

Uvod

„Ako raste kao korov, onda vjerojatno i jest korov.“ To mi je jednom rekao izvršni direktor jedne velike financijske institucije. Govorio je o kartičnom poslovanju sredinom devedesetih godina dvadesetoga stoljeća kada su kreditori nemarno izdavali kartice, a klijenti nagomilavali ogromne dugove. S razlogom je bio vrlo zabrinut. Kućanstva opterećena kreditima uskoro su po rekordnim stopama počela objavljivati stečaj, pridonoseći na taj način financijskoj krizi koja je naposljetku kulminirala kolapsom golemog fonda za omeđivanje rizika Long-Term Capital Management. Banka dotičnog izvršnog direktora nije preživjela.

Desetljeće nakon toga svijet je bio potresen još opasnijom financijskom krizom. Korov su ovaj put predstavljala drugorazredna hipotekarna dugovanja: zajmovi dani onima koji i nisu imali savršenu kreditnu sposobnost i prošlost.

Financijske su krize zbunjujući događaji. U početku se doimaju nedokučivima, čak i kad se njihove štete ubrzano šire i naočigled rastu. Ispod zbunjujuće površine kriju se kompleksni i ezoterični financijski proizvodi i institucije: programsko trgovanje tijekom sloma burze 1987., drugorazredne korporativne obveznice tijekom štedno-kreditnog debakla ranih devedesetih godina 20. stoljeća, tajlandski baht i ruske obveznice krajem devedesetih godina 20. stoljeća te propast dionica tehnološkog sektora početkom tisućljeća.

Ipak, porijeklo financijskoga šoka potaknutoga krizom drugorazrednih hipotekarnih kredita još je više zbunjujuće nego porijeklo prethodnih kriza. Posuđivanje novca američkim kupcima domaćih nekretnina bio je jedan od najmanje rizičnih i jedan od najprofitabilnijih poslova kojima su se banke bavile tijekom posljednjih gotovo stotinu godina. Kako je moglo doći do toga da se toliko mnogo hipotekarnih kredita ne otplaćuje? Pa i unatoč velikom broju loših kredita koji se penju na nekoliko bilijuna dolara loših zajmova, kako je moguće da ti iznosi ozbiljno ugroze financijski sustav čija se vrijednost procjenjuje na nekoliko stotina bilijuna dolara?

Složenost financijskih institucija i vrijednosnih papira uključenih u financijski šok drugorazrednih hipotekarnih kredita unosi dodatnu zbrku u pravilno shvaćanje problematike. Što je to drugorazredna, Alt-A i džambo IO hipoteka, što su vrijednosnice osigurane imovinom, što su CDO, CPDO, DCS ili SIV? Kako je ova mješavina akronima dovela do potonuća cijena nekretnina, golemog broja ovrha, kolebljivih tržišta kapitala, inflacije i recesije? Koga ili što treba okriviti?

Stvarnost je takva da postoji mnogo krivnje na različitim stranama. Financijska propast ovakvih razmjera ne bi se mogla ovako duboko ukorijeniti da zemlju nije okopavao i sjeme krize sadio velik broj ruku. Financijski sustav koji se razvija velikom brzinom, nagrižen sve manjim osjećajem odgovornosti u procesu izdavanja kredita i kod banaka i kod njihovih klijenata, enorman rast novih gospodarstava u nastajanju koja ubiru novac svojim proizvodima niskih cijena, neadekvatna kontrola kreatora politike nadzora financijskih institucija skeptičnih prema regulaciji tržišta, netočne kreditne procjene i analize i, dakako, ono što ekonomisti nazivaju „praiskonskim duhom“ ulagača i poduzetnika – to su elementi na kojima se temelji ova kriza.

Svijet je dugo zavidio Americi na financijskome sustavu koji je nevjerojatno učinkovit u investiranju štednje američkih građana. Zapravo, iako je po svjetskim standardima cjelokupna američka štednja vrlo malena, taj financijski sustav donosi prinose veće od sustava u zemljama čija je štednja nekoliko puta veća. Zato i nije iznenađujuća činjenica da su „inženjeri“ s Wall Streeta razvili nove i domišljate načine kojima globalni upravitelji fondova lakše mogu financirati kupnju nekretnina običnih američkih građana: skupi hipoteke na jednu hrpu i prodaj ih kao vrijednosne papire. Otada, kad god bi prosječna obitelj bilo kojeg grada u Americi ispisala ček za mjesečnu otplatu kredita, novac bi postao dijelom jedne od najsofisticiranijih ulagačkih mašinerija koje su ikad dizajnirane na bilo kojem od svjetskih tržišta kapitala.

Ipak, tako pažljivo i precizno razvijen ulagački stroj nije baš tako precizno i radio. Prvo se otrgnuo kontroli – usijavajući američko tržište nekretnina – zatim se slomio, opustile su se matice i vijci, a žice i opruge poletjele su na sve strane, šireći štetu u svim smjerovima.

Što je pošlo po zlu? Kao prvo i osnovno, rizici svojstveni hipotekarnim kreditima postali su toliko široko rasprostranjeni da nitko nije bio

prinuđen brinuti o kvaliteti svakog pojedinoga kredita. Kako su dvoj-bene hipoteke bile udruživane sa zdravima, razvodnjavanje problema u većim grupama kredita umanjivalo je osjećaj odgovornosti kao i potrebu za detaljnijom analizom. U svakoj točki financijskoga sustava postojalo je uvjerenje da će netko – uvijek netko drugi – otkriti eventualne pogreške i sačuvati integritet procesa. Zajmodavac je računao na investicijskoga bankara s Wall Streeta koji je pak računao na nadzorno tijelo ili analitičara kreditnoga rizika, a koji je pak pretpostavljao da globalni ulagači odrađuju svoju zadaću analizirajući svoja ulaganja u dotične vrijednosnice. Kada su stvari krenule po zlu, svi su pretpostavljali da netko drugi drži uzde u rukama. A nije ih držao nitko.

Globalni ulagači nisu bili svjesni istinskih rizika vrijednosnica koje su kupili na Wall Streetu. Ulagači su bili preplavljeni novcem jer su središnje banke u cijelome svijetu otvorile novčane slavine nakon kriza izazvanih napuhavanjem tehnobalona, terorističkim napadom 11. rujna i napadom na Irak. Iznenađni gospodarski uspon Kine koji je prilično umanjio cijene velikoga broja tvorničkih proizvoda također je naveo središnje bankare da se fokusiraju na borbu protiv deflacije što je rezultiralo dugoročno niskim kamatnim stopama. K tomu je sve veći trgovinski deficit SAD-a, uzrokovan snažnim dolarom i apetitom za jeftinim uvoznim proizvodima, američku valutu u sve većim količinama odlijevao u inozemstvo.

Primatelji tih silnih iznosa morali su na neki način plasirati sredstva. U početku su jednostavan izbor predstavljale američke državne obveznice – bile su sigurne i likvidne, iako nisu davale velike prinose. Nakon akumulacije stotina milijardi američkih dolara u državnim obveznicama niskih prinosa, ulagači su se počeli manje osvrutati na prednosti sigurnosti ulaganja, a u prvi plan sve je više počeo izbijati imperativ većih prinosa. Sekuritizirani hipotekarni krediti u obliku hipotekarnih vrijednosnica dizajniranih na Wall Streetu površinski su se činili vrlo atraktivnim alternativnim ulaganjem. Ulagačima su dotične vrijednosnice prikazivane kao vrlo sigurne – u najgorem slučaju, nešto ispod državnih obveznica na ljestvici sigurnosti, ali uz znatno veće prinose – što je samo po sebi trebalo služiti ulagačima kao upozorenje na skrive-nu prijetnju. Ipak, uz sve više i više dolara koje je potrebno investirati, potreba i potraga za većim prinosisima postajale su globalno sve rasprostranjenije i usklađenije. U tom su razdoblju ulagači već donekle postali

i indiferentni prema riziku koji su preuzimali te su objeručke prihvaćali sve sofisticiranije i kompleksnije hipotekarne i korporativne vrijednosnice.

Svijet financija prenerazio se kad su američki vlasnici nekretnina prestali otplaćivati hipotekarne kredite po do tada nezabilježeno visokim stopama. Neki su takvu situaciju usporedili s razdobljem sredine osamdesetih godina 20. stoljeća kada je rapidna ekspanzija kredita plasiranih u zemlje Latinske Amerike (financiranih prvenstveno izvorima iz sredstava dobivenih kroz naftu Bliskog istoka) doživjela propast. Učinci navedene financijske krize bili su dalekosežni, a za stabilizaciju gospodarstava regije trebalo je nešto više od jednoga desetljeća. Vrlo je malo stručnjaka moglo pretpostaviti da su drugorazredni hipotekarni krediti imali toliko zajedničkoga sa zajmovima usmjerenima zemljama u razvoju Latinske Amerike.

Vrlo uznemirujuće saznanje bilo je otkriće činjenice da su gubici proizašli iz drugorazrednih hipoteka u konačnici predstavljali vrlo lošu procjenu razine rizika koji su ulagači općenito preuzimali. Hipotekarna kriza iskristalizirala je ono što je zabrinjavalo mnoge sudionike tržišta kapitala: imovina svih klasa bila je precijenjena – od kineskih dionica do apartmana u Las Vegasu. Otapanje vrijednosti imovine počelo je novim procjenama rizika na financijskim tržištima i to od vrha prema dnu što je spustilo cijene praktički svih ulaganja, počevši od dionica pa do osiguranja. Taj je proces imao snažan utjecaj na svaki aspekt gospodarstva i gospodarskoga života – od troškova pokretanja novih poslova do vrijednosti sutrašnjih mirovina umirovljenika koji će to tek postati.

Zakonodavci i nadzorna tijela nisu razumjeli mane financijskoga sustava, a oni koji su i imali osjećaj da nešto nije u redu nisu imali dovoljno ovlasti da nešto poduzmu. Saveznu vladu, uključujući i Središnju banku, glavno nadzorno tijelo financijskoga sustava, obuzeo je zanos smanjenja regulacije. Time su se slomili zakonski i regulatorni okovi u kojima su financijske ustanove bile još od Velike gospodarske krize. Vjerovalo se da će tržišne sile nametnuti disciplinu. Ne trebaju nadzorna tijela korisnicima kredita govoriti koje kredite trebaju otplaćivati, a koje ne. Novoosmišljeni globalni standardi kapitala i agencije za dodjelu kreditnoga rejtinga zamijenit će disciplinu koju su uspostavljala nadzorna tijela.

Nakon što je došlo do masovnoga neotplaćivanja hipotekarnih kredita, zbunjujuća mješavina saveznih i državnih agencija koja je činila američku regulatornu strukturu nije nalazila pravi odgovor. Kada su se nadzorna tijela napokon oglasila vezano uz drugorazredne i druge vrste hipotekarnih kredita koji su se oteli kontroli, takav je način kreditiranja već bio na putu izumiranja. To što su nadzorna tijela govorila bilo je gotovo potpuno nevažno.

Ipak, čak i kombinacija manjkavoga financijskoga sustava, globalnih ulagača punih novca te blagih nadzornih tijela nije sama mogla dovesti do financijskoga šoka drugorazrednih hipotekarnih kredita. Ključni konačni sastojak bila je pretjerana samouvjerenost: uvjerenje da uobičajeni zakoni ekonomije i financija više ne vrijede. Sve uključene strane – kupci nekretnina, davatelji hipotekarnih kredita, građevinari, nadzorna tijela, agencije za dodjelu kreditnoga rejtinga, investicijski bankari, bankari središnje banke – svi su vjerovali da imaju bolju formulu, točniji model ili da će jednostavno imati više sreće od svojih prethodnika. Izgleda da tržište nekretnina u zamahu nije naučilo lekciju čak ni iz puknuća balona internetskih dionica koje se dogodilo samo nekoliko godina ranije. Vjerovali su da je situacija ovaj put uistinu drugačija. Iako su cijene nekretnina skočile mnogo brže od prihoda kućanstava i stanarina – baš kao što su i cijene internetskih tvrtki za sobom ostavile korporativne prihode – tržište je bilo uvjerenjeno da se, zbog niza razloga, nekretnine ne mogu uspoređivati s dionicama i da njihove cijene mogu doseći nebeske visine, a da nakon toga ne padnu na zemlju kao što je to bio slučaj s indeksima Dow i NASDAQ.

Nebeske cijene nekretnina išle su na ruku mnogim snovima i prikri-vale su mnoga zla. Domaćinstva kojima je dugo bio uskraćivan američki san napokon su vidjela način da ga ostvare. Iako je većina razmišljala izravno i razborito, previše je onih koji nisu. Zajmoprimci i zajmodavci implicitno su ili eksplicitno namještali zahtjeve za kredit i lagali u njima, a bilo kakvu grižnju savjesti ublažavali su vjerovanjem da će sve veća vrijednost nekretnina ionako sve dovesti na svoje mjesto. Sve više cijene nekretnina omogućit će njihovim vlasnicima da stalnim reprogramiranjem oslobađaju gotovinska sredstva dok im iznos otplate hipotekarnog kredita ostaje nizak. To je pogodovalo i zajmodavcima koji su izvlačili veće naknade. Investicijski bankari, osnaženi uzletom cijena nekretnina, izmislili su komplicirane i kompleksne vrijednosnice pomoću kojih je novac stalno utjecao u sve veća i jača tržišta nekretnina.

Na kraju se uspostavilo da je razlika između nekretnina i dionica mnogo manja nego što je tržište mislilo. Kućama se u mnogim zajednicama trgovalo kao dionicama, kupovalo se i prodavalo samo na račun špekulacije da će im cijena i dalje rasti. I građevinari su se preračunali kada su određivali broj potencijalnih kupaca novih nekretnina. Većina grešaka iz slučaja ispuhavanja balona internetskih dionica ponovila se i s balonom na tržištu nekretnina – a te su greške postale bolno očite kad je došlo do sloma i kraha. Tržište nekretnina upalo je u začarani krug u kojemu pad cijena nekretnina uzrokuje neotplaćivanje kredita i ovrhu, a neotplaćivanje kredita i ovrhe uzrokuju daljnje padanje cijena.

Vjerojatno nije slučajnost da se financijske krize pojavljuju svakih desetak godina. Naime, toliko je otprilike potrebno da bi kolektivna memorija oformljena tijekom prethodne krize pala u zaborav, a preveliko se samopouzdanje iznova pojavilo. Takvi su ciklusi zapravo odraz ljudske prirode. Budući su financijski šokovi zajamčeni.

Putem se pojavila i nekolicina koja je negodovala. Neki su na Wall Streetu i u bankama postajali sve nervozniji gledajući sve jaču stambenu eksploziju i sve veći stambeni balon. Ipak, bilo je teško suprotstaviti se struji: zarađivalo se previše novca i ako si kao bankar ili ulagač htio nastaviti s unosnim poslom u industriji, nije bilo izbora nego zanemariti upozoravajuće unutarnje glasove, a time i neugodan miris takvih ulaganja. Kako je i jedan izvršni direktor s Wall Streeta rekao neposredno prije sloma: „Dok god glazba svira, mora se ustati i plesati“. Nekoliko je vladinih službenika javno upućivalo na opasnosti, ali su njihovi apeli bili preslabi. Vjerojatno su na neki način bili sputani unutarnjim sumnjama ili su jednostavno krivo tempirali svoje nastupe. Možda je sama povijest financijskih kriza zahtijevala dramatičan i neizbježan dolazak hipotekarnoga financijskoga šoka da bi napokon dala do znanja da ni ovaj put nije ništa drugačije.

Osobno se ponosim što sam bio jedan od onih koji su upozoravali na probleme koji se razvijaju na stambenom i hipotekarnome tržištu, a i na širem financijskome tržištu, ali sam svoje sumnje iznio vrlo rano tako da sam do trenutka kada je tržište nekretnina posustalo i kada je nastupila financijska kriza već izgubio dio kredibiliteta. Svakako sam i ja pogrešno procijenio razmjere onoga što se s vremenom dogodilo. Očekivao sam pad cijena nekretnina i gubitke ulagača na Wall Streetu, ali nisam nikako predvidio da će se cijeli financijski sustav zapravo sruši-

ti i dovesti do najvećega globalnoga gospodarskoga pada još od Velike gospodarske krize tridesetih godina 20. stoljeća. Zapravo, kad sam završavao prvu verziju ove knjige, u srpnju 2008., zapisao sam sljedeće: „Ova je knjiga napisana oko godinu dana nakon što je došlo do financijskoga šoka i čini se da je najgora kriza prošla.” To je bilo nakon kolapsa Bear Stearnsa, ali prije novog niza fatalnih političkih pogrešaka, počevši s vladinim preuzimanjem tvrtki Fannie Mae i Freddie Mac te zajedničkom odlukom Bushove administracije i Središnje banke da dopusti stečaj tvrtke Lehman Brothers. Te i još neke pogreške pretvorile su ozbiljnu, ali ne i nemoguću, financijsku krizu u financijsku paniku koja se potpuno izmakla kontroli.

Svaka potpuna analiza kao i vrednovanje hipotekarnoga fijaska mora uzeti u obzir i dobro razmotriti ulogu agencija za dodjelu kreditnoga rejtinga. Kritičari tvrde da su metode i način poslovanja ovih tvrtki pridonijeli krizi, stvarajući privid sigurnosti egzotičnih vrijednosnica temeljenih na hipotekama. Drugi pak vide fatalne propuste u samim poslovnim modelima agencija za dodjelu kreditnoga rejtinga. Naime, agencije ocjenjuju stupanj rizika navedenih vrijednosnih papira, a ujedno ih izdavatelji tih istih vrijednosnica plaćaju za to ocjenjivanje. Tri tvrtke dominiraju globalnim sektorom dodjele rejtinga kreditnih vrijednosnica: Moody's, Standard & Poor's i Fitch. Tvrtku kojoj sam bio suosnivač tijekom 2005. kupila je tvrtka Moody's, a ja sam do danas ostao zaposlenik te tvrtke. Da bih izbjegao bilo kakvu sličnost sa situacijom koja slična sukob interesa, nisam imao nikakvog izbora nego ostaviti diskusiju i problematiku ovoga dijela hipotekarne krize drugima. Mišljenja izražena u ovoj knjizi isključivo su i jedino moja i ne predstavljaju stavove kompanije Moody's. Također je, za vas kao čitatelje, bitno znati da će prihodi od autorskih prava ove knjige biti donirani Reinvesticijskome fondu (TRF) iz Philadelphije. TRF ulaže u projekte gradova koji se nalaze u sjeveroistočnome dijelu SAD-a.

Razumijevanje samih korijena hipotekarnoga financijskoga šoka nužno je da bismo se bolje pripremili za sljedeću financijsku krizu. Kreatori politike moraju iskoristiti ovako odaslane poruke da bi ponovno procijenili adekvatnost regulatornog okvira koji nadzire financijski sustav. Središnja banka SAD-a (Fed) trebala bi razmisliti je li dosadašnja politika krajnjega nedjelovanja u situacijama kada nastaju baloni cijena imovine odgovarajuća. Bankari pak moraju izgraditi bolje sustave i

modele kojima procjenjuju rizik i upravljaju njime. Ulagači moraju biti spremni na nagle promjene cijena imovine koje će se događati i u budućnosti, a domaćinstva će se zato morati podsjetiti temeljnih financijskih načela kao što su štednja i diversifikacija portfelja.

Sljedeća financijska kriza u svakome slučaju vrlo vjerojatno neće biti potaknuta hipotekarnim kreditima, kreditnim karticama, rizičnim obveznicama ili čak egzotičnim vrijednosnim papirima. Vjerojatnije je da će iduća kriza biti na neki način povezana sa zastrašujućim izazovima fiskalnih promjena na saveznoj razini. SAD neumitno jedri ka rekordnim deficitima proračuna – bilo da je riječ o apsolutnom iznosu u američkim dolarima ili o udjelu u cjelokupnome gospodarstvu. Nadajmo se da će nam pouke hipotekarnoga financijskoga šoka poslužiti kao katalizator za suočavanje s teškim odlukama vezanim uz područje porezne politike i državne potrošnje. Te ćemo odluke morati donijeti zajednički i to vrlo uskoro. Globalni ulagači već su poprilično neskloni rastućem dugu SAD-a pa će čak i državna riznica, ako uskoro nešto ne promijeni, imati problema s pronalaženjem kupaca za sve obveznice koje će pokušati prodati.

Ova knjiga ne sadrži pregršt sočnih tajni financija; vjerojatno neće ni iznjedrili pretjerano dramatičnu priču. Cilj je ove knjige pokušati obrazložiti ovo razdoblje koje je složeno i zbunjujuće čak i profesionalnom ekonomistu s dvadesetpetogodišnjim iskustvom. Nadam se da će vam ova knjiga pomoći da bolje shvatite što se dogodilo i da će sama struktura i organizacija knjige pridonijeti lakšem čitanju. Unatoč tome što se gotovo svaki događaj čini najvažnijim kada je vrlo svjež, uvjeren sam da će se ovaj financijski šok izazvan hipotekarnom krizom smatrati najznačajnijim financijskim događajem u cijeloj našoj nacionalnoj ekonomskoj povijesti.