондовима. Али у ширем смислу, срце проблема је прекомерна употреба „леверица“ (леверић представља способност контроле велике количине новца користећи никакав или веома мали део вашег новца, а остатак позајмљеног прим. прев.). Људи узимају превише зајмова јер не схватају да се ризик заправо може израчунати. Модели ризика које су користили не покрива несигурност која је инхерентна у људском деловању. Морају се увести строже границе за леверић. Један начин за контролисање активности шпекулативних инвестиционих фондова јесте да се банкама поставе захтеви за минималним обавезним резервама када позајмљују шпекулативним инвестиционим фондовима који послују на бази леверица. Проблем је у томе што је постало веома тешко израчунати леверић због онолико паметних инструмената које данас имамо. Зато су власти дигле руке од минималних резерви и практично дозволиле самим банкама да одлучују шта је мудро, а шта не.

***

ФОРД: Један регулациони механизам јесте да учесници у систему трпе последице када све крене низбрдо. Да ли су казне биле довољно строге како би застрашиле потенцијалне преступнике?

КАЛЕТСКИ: Па, акционари Цитибанка и Беар Стеарнса су кажњени, али нису они доносили одлуке. Одлуке су доносили директори.

СОРОШ: А зашто да их не одстрелимо?

КАЛЕТСКИ: Ја сам и хтео да предложим нешто готово исто толико радикално. Помисао, да отпуштање председника управног одбора Цитибанка уз отпремнину од сто милиона долара представља некакву казну – је смешна. А исто толико смешно је и тврдити да је за трговца вредносним папирима у Цитигроупу, казна да га отпусте пошто је сакупио десет, двадесет или тридесет милиона долара кроз бонусе у последњих неколико година. Могли бисте имати јаке аргументе – а занимљиво је што је Џон ово поменуо – да најуспешнију реформу представљају платни пакети са клаузулама о повраћају новца и структуре које су учиниле да директори банака буду лично одговорни за губитке које је банка претрпела. Чињеница је да су највиши функционери Цитигроупа, Меррилла Лунцха и Беар Стеарнса морали да буду у сличном положају као неко ко доведе компанију до банкрота. Требало је да буду одговорни и за велики део свог богатства.

ХАНАМ: Не заборавите да до сада британски порески обвезници нису ништа изгубили и да можда зарађују преко Нортхерн Роцка. Остаје да се види да ли ће тако бити кроз двадесет година, али уколико је Банк оф Енгланд добро израчунала, држава неће бити новчано кажњена, иако је позајмила Нортхерн Роцку много новца.

КАЛЕТСКИ: Држава им обезбеђује бесплатно осигурање. У питању је велика полиса осигурања која је практично бесплатна.

ХАНАМ: Али, акционари Нортхерн Роцка су изгубили много новца. Акционари других банака изгубили су новац због пада вредности акција и емисија права на куповину. А када видите руководиоце како одлазе са више милиона фунти у џепу, то је само зато што су одбори тих банака потписивали лоше уговоре који нису имали клаузуле о повраћају новца. То ипак није регулаторно питање. Директори нису ваљано представљали интерес акционара, па акционари плаћају због лошег руковођења.

КАЛЕТСКИ: А зашто у будућности ФСА не би склопила уговоре о управљају са акционарима и рекла да ће бити повраћаја новца?

ХАНАМ: Да ли је коректно да неко ко ради у банкарству треба да има некакву одговорност која траје пет или десет година уколико нешто крене наопако, чак и ако у томе нема директног удела? Зар то не би подстакло паметне људе да напусте регулисано банкарство и оду у шпекулативне инвестиционе фондове и властити капитал? Ово је већ почело да се догађа. Ако неко нешто забрља, треба га отпустити и не треба му дати премије, али то би требало да важи свуда, а не само на појединим деловима тржишта. Руководиоци Цитибанка, Моргана Станлеуа и УБС-а више нису ту, а гувернер енглеске банке добио је још један петогодишњи мандат. Будимо доследни по овом питању.

ВУЛФ: Акционари су изгубили новац, али не и велики повериоци. Без интервенције владе Беар Стеарнс би пропао, повериоци би изгубили сав новац, а исто би било са Нортхерн Роцком. Због овог имплицитног осигурања поверилаца, цена фондова позајмљених банкама се смањила. То, наравно, повећава профит на главницу, а вероватно и леверџ. Управо то и брине Џорџа. То није безначајно, а у том светлу, готово сигурно морате да као накнаду тражите повећане капиталне обавезе.

Леверџ је најбитнији за систем. Не само да постоји велики дуг према капиталу, већ је тај дуг краткорочан, а средства су дугорочна. Ова „промена рокова“ је нешто друго што централне банке осигуравају. Уколико погледате структуру целокупног тржишта, банке су давале дуготрајне хипотеке које су се финансирале од тромесечног прихода или нечег другог. То је радио Нортхерн Роцк.

КАЛЕТСКИ: Држава обезбеђује осигурање система и требало би да то наплати, можда путем специјалног пореза на банкарски профит који би се, наравно, потпуно супротставио идеји слободног тржишта. Ипак, британске банке, нарочито оне велике, невероватно снажно лобирају против стварања чак и минималног осигурања улога јер на то гледају као на неоправдани порез на профит.

ХАНАМ: Велике банке не воле осигурање улога јер оно ствара заштиту малим и слабијим банкама које би тада могле да исплаћују више камате и тако им узимале посао.

ВУЛФ: Да ли желимо да у овој земљи има више од четири-пет банака? То је велико питање о коме многи банкарски функционери разговарају. Без осигурања улога неће их остати више од четири или пет.

***

ФОРД: Имате ли неко мишљење о овоме?

ВУЛФ: Да. Требало би да постоји осигурање депозита, али да буде у складу са ризиком, што значи да би мање банке плаћале више. То би им спутало посао, али не и уништило.

СОРОШ: Један од разлога што се банкарство толико укрупњава јесте што сви желе да постану толико велики да не могу пропасти. Не мислим да је то баш тако згодно.

***

ФОРД: Да се вратимо на глобалну слику. Шта ће се десити банкарском сектору у Британији и САД као последица свега овога? Да ли ће се смањити? Да ли би требало да тако буде? Постоје ли области пословања које не би требало да поново оживе јер су у темељу нестабилне и незадовољавајуће?

СОРОШ: Требало би да се смањи. Постало је пренадувано. Финансијска индустрија је пропорционално превелика у односу на остатак привреде. Она већ дуго расте прекомерно, а последица је највећи „мехур“ у последњих двадесет пет година. Мислим да је том добу дошао крај.

КАЛЕТСКИ: Овде морам да заузмем супротно становиште. Мислим да је ово превојна тачка, која, ако се сећате математике коју сте учили у школи, може бити или прекретница, или, као код кубне једначине, тачка где све успорава, а онда поново убрзава. Бар постоји могућност да ће ово бити та друга превојна тачка. Финансијски систем је на проби. Уколико криза настави да се погоршава, а реална економија опадне на дуже стазе, онда ће то бити прекретница и финансијски систем ће се несумњиво смањити. Ипак, постоји могућност да ће финансијски систем издржати пробу. Уколико се то деси, одговарајућа аналогија неће бити она са 1929. или 1973, већ са оним што се крајем деведесетих десило са ЛТЦМ-ом , чијем паду је уследио још већи „мехур“. Мислим да ће на крају настати мехур који ће потпуно уништити финансијски систем, али можда то нећемо дочекати. Не видим да се много менаџера шпекулативних инвестиционих фондова вози таксијем. А ти си, Џорџе, много зарадио током 2007.

СОРОШ: Јесам. А уколико глатко прођемо кроз све то, видећете да ће фондови из властитог капитала заменити инвестиционе банке као доминантна сила у привреди, јер управо они сада купују имовину.

ВУЛФ: Није спорно да се указују велике могућности за финансијски систем у најширем смислу, јер чак и ако као и ја верујете да је превелик у Британији и САД, премали је у већини осталих земаља. У деловима континенталне Европе и привредама у развоју, већи и ефикаснији финансијски систем био би велики плус. Гранични приноси у Кини су вероватно нула, а да су виши од тога, не би морали да штеде преко 55% бруто домаћег производа.

Друга ставка је да финансијски сектор не постаје богатији од остатка финансијског сектора. Зарађује новац опслужујући привреду у ширем смислу, а то је повезано са количином средстава којима располаже овај сектор, што је, пак, повезано са износом дугова. Ако погледамо САД и Британију, мора да смо достигли бар локални лимит на скали задужености. Уколико дуг буде растао релативно споро, могућности за овај сектор у многим земљама неће се повећавати – у последњих двадесет пет година имали смо огроман раст леверица у САД и Британији, па је немогуће замислити да ће се исти раст остварити и у наредних двадесет пет година.

Доносиоци прописа би требало да буду мање реактивни. Да ли ће се то десити зависи од тога колико је тешка ова криза и од учинка лобирања против предложених ограничења. Ова питања ће се политички разрадити у наредне две године.

КАЛЕТСКИ: Слажем се, у САД И Британији смо достигли некакву границу. Али, уколико глобални финансијски кредитни систем настави да расте, то би могло значити да би финансијски систем у овим привредама, нарочито британској, могао наставити да расте јер британски финансијски систем даје позајмице остатку света. Чак и ако раст леверица у Британији није у нашем националном интересу, раст леверица на глобалном плану и унапређивање финансијских активности као циљ сам по себи у великој мери јесте.

ХАНАМ: Бар пола света нема приступа банкарским услугама. Многе заједнице зависе од микрокредита како би приступили финансијама. Прилике за раст финансијских услуга и даље су огромне. Велике финансијске институције са запада могу дуго да наставе с растом, а да не морају да позајмљују више новца презадуженим потрошачима са запада.

ВУЛФ: Описујете Британију као монокултурну привреду која само може да се још више специјализује у монокултурности?

КАЛЕТСКИ: У наредних неколико година патићемо од тога. Верујем да ће британска привреда бити у паду на кратке стазе, али не и за петнаест година.

***

ФОРД: А каква је политика Британије по овом питању, нарочито уколико све крене низбрдо? Да ли ће бити негативних последица по финансије? Да ли ћемо почети да преиспитујемо колико финансије доприносе привреди? Често слушамо да трећину свих корпоративних пореза плаћа финансијски сектор, али то је само око петнаест билиона фунти годишње – мање од половине прихода од таксе за гориво. Хоће ли се политичари

више заинтересовати? Чини се да су у блиској прошлости зазирали од финансијског сектора.

ВУЛФ: Ово је велик проблем. Ипак, влада је очито слаба, а конзервативци су веома јаки. То није очита реакција људи који мисле да би финансијски сектор требало затворити. Као држава не скрећемо улево, иако Лабуристичка странка то чини. Наравно, огромна рецесија би оставила трага, али кривицу би свалили на политичаре. У Британији нема индикација да ће бити негативних реакција на финансијски сектор, као што је било у САД против глобализације, што се видело у изборној кампањи.

ХАНАМ: Уколико се амерички народ пробуди пред чињеницом да је све више њихових банака у поседу страних влада, могло би бити некакве реакције. Она би се манифестовала мање као напади на финансијски сектор, а више као захтеви за протекционизмом.

ВУЛФ: У последњих сто година само једном смо имали негативну реакцију на финансијски сектор, а томе је уследила велика финансијска криза. Ситуација мора да буде озбиљна да би је људи повезали са финансијама. Надам се да ће реакције бити довољно јаке да би се наметнула разумнија регулатива. Сувише млака реакција била би катастрофа, јер онда бисмо се ухватили у коштац са још већим мехуром какав Анатол спомиње, а који би могао срушити систем.

Из часописа Prospect, бр. 148. јул 2008.