Uzroci globalne financijske i gospodarske krize 2007/2008. godine

Dedić, Duje

Master's thesis / Diplomski rad

2019

Degree Grantor / Ustanova koja je dodijelila akademski / stručni stupanj: **University of Split, Faculty of economics Split / Sveučilište u Splitu, Ekonomski fakultet**

Permanent link / Trajna poveznica: https://urn.nsk.hr/urn:nbn:hr:124:104311

Rights / Prava: In copyright / Zaštićeno autorskim pravom.

Download date / Datum preuzimanja: **2024-03-29**

Repository / Repozitorij:

REFST - Repository of Economics faculty in Split

zir.nsk.hr

UNIVERSITY OF SPLIT

dabar

DIGITALNI AKADEMSKI ARHIVI I REPOZITORIJI

SVEUČILIŠTE U SPLITU
EKONOMSKI FAKULTET

DIPLOMSKI RAD

Uzroci globalne financijske i gospodarske krize 2007/2008. godine

Mentor:
Izv. prof. dr. sc. Vladimir Šimić

Student:
Duje Dedić

Split, lipanj 2019

Sadržaj

1. UVOD 2
1.1. Problem istraživanja 2
1.2. Predmet istraživanja 4
1.3. Ciljevi istraživanja 4
1.4. Istraživačke hipoteze 4
1.5. Metode istraživanja 4
1.6. Doprinos istraživanja 5
1.7. Struktura diplomskog rada 5
2. TEORIJSKI OKVIRI OBJAŠNJENJA EKONOMSKIH KRIZA 6
2.1. Hayekova teorija nastajanja ekonomske krize 6
2.2. Keynesova teorija nastajanja ekonomske krize 7
2.3. Minskijeva teorija nastajanja ekonomske krize 10
3. UZROCI I TIJEK SVJETSKIH EKONOMSKIH KRIZA: 1929. GODINE I 2008. GODINE 12
3.1. Uzroci i tijek Svjetske ekonomske krize iz 1929. godine 13
3.2. Zakon o Federalnim rezervama 14
3.3. Svjetska financijska kriza iz 2008. 21
4. ANALIZA SLIČNOSTI I RAZLIKA UZROKA KRIZA IZ 1929. I 2008. 39
5. ZAKLJUČAK 45
Sažetak 48
Summary 48
Popis Grafikona, Slika, Tablica 53

1. UVOD

1.1. Problem istraživanja

„Globalna financijska kriza 21. stoljeća“ naziv je krize koja je nastala u Sjedinjenim Američkim Državama i potom se proširila na ostatak svijeta. Mnoštvo je pojavnih oblika kriza kroz povijest koje dijelimo prema generacijama kriza i/ili specifičnim oblicima nastanka. Problem je u tome što se fenomenološki oblici pojave kriza stalno mijenjaju te ih je teško predvidjeti. Spoznaje o uzrocima proteklih kriza ipak doprinose širenju znanja i predstavljaju fazu ka dizajniranju politika u cilju njihovog sprječavanja.

Financijska kriza predstavlja poremećaje u financijskom sustavu, koju najčešće prati pad vrijednosti imovine i nesolventnost poduzeća iz financijskog sektora[1]. Gospodarsku krizu pak možemo definirati kao fazu poslovnog ciklusa kada se zaustavlja gospodarski polet i naglo prelazi u opadanje, pri čemu dolazi do pretrpanosti tržišta neprodanom robom, pada cijena, pada cijene vrijednosnica, nelikvidnosti, rasta kamatne stope, masovnih stečajeva, zaustavljanja investicija, otpuštanja radnika, smanjenja korištenja postojećih proizvodnih kapaciteta. Izostaju prihodi od prodaje robe i usluga, razmjerno rastu fiksni troškovi poduzeća i zaduženost, a to dalje sužava gospodarsku djelatnost i mogućnost oporavka. To stvara velike društvene probleme, jer takva kriza pogađa istodobno većinu poduzeća, a negativni se efekti prenose na sve ekonomske subjekte i pogoršavaju opće stanje gospodarstva. Do koje dubine gospodarska djelatnost može opasti, ne može se unaprijed utvrditi, a to dodatno stvara atmosferu neizvjesnosti i straha te negativna očekivanja.

Financijski poremećaji prate sve gospodarske krize. Stoga se financijskim krizama uvijek pridavala velika pozornost. Osim što takve krize utječu na financijske tokove, one utječu i na stabilnost ekonomije nekog društva, ili ovisno o razmjerima financijske krize, utječu na stabilnost ekonomije cijelog svijeta.

Uzroci kriza mogu biti različiti (politički, financijski, prekidi trgovinskih tokova i sl.), ali pravilnost njihova pojavljivanja sugerira da u samom gospodarskom ustroju postoje čimbenici koji do toga redovito dovode. Krize se dovode u vezu s psihološkim čimbenicima, pogrešnim očekivanjima, dinamikom investicija, nedovoljnom potrošnjom, pogrešnom monetarnom politikom i sl..

Globalna financijska, gospodarska kriza proizašla je iz kombinacije neodržive globalne makroekonomske neravnoteže i strukturnih slabosti financijskog sektora u kontekstu

[1] The Law Dictionary: Financial Crisis, raspoloživo na www.thelawdictionary.org/financial-crisis/

prekomjerno ''labave'' monetarne politike, velike likvidnosti, rasta cijena aktive i rasta financijskih inovacija i globalizacije, uz slab regulacijski okvir i slabu kontrolu financijskog sektora i nefinancijskih institucija. Sve ovo je utjecalo na podcjenjivanje rizika od strane tržišnih sudionika i regulatora.

Možemo reći da je kriza počela puno prije, počevši od Azijske financijske krize iz 1997. godine, te se „stvarala" tijekom dugog niza godina.

Alan Greenspan, američki ekonomist koji je bio na čelu Fed-a odlučio je provesti ekspanzivne mjere monetarne politike niskih kamatnih stopa što su mnogi Amerikanci vidjeli kao priliku kupnje vlastitog doma[2]. Slijedom tih događaja dolazi do porasta cijena nekretnina u SAD-u zbog velike potražnje. Ekonomija je rasla, inflacija je bila mala te centralna banka nije imala razlog za podizanje kamatnih stopa. Tržište nekretnina u SAD-u doživljava veliki rast nakon 2001. godine. Jedan od glavnih razloga tome je smanjenje kamatne stope na 1%, te se u periodu od 2001. do 2005. godine smatra jednim od najsigurnijih tržišta za ulaganje. Investicijske kuće nezadovoljni niskim profitom kojeg su pružale tradicionalne metode investiranja, prvenstveno zbog niskih kamatnih stopa, kapital su počeli preusmjeravati prema rentabilnijim, ali i rizičnijim područjima. To je sve dovelo do stvaranja velikog „balona" koji će na kraju biti jedan od glavnih uzroka velike krize. Sama kriza po sebi imala je definiranu strukturu: prvobitni šok, potom slijedi euforija, rast profitabilnosti te na samom kraju panika (Škokić, 2015).

Nobelovac Joseph Stiglitz naglašava kako se tijekom Azijske financijske krize, diskutiralo o potrebi reformiranja globalnog financijskog sustava, kako bi se u budućnosti izbjegle nove krize većih razmjera (Stiglitz, 2010).

Hyman Philip Minsky, poznati američki ekonomist, tvorac je teze o „inherentnoj nestabilnosti kapitalističke ekonomije" vezane uz visoki stupanj financijalizacije. Prema njemu, tijekom prosperitetnih vremena investitori tendiraju preuzimati sve veći rizik, sve dok ga ne nagomilaju previše. Tada nastupa trenutak kada više nema sigurnog povratka: profit koji se ostvaruje od investicije više nije dovoljan za pokriće ogromnog duga koji ih tereti. Naglašavao je kako će to „vjerojatno dovesti do kolapsa vrijednosti imovine"[3].

Dakle, postoje različiti teorijski koncepti i analize uzroka krize. Stoga je vrijedno istražiti konkretne uzroke svjetske financijske krize s početka stoljeća.

[2] http://online.wsj.com/article/SB123672965066989281.html

[3] Wall Street Journal: In Time of Tumult, Obscure Economist Gains Currency; 18.08.2007. (dostupno na: http://online.wsj.com/article/SB118736585456901047.html)

1.2. Predmet istraživanja

Predmet istraživanja ovog rada je uzrok globalne financijske i gospodarske krize 2007/2008. godine koja je pogodila cijeli svijet. Kriza je krenula iz SAD-a i proširila se na cijeli svijet. Spoznaja i analiza uzroka krize od značajne je važnosti za prevenciju krize u budućnosti. Teorijski koncepti pomažu nam pri spoznaji najznačajnijih faktora koji dovode do krize.

1.3. Ciljevi istraživanja

Na temelju prezentiranog problema i predmeta istraživanja, možemo definirati temeljni cilj istraživanja: Analizirati i identificirati uzroke svjetske financijske krize 2007. / 2008.godine.

Pomoćni ciljevi koje želimo postići ovim istraživanjem su sljedeći:

- Analizirati i utvrditi pojedine faktore koji su doprinijeli pojavi krize
- Sistematizirati uzroke svjetske financijske krize
- Napraviti komparativnu analizu uzroka krize 2007. i 2008. godine sa velikom krizom 1929.godine
- Na temelju dobivenih rezultata istraživanja predložiti moguće mjere zaštite od budućih sličnih situacija

1.4. Istraživačke hipoteze

Na temelju opisanog problema i predmeta istraživanja te utvrđenih ciljeva istraživanja, postavljene su istraživačke hipoteze:

H1: Ekspanzivna monetarna politika FED-a jedan je od najznačajnijih uzroka globalne financijske krize

H2: Neadekvatan sustav financijske regulacije doprinio je pojavi krize

1.5. Metode istraživanja

Osim općih znanstvenih metoda istraživanja koje nam prvenstveno služe za kritičku analizu dostupne literature, u radu se koriste istraživanja adekvatne specifične statističke i empirijske metode istraživanja. Korištenjem raznih, teorijski identificiranih, indikatora te njihovom grafičkom prezentacijom prikazat će se nastanak i analiza kritičkih momenata razvitka krize.

1.6. Doprinos istraživanja

Doprinos rada treba prvenstveno sagledati kroz sistematizaciju i analizu uzroka krize. Jasna sistematizacija i analiza predstavljaju najbolji put ka utvrđivanju ranih indikatora pojave krize te politika za njeno sprječavanje.

1.7. Struktura diplomskog rada

Diplomski rad bit će podijeljen na četiri dijela koja uključuju uvodni dio, teorijsku i empirijsku analizu zadane teme te zaključak.

U prvom dijelu definirat će se problem i predmet istraživanja. Postavit će se istraživačke hipoteze uz definiranje istraživačkih metoda i ciljeva koji se nastoje ostvariti istraživanjem.

U drugom dijelu daje se prikaz najvažnijih teorijskih okvira sagledavanja kriza. Naglasak je stavljen na keynesijanske pristupe u tretiranju istih.

U trećem dijelu prikazat će se uzroci i tijek svjetskih ekonomskih kriza iz 1929. godine i 2008. godine.

U posljednjem dijelu prikazat će se sličnosti i razlike između dvije svjetske krize, te njihova poveznica s teorijskim osnovama te ćemo donijeti zaključak na temelju provedenog istraživanja.

2. TEORIJSKI OKVIRI OBJAŠNJENJA EKONOMSKIH KRIZA

U drugom dijelu rada analiziraju se uzroci nastanka ekonomskih kriza, tj. odgovara na pitanje: zašto ekonomija ima cikličke fluktuacije? U tu svrhu obrazlažu se stavovi Hayeka, Keynesa te u njegovoj tradiciji Mynskog. Hayekova teorija nastajanja ekonomske krize, naglašava monetarne čimbenike i trgovinske cikluse, te se proces nastanka ekonomske krize sagledava kroz utjecaj kamatne stope. Keynesova teorija nastajanja ekonomske krize govori o važnosti koncepta granične efikasnosti kapitala, te kako se smanjivanjem njezine vrijednosti povećava preferencija za likvidnošću i kamatna stopa. Marxov doprinos razumijevanju nastanka ekonomskih kriza, naglašava važnost stvaranja i oplođivanja viška vrijednosti i zakon tendencijskog opadanja profitne stope.

2.1. Hayekova teorija nastajanja ekonomske krize

Prema djelu švedskoga ekonomista Knuta Wicksella kapitalizam mora imati određene cikluse. Razlog nastajanja tih ciklusa jest razlika između tržišne kamatne stope i „prirodne“ kamatne stope. Ukoliko su one jednake postoji ekvilibrij, no ukoliko nisu jednake, tj. ukoliko je tržišna stopa niža od „prirodne“ nastaje kumulativni uspon u gospodarstvu. Ludwig von Mises nadogradio je tu teoriju s aspekta bankarstva, odnosno kako bankari odobravaju kredite ovisno o brzini povrata određenog projekta. Prema tome postoje oni projekti koji donose brzi povrat i oni koji donose spori povrat. Ukoliko je tržišna kamatna stopa niža od prirodne kamatne stope, bankari kreditiraju one projekte koji imaju spori povrat od investiranja (Desai, 2010).

Prema Hayeku što je duži rok proizvodnje time je i tehnologija produktivnija (pod pretpostavkom da se štednja uvijek povećava i na taj način dopušta tehnologiji da postaje produktivnija). Na taj se način u ekonomiji proizvodnja seli iz kratkih procesa proizvodnje u duge procese proizvodnje. Problem nastaje u činjenici da duga proizvodnja uzima resurse iz kratke proizvodnje, no bez ikakvog stvorenog outputa, što za kratku ekonomiju znači sljedeće: cijene njihovih dobara rastu s obzirom da duga proizvodnja još uvijek nije proizvela output. S rastom inflacije nastaje panika, te odjednom tržišna kamatna stopa je viša od prirodne. Svi duži projekti su nedovršeni jer u gospodarstvu više nema novaca da ih se nastavi financirati, a kratki projekti također se ne mogu dovršiti jer nemaju resursa koji su bili usmjereni na duge projekte (Desai, 2010).

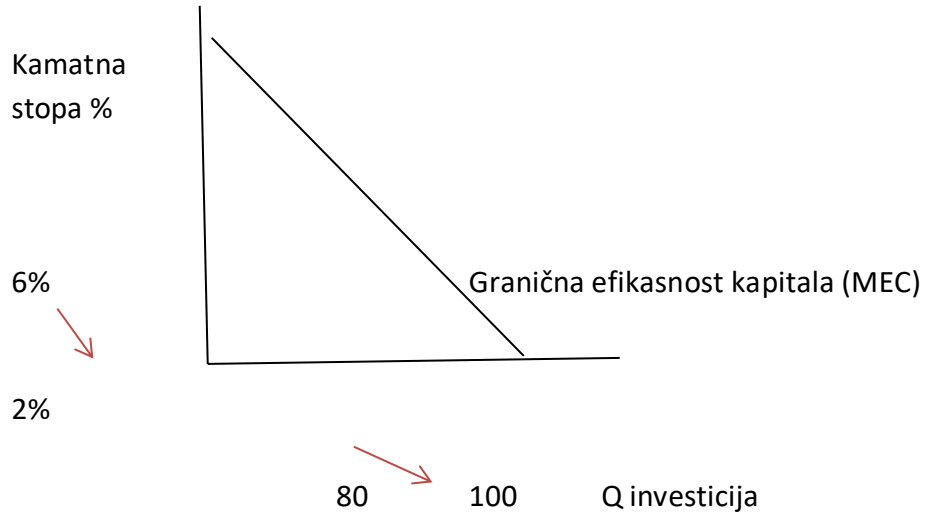
Prema teoriji Ludwiga von Misesa cikličke promjene koje utječu na uvjete poslovanja poduzeća uvjetovane su zbog umjetnog smanjivanja kamatne stope na kredite kroz poslovne politike banaka. Banke odobravaju sve veći broj kredita kroz izdavanje ili stvaranje fiducijarnih medija (novčanice ili čekovi koji nisu pokriveni 100% zlatom). Zaključuje se da je razlog zašto gospodarski razvoj ima „valoviti uzorak" intervencija banaka kroz njezine politike kamatnih stopa (Mises, 2006).

Smanjivanje kamatne stope ispod normalne kamatne stope često se sprovodi kako bi se ostvario ekonomski rast. Upravo povećanim izdavanjem bankovnih kredita taj cilj se može najbrže ostvariti. Zaista na početku provođenja takve politike, ekonomija je u uzletu i poduzeća bolje posluju, no taj prvobitni poticajni utjecaj ne traje zauvijek i sve ono što je stvoreno njime poslije nestaje (Mises, 2006). No, takva politika banaka ne može trajati zauvijek i inflacija raste kroz buduća razdoblja, stanovništvo očekuje daljnji rast cijena.
Takva bankovna politika se napušta prije nego li što nastupi kritična točka. Ukoliko se takva politika napusti ranije manje su posljedice za gospodarstvo. Razlog nastajanja cikličkih fluktuacija u ekonomiji je upravo smanjivanje kamatne stope ispod normalne kamatne stope odnosno monetarni faktor- pretjerana kreacija novca i kredita.

2.2. Keynesova teorija nastajanja ekonomske krize

John Maynard Keynes temelji svoju teoriju na važnosti granične efikasnosti kapitala pri čemu definira ovaj pojam u okvirima očekivanog prinosa i trenutne cijene ponude kapitalne imovine. To je zapravo jednako onoj diskontnoj stopi, koja bi sadašnju vrijednost niza anuiteta dobivenih od očekivanih povrata kapitalne imovine tijekom životnog ciklusa te imovine, izjednačila s cijenom ponude kapitalne imovine. Ukoliko dođe do porasta investicija na bilo koju vrstu kapitala, granična efikasnost će se smanjiti, djelomično iz razloga što će se smanjiti očekivani prinos (jer će se povećati ponuda tog kapitala). (Keynes, 1936)

Grafikon 1: Granična efikasnost kapitala

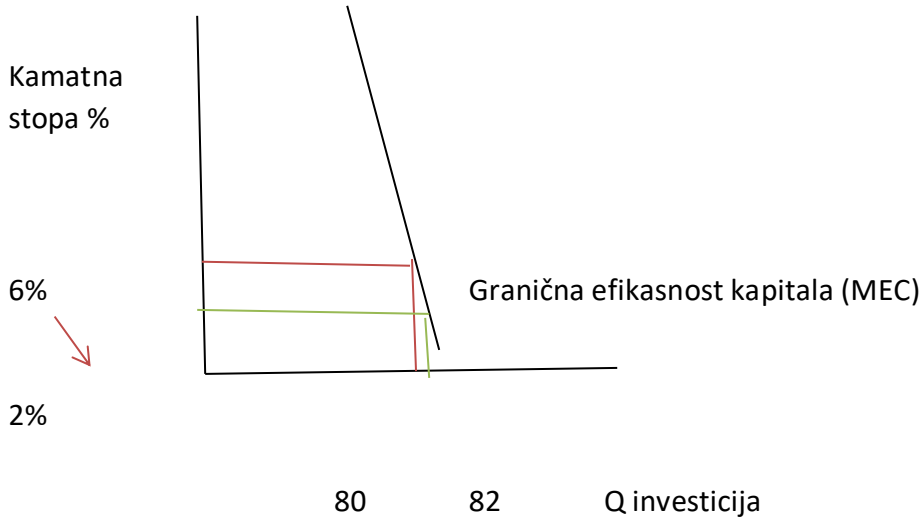


Izvor: Izrada autora prema (Pettingera, 2016).

Na grafikonu 1. prikazuje se kako na investicije utječe MEC i kamatna stopa. Smanjivanje kamatne stope dovodi do povećanog broja investicija. Uzme li se za primjer da kamatna stopa iznosi 2% tada i očekivani prinos mora iznositi najmanje 2% kako bi investicija bila opravdana, profitabilna. U suprotnom da iznosi manje od kamatne stope, poduzeću bi bilo bolje štedjeti novac, nego li ga ulagati (Pettinger, 2016).

Postoji ipak jedna situacija u kojoj promjena kamatne stope, točnije njezino spuštanje neće povećati količinu investicija. Ukoliko se radi o zamki likvidnosti takvo smanjenje neće povećati broj investicija. Ovdje veliku ulogu imaju očekivanja. Ukoliko poduzeća očekuju da budući prinosi neće biti veliki, onda neće niti investirati. Ovaj slučaj prikazan je na grafikonu 2 pod nazivom Zamka likvidnosti (Pettinger, 2016).

Grafikon 2: Zamka likvidnosti



Izvor: izrada autora prema (Pettingera, 2016).

Kao što je prikazano na grafikonu 2, smanjenje kamatne stope sa 6% na 2% dovelo je do minornog povećanja broja investicija, od 80 do 82, što ukazuje da je potražnja za investicijama u ovom slučaju jako neelastična (Pettinger, 2016).

Na graničnu efikasnost kapitala mogu utjecati sljedeći čimbenici: trošak kapitala (što je kapital jeftini, investicije postaju atraktivnije), tehnološki napredci (poboljšanja u tehnologiji također će povećati investicije), očekivanja investitora (ovo je vrlo značajni utjecaj na investicije, ukoliko su investitori optimistično raspoloženi više će i ulagati, jer vjeruju da će u budućnosti ostvariti veći prinos, no ukoliko vlada pesimizam među investitorima, bez obzira koliko niska kamatna stopa bila, ulaganja neće biti), dostupnost financijskih sredstava (ukoliko banke lakše odobravaju kredite, investicije će shodno tome rasti), potražnja za dobrima (veća potražnja za dobrima znači i povećanje profitabilnosti kapitalnih investiranja) i porezna stopa (veća porezna stopa smanjuje investicije). (Pettinger, 2016)

Ono što Keynes predlaže u svojoj teoriji jest da razlog nastajanja kriza leži u naglom smanjenju granične efikasnosti kapitala. Onda kada je ekonomija u uzlazu karakteriziraju je optimistična očekivanja za buduće prinose na kapitalna dobra, što uzrokuje sve veću ponudu takvih dobara i povećava njihove troškove proizvodnje i vrlo vjerojatno povećava kamatnu stopu.

Kada nastupa neizvjesnost, smanjivanje granične efikasnosti kapitala, povećane preferencije za likvidnošću (koja nastupa nakon smanjivanje MEC-a) i povećavanjem kamatnih stopa. Nadalje kako bi se ekonomija oporavila spuštanje kamatnih stopa ne bi pretjerano utjecalo na poboljšanje situacije (monetarni autoritet ovdje nije dovoljan), već psihološki aspekt ima veći utjecaj, zapravo povratak povjerenja ponovno će oživjeti graničnu efikasnost kapitala (Keynes 1936).

Keynes predlaže da se za vrijeme uspona, a kako bi se izbjegla kriza, nametnu visoke kamatne stope, što bi reguliralo broj investicija. Ukoliko se broj investicija ograniči, tj. ne dođe do naglog porasta investicija, to neće dovesti do smanjenja granične efikasnosti kapitala. Upravo situacija u kojoj postoji toliko kapitala da društvo nema od njega više toliko koristi. (Keynes, 1936).

2.3. Minskijeva teorija nastajanja ekonomske krize

Mnogi su teoretičari slijedili Keynesa u promatranju da odnos između ulaganja i štednje može dovesti do ciklusa. Nadalje, Keynesovo zapažanje da će ekonomski subjekti smanjiti likvidnost u razdobljima ekonomskog rasta i rastuće vrijednosti imovine, ukazuje na financijski izvor cikličke fluktuacije. To je definitivno izlagao Hisman Minsky (1975). Pokazao je da kao što se očekivanja mijenjaju u odnosu na stanje poslovnog ciklusa, bilančni odnosi također se sustavno razvijaju tijekom ciklusa. U početku, bilance su robusne jer se sredstva konzervativno određuju i obveze prema drugima su skromne; ali u tijeku faze proširenja, cijene imovine rastu i teret duga raste sve dok obveze ne nadmaše povrat imovine i dođe do pada. Ekonomija postaje sve financijski krhkija jer se ekspanzija nastavlja, što dovodi do toga da se na kraju doseže razdoblje financijske nestabilnosti: vrijednosti imovine opada, a može se pokrenuti ciklus deflacije duga. Kad se dogodila financijska kriza 2008. godine mnogi komentatori nazvali su to "Minsky kriza" ili "Minsky trenutak", prepoznajući rad Minskija koji je razvio "hipotezu financijske nestabilnosti" koja opisuje transformaciju gospodarstva od „robusne“ financijske strukture do „krhke“. "Dobra vremena" potaknula bi sve veće preuzimanje rizika radi ostvarivanja većeg profita, a rastuća nestabilnost bila bi potaknuta ako bi se financijske krize riješile brzom državnom intervencijom. Prema Minskijevoj teoriji, financijska tržišta mogu stvarati unutarnje sile, čija su posljedica razdoblja kreditne ekspanzije i inflacije cijena imovine, nakon čega slijede valovi kontrakcije i deflacije cijena imovine. Implikacije su da financijska tržišta nisu stabilna te ne vode optimalnoj alokaciji resursa. Minskyjeva teorija bavi se problemom identificiranja destabilizirajućih sila inherentnih financijskim tržištima, sila koje nastaju u

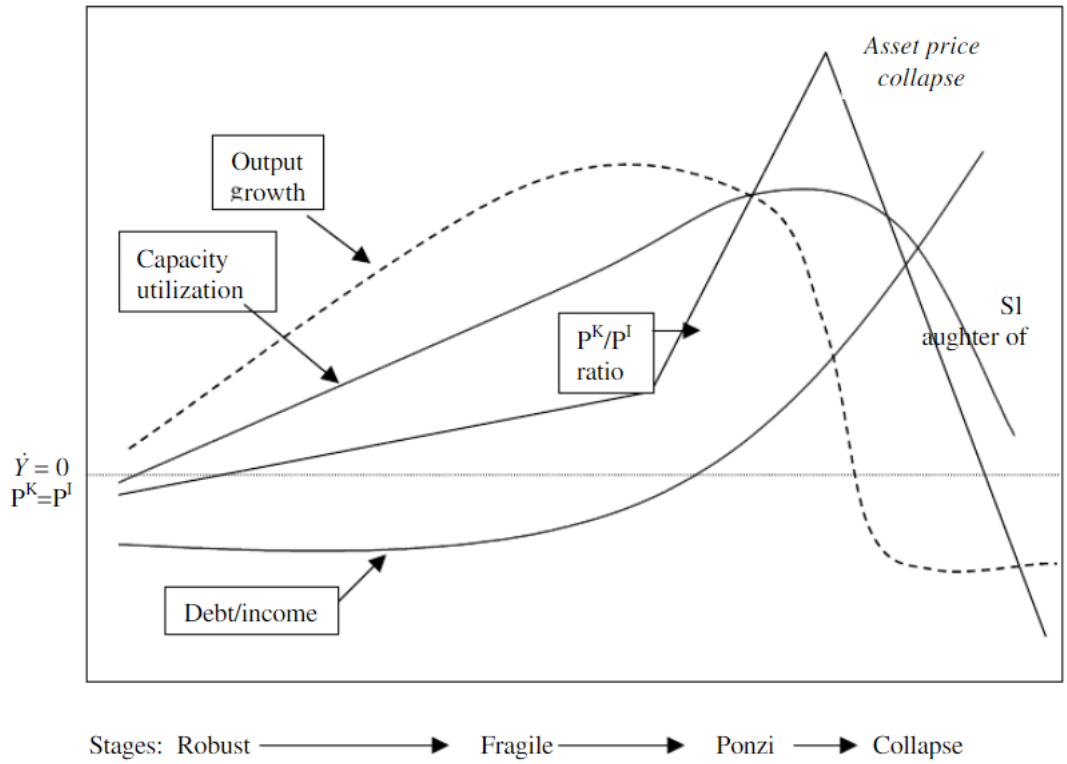
bankarskom sustavu i šire u procesu stvaranja kredita. Tvrdio je kako je nestabilnost urođena i neizbježna mana kapitalizma. Argumentirao je tezu na veoma jednostavan način tijekom prosperitetnih vremena investitori tendiraju preuzimati sve veći rizik, sve dok ga ne nagomilaju previše. Tada nastupa trenutak kada više nema sigurnog povratka: profit koji se ostvaruje od investicije više nije dovoljan za pokriće ogromnog duga koji ih tereti. (Minsky,1986)

Kao što je Minsky ustrajavao, "stabilnost destabilizira"[4] - a to savršeno opisuju posljednjih nekoliko desetljeća iskustva SAD-a, tijekom kojih su financijske krize postajale sve češće i sve teže. Nakon krize dot.com, vjerovalo se da je u Sjedinjenim Američkim Državama zaživjela nova "Velika Umjerenost", što je onemogućilo ozbiljne krize. (Bernanke, 2004.)

U Minskovom modelu, razvoj bilance tijekom ciklusa bio bi popraćen cikličkim obrascem u odnosu između cijena na tržištu dionica i cijena proizvodnih troškova kapitalne imovine, što on označava s P^K i P^L odnosno, Minsky tvrdi da, dok se nastavlja razdoblje buma, pojavljuje mjehur imovine: konkretno, mjehur imovine nastaje kada je omjer(P^K/P^L) povećan kroz dugi vremenski period. Slika 1: daje shematski prikaz krize po Minskiyu.

[4] Ono što Minsky time podrazumijeva jest da prividna stabilnost potiče više preuzimanja rizika od strane investitora, financijskih institucija i poduzetnika. Oni imaju tendenciju posuđivati više u odnosu na očekivane prihode i inovirati s rizičnijim financijskim instrumentima. Sve to povećava financijsku krhkost i time povećava nestabilnost.

Slika 1: Shematski prikaz krize po Minsky-iju.



Izvor: (Minsky, 1986)

Minsky naglašava ključnu ulogu mjehura imovine u cikličkim fluktuacijama. Brz tempo rasta proizvodnje na kraju iscrpljuje industrijske kapacitete i prisiljava tvrtke da preuzmu dug kako bi proširili proizvodnju. Kombinacija euforičnih očekivanja i konkurentskog pritiska istodobno povećava omjere duga / prihoda i cijene imovine; poluga se nagrađuje. Kada dođe do kolapsa, dolazi brzo.

3. UZROCI I TIJEK SVJETSKIH EKONOMSKIH KRIZA: 1929. GODINE I 2008. GODINE

U ovom dijelu daje se komparativna analiza ekonomskih kriza iz 1929. i 2008. godine. Analizira se kretanje gospodarstva prije nastanka krize, što je sve uzrokovalo stvaranje kriza te

odgovori na njih. Postavlja se pitanje koliko analiza krize iz 1929. godine može pomoći u razumijevanju suvremene krize te instrumenata za njeno nadilaženje?

3.1. Uzroci i tijek Svjetske ekonomske krize iz 1929. godine

Velika ekonomska kriza koja je započela s krahom Njujorške burze na datum 29.10.1929. imala je svoje začetke godinama prije toga. Današnji ekonomisti i povjesničari ne mogu sa sto postotnom sigurnošću ukazati na točne uzroke ove ekonomske krize. No, postoji suglasnost oko nekih najvažnijih uzroka (McElvaine, 2004).

Što je sve pridonijelo takvom silovitom padu kako američkog tako i svjetskog gospodarstva, treba sagledati ponajprije u vremenskom razdoblju prije nastanka krize:

1. Prvi svjetski rat je svakako utjecao na ekonomiju zemalja koje su bile zahvaćene ratom, ali i onih koje nisu bile izravno zahvaćene ratom. Tako na primjer, porasla je potražnja za američkim poljoprivrednim proizvodima (osobito na europskom kontinentu, s obzirom na to da je Europa bila uništena). Američki farmeri su zbog povećane potražnje morali povećati svoju proizvodnju, a kako bi to ostvarili bili su im potrebni novi strojevi ali i veća obradiva površina zemlje. Kako bi zadovoljili novu potražnju, američki farmeri morali su uzimati kredite. Nakon oporavka europskih zemalja, potražnja za američkim poljoprivrednim proizvodima naglo je pala, što je uzrokovalo recesiju u SAD-u u trajanju od 1920-1921.
2. Rat je također utjecao na međunarodne financije. SAD je postao najveći svjetski davatelj kredita. SAD je preuzeo vodeće mjesto koje je do tada imala Velika Britanija, kao najveći svjetski „bankar i kreditor“ (McElvaine, 2004).
3. Također način života početkom dvadesetih godina prošlog stoljeća, počinje se mijenjati. Dostupnost električne energije povećala je kupnju tada luksuznih proizvoda poput hladnjaka, radija, perilica rublja i slično.[5] Stopa nezaposlenosti 1920-ih bila je vrlo niska, no i plaće su također bile niske. Vrlo mali postotak ljudi u ono vrijeme je moglo

[5] Stanovništvo je počelo više trošiti, te se polako gubila tradicionalna misao o štednji. Do 1929. godine 15% od sveukupne kupnje u SAD bilo je na kredit. Amerikanci su uz nove proizvode uspjeli uštedjeti na vremenu i odjednom su ga mogli trošiti na nove načine uživanja u životu. Porasla je kupnja automobila (ponovno na kredit). Moglo bi se zaključiti da je razdoblje dvadesetih godina prošloga stoljeća vrijeme kada su stanovnici SAD-a naučili kako živjeti (Lange, 2007).

kupiti nešto gotovinom. To ponovno ukazuje da je kupnja na kredit bila neizbježna. Već spomenuti primjer američkih farmera, može se ponovno upotrijebiti u ovom kontekstu. Kako je rasla produktivnost europskih farmera, američki farmeri imali su prevelike dugove koje nisu mogli otplaćivati. Banke su kao vlasnici tih površina, pokušali dalje prodati tu zemlju, no tada potražnja za takvom zemljom gdje raste plod koji nitko ne potražuje, jednostavno nije postojala (Lange, 2007).

4. Na zaposlenost stanovništva također je utjecala tehnologija, odnosno njezin razvoj. Na početku dvadesetih godina prošlog stoljeća razvoj nove tehnologije svakako je značio poticaj ekonomiji. No sa sve bržom proizvodnjom stvarale su se veće zalihe proizvoda za koje je kupnja još uvijek bila prespora. Sve je to dovelo do povećanog otpuštanja radnika i time povećavanjem stope nezaposlenih (McElvaine, 2004).
5. Veliki problem 1920-ih godina bilo je kupovina dionica na kredit. Investitori su smatrali da će cijene dionica nastaviti rasti i da će ih moći prodati i time vratiti dug i ostvariti kapitalni dobitak. Tada se ulagalo u poznata poduzeća General Motors, DuPont, RCA (Lange, 2007). Vlada nije pretjerano regulirala rad burzi. Ponekada bi Federal Reserve Board utjecala na investicije podizanjem kamatne stope. Na taj način bi kreditiranje postalo skuplje i time obeshrabrilo stanovništvo da kupuju dionice (Lange, 2007).

3.2. Zakon o Federalnim rezervama

Zakon o Federalnim rezervama iz 1913. godine utemeljio je Sustav federalnih rezervi kao središnju banku Sjedinjenih Država kako bi zemlji osigurao sigurniji, fleksibilniji i stabilniji monetarni i financijski sustav. Zakon određuje svrhu, strukturu i funkcije Sustava te opisuje aspekte svog djelovanja i odgovornosti. Sustav federalnih rezervi obavlja funkcije promicanja američkog gospodarstva i, općenitije, javnog interesa.[6] FED "predstavlja " privatnu instituciju ovlaštenu za regulaciju i kontrolu financijskih institucija i tržišta u Sjedinjenim Američkim Državama.

[6] **Provodi nacionalnu monetarnu politiku** kojom promovira maksimalnu zaposlenost, stabilne cijene i umjerene dugoročne kamatne stope u američkoj ekonomiji; **promovira stabilnost financijskog sustava** i nastoji minimizirati i sadržavati sustavne rizike aktivnim praćenjem i angažmanom u SAD-u i inozemstvu; **promiče sigurnost i ispravnost pojedinih financijskih institucija** i prati njihov utjecaj na financijski sustav u cjelini; **potiče sigurnost i učinkovitost sustava plaćanja i poravnanja** kroz usluge bankarskoj industriji i američkoj vladi koja olakšava transakcije i plaćanja u američkim dolarima; **promovira zaštitu potrošača i razvoj zajednice** kroz nadzor i ispitivanje potrošača, istraživanje i analizu novih problema i trendova potrošača, aktivnosti u gospodarstvu zajednice i upravljanje potrošačkim zakonima i propisima.
Board of Governors of the Federal Reserve System. Structure of the Federal Reserve System. Dostupno na: https://www.federalreserve.gov/aboutthefed/structure-federal-reserve-system.htm (pristupljeno 10.05.2019.).

FOMC je tijelo Federalnog sustava rezervi koji formira nacionalnu monetarnu politiku. Donosi sve odluke vezane uz provođenje operacija na otvorenom tržištu koje utječu na stopu federalnih sredstava, veličinu i sastav sredstava Federacije te komunikacije s javnošću o budućem tijeku monetarne politike[7]. FOMC je zadužen za nadzor "operacija na otvorenom tržištu", glavni alat kojim Federalni fond provodi američku monetarnu politiku. Te operacije utječu na stopu federalnih sredstava, što zauzvrat utječe na ukupne monetarne i kreditne uvjete, agregatnu potražnju i cjelokupno gospodarstvo[8]. Zakon o Federalnim rezervama iz 1913. godine ovlastio je federalne rezerve za uspostavu monetarne politike. Federalne rezerve kontroliraju tri alata monetarne politike - operacije na otvorenom tržištu, diskontnu stopu i obveznu pričuvu. Odbor guvernera Sustava federalnih rezervi odgovoran je za diskontnu stopu i obveznu pričuvu, a Savezni trgovački centar odgovoran je za operacije na otvorenom tržištu. Federalne rezerve utječu na potražnju i opskrbu stanja koje depozitne institucije imaju kod Federalne banke rezervi i na taj način mijenjaju stopu federalnih sredstava. Stopa federalnih sredstava je kamatna stopa kod koje depozitarne institucije preko noći posuđuju salda u Federalnim rezervama drugim depozitnim institucijama. Promjene u stopama saveznih fondova pokreću niz događaja koji utječu na druge kratkoročne kamatne stope, devizne tečajeve, dugoročne kamatne stope, iznos novca i kredita, te u konačnici, niz ekonomskih varijabli, uključujući zapošljavanje, output i cijene dobara i usluga[9].

Federalne rezerve provode nacionalnu monetarnu politiku upravljajući razinom kratkoročnih kamatnih stopa i utjecajem na dostupnost i trošak kredita u gospodarstvu. Monetarna politika izravno utječe na kamatne stope, a ona neizravno utječe na cijene dionica, bogatstvo i tečajne liste. Kroz ove kanale, monetarna politika utječe na potrošnju, ulaganja, proizvodnju, zaposlenost i inflaciju u SAD-u. Ciljevi monetarne politike FED-a su napisani u Zakonu o Federalnim rezervama, koji određuje da se Upravni odbor i Odbor za operacije na otvorenom tržištu treba zalagati za[10]

- Maksimalnu zaposlenost,
- Stabilne cijene,
- Umjerene dugoročne kamatne stope.

[7] Board of Governors of the Federal Reserve System. Structure of the Federal Reserve System. Dostupno na: https://www.federalreserve.gov/aboutthefed/structure-federal-open-market-committee.htm (pristupljeno 10.05.2019.).

[8] Board of Governors of the Federal Reserve System. Structure of the Federal Reserve System. Dostupno na: https://www.federalreserve.gov/aboutthefed/structure-federal-open-market-committee.htm (pristupljeno 10.05.2019.).

[9] Board of Governors of the Federal Reserve System. Federal Open Market Committee. Dostupno na: https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/fomc.htm (pristupljeno 22.09.2017.).

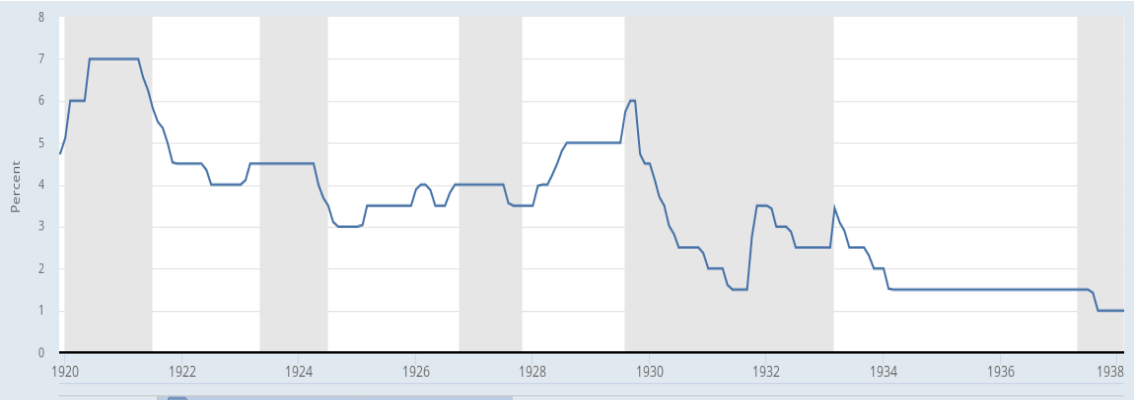
[10] Board of Governors of the Federal Reserve System. Purposes & Functions, Conducting Monetary Policy. Dostupno na: https://www.federalreserve.gov/aboutthefed/files/pf_3.pdf (pristupljeno 10.05.2019.)

Instrumenti monetarne politike FED-a su:[11]

- **Obvezna rezerva** - iznos sredstava koje depozitna institucija mora držati u rezervi u odnosu na specificirane obveze depozita. Odbor guvernera ima isključivo ovlasti nad promjenama obvezne pričuve, u granicama utvrđenim zakonom. Depozitarne institucije moraju držati rezerve u obliku gotovine ili depozita kod Federalne Rezervne Banke.
- **Diskontna stopa** - to je kamatna stopa kojom se poslovne banke i druge depozitne institucije terete za zajmove koje dobivaju od kreditne institucije Federalnog rezervnog fonda - popust. Federalne Rezervne Banke nude tri programa popusta za depozitne institucije: primarni kredit, sekundarni kredit i sezonski kredit, svaki s vlastitom kamatnom stopom. Svi zajmovi s odobrenim popustom su potpuno osigurani.
- **Operacije otvorenog tržišta** - predstavljaju kupnju i prodaju vrijednosnih papira na otvorenom tržištu od strane središnje banke. Ključni su instrumenti koji Federalni fond koristi u provedbi monetarne politike. Kratkoročni cilj za operacije na otvorenom tržištu određuje FOMC.

Tijekom velike krize tridesetih godina 20. stoljeća uloga šokova agregatne potražnje bila je odlučujuća, kako za njezino pokretanje, tako i za njegovo produbljivanje. Među šokovima agregatne potražnje istaknuti su monetarni šokovi. Naime, nedvojbeno je da novčana masa, dohodak i cijene rastu u razdoblju ekonomske ekspanzije, odnosno padaju u razdoblja ekonomske kontrakcije, međutim, uzročnost između tih kretanja još nije određena. U razdoblju prije početka gospodarske krize monetarne su vlasti bile zaokupljene procvatom koji se događao na tržištu dionica. S jedne strane, federalne rezerve htjele su ograničiti špekulante, prije svega podizanjem kamatnih stopa.

Grafikon 3: Kretanje diskontne stope u SAD-u od 1920 - 1938



Izvor: FRED Economic Data, (2012)

Godine 1929. diskontna stopa je iznosila 6%, a zatim je vidljiv njezin pad do 1931. kada je iznosila 1,50%. Od početka 1920. pa do 1929. zamjetan je volatilan trend kretanja, što može ukazivati na to da se u pojedinim razdobljima htjelo ograničiti investiranje. Cijene dionica

[11] Board of Governors of the Federal Reserve System. Policy Tools. Dostupno na: https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/policytools.htm (pristupljeno 10.05.2019.).

dosegle su svoj vrhunac 3.9.1929. godine. Ono što je uslijedilo bio je pad burze, a zatim ostatka ekonomije (Lange, 2007).

Pad vrijednosti dionica na njujorškoj burzi 29.10.1929. ostao je zapamćen pod nazivom Crni utorak. Vijesti o padanju vrijednosti dionica brzo su se proširile gradom, a ono što je zavladalo na Wall Streetu bio je potpuni kaos. Do tog trenutka brojni su ljudi kupovali dionice na Wall Street-u međutim od tog dana jedina vrsta transakcije koja se odvijala bila je prodaja, prodaja i samo prodaja dionica.

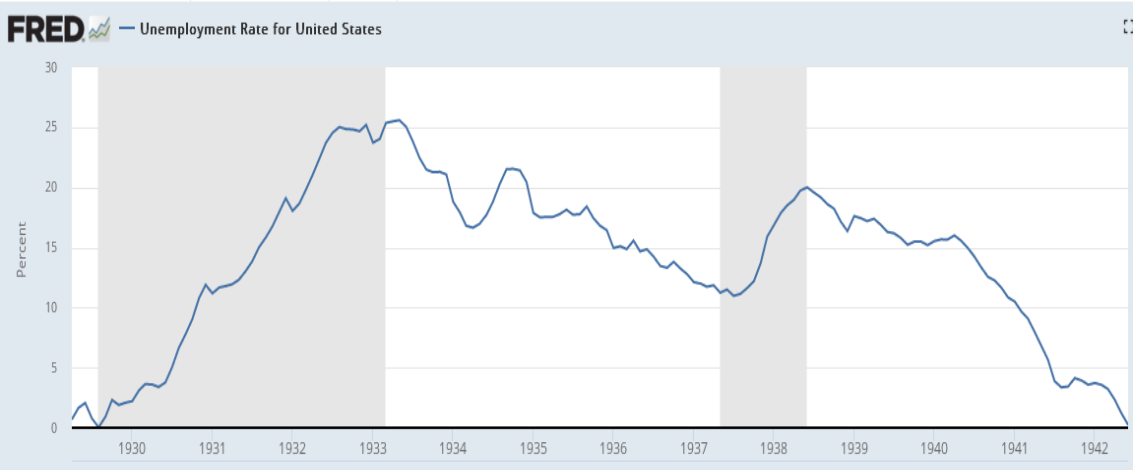
Grafikon 4: Kretanje Dow Jones indexa od 1929. do 1932.



Izvor: Macrotrends, (2018)

Trendovi u nadolazećim godinama bili su negativni u svim makroekonomskim pokazateljima, što će se prikazati na idućim grafikonima. Ponajprije treba spomenuti nagli porast stope nezaposlenosti u nadolazećem razdoblju, uz porast nezaposlenosti padale su i plaće. Velika ekonomska kriza utjecala je direktno na živote od 3.000.000 Amerikanaca (Lange, 2007).

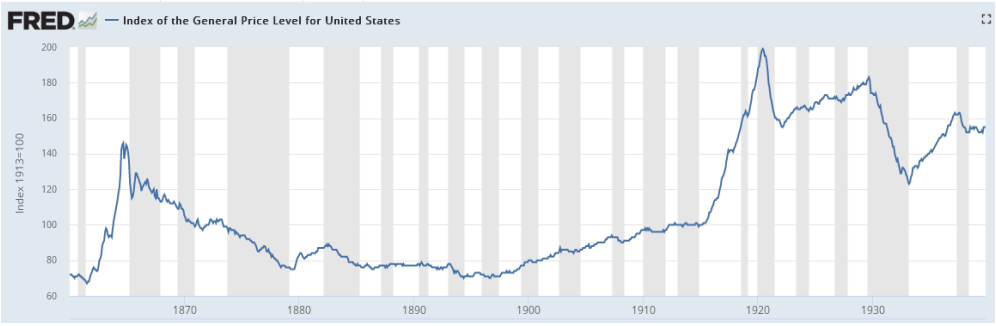
Grafikon 5: Kretanje stope nezaposlenosti u SAD-u od 1929. – 1942.



Izvor: FRED Economic Data, (2012)

Zbog prevelike nezaposlenosti u zemlji stanovništvo je zapalo u velike financijske probleme. Kako bi preživjeli bili su prisiljeni prodavati svoj nakit, pokućstvo, sve ono što je imalo ikakvu vrijednost. Poslovni subjekti su kako bi potaknuli kupnju počeli spuštati cijene svojih proizvoda. (Lange, 2007).

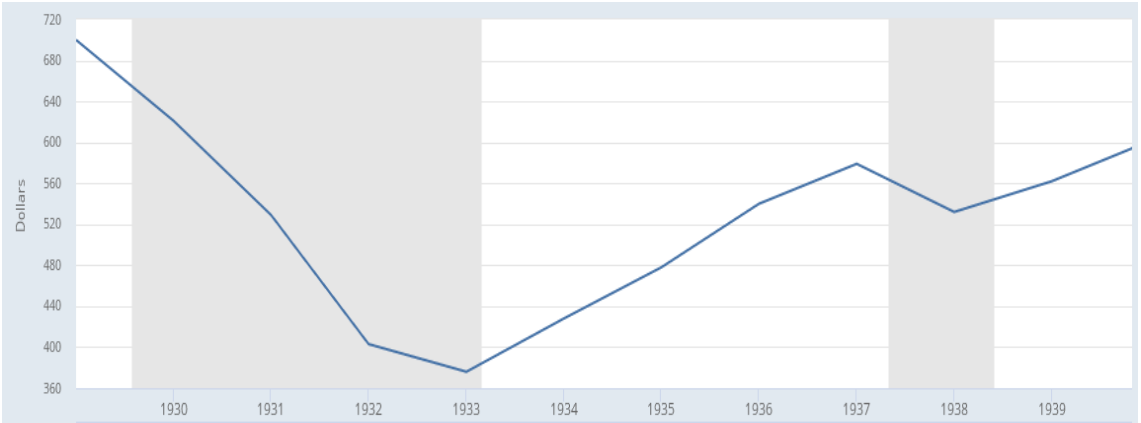
Grafikon 6: Kretanje indeksa općeg nivoa cijena u SAD-u od 1860.-1939 .



Izvor: FRED Economic Data, (2012)

Jedna od komponenti ovog indeksa su i cijene vrijednosnih papira. S tog aspekta može se ponovno zaključiti kako su u periodu 1920ih cijene dionica bile izrazito visoke radi velike potražnje. No, nakon kraha na burzi došlo je do padanja njihove vrijednosti, kao i vrijednosti ostalih komponenti indeksa (FRED Economic Data, 2012). Kako je ekonomska kriza dalje utjecala na američko gospodarstvo, promotrit će se kroz kretanje osobnog dohotka per capita Amerikanaca.

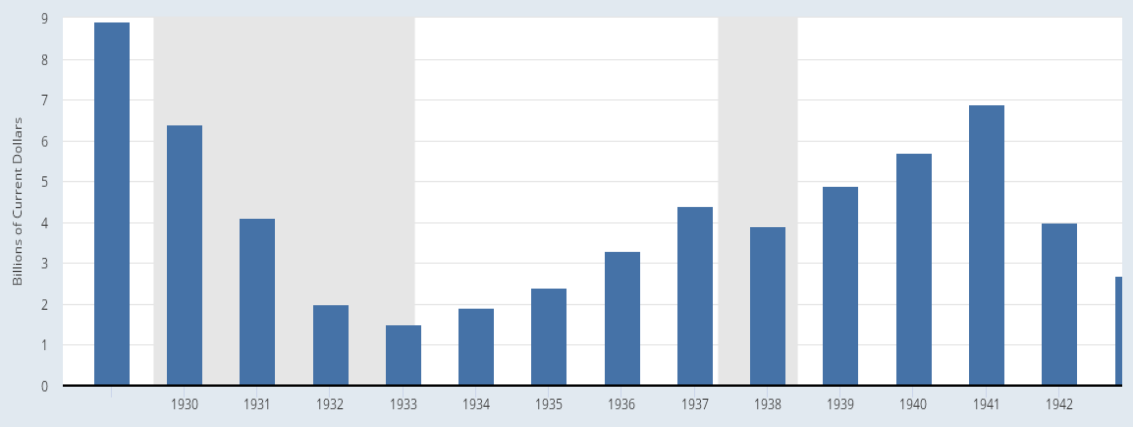
Grafikon 7: Kretanje osobnog dohotka per capita u SAD-u od 1929. – 1940.



Izvor: FRED Economic Data, (2012)

Evidentno je ekonomska kriza utjecala na sve aspekte američkog gospodarstva. Na grafikonu primjećujemo nagli pad osobnog dohotka sa 700,00$ s početka 1930-te na 380,00$ u 1933.-oj godini.

Grafikon 8: Kretanje bruto domaćih privatnih investicija u strukturi SAD-a od 1929. – 1949.

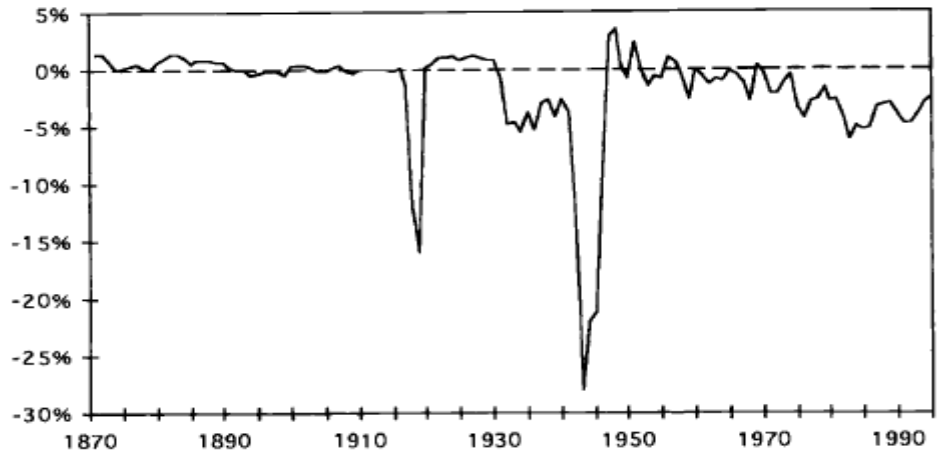


Izvor: ALFRED, Archival Economic Data, (2012)

Kod ove ekonomske krize događanja na Njujorškoj burzi (te određeni događaji koji su tome prethodili) uzrokovala su raspad cijele američke ekonomije. Suprotnom tome financijska kriza iz 2008. prvobitno je zadesila američku ekonomiju, a tek zatim je se to osjetilo na burzi (Hemmelgarn i Nicodeme, 2010).

Fiskalna politika SAD prije velike ekonomske krize bila je vrlo jednostavna, Vlada bi se zaduživala za vrijeme ratova, dok bi za vrijeme mira pokušala ostvariti viškove kako bi smanjila odnos između duga i bruto domaćeg proizvoda što je razvidno iz grafikona 9.. Vidljivo je da za vrijeme sukoba SAD ostvaruje proračunski deficit, no u razdobljima mira ostvaruje proračunski suficit (Bordo, Goldin, White, 1998).

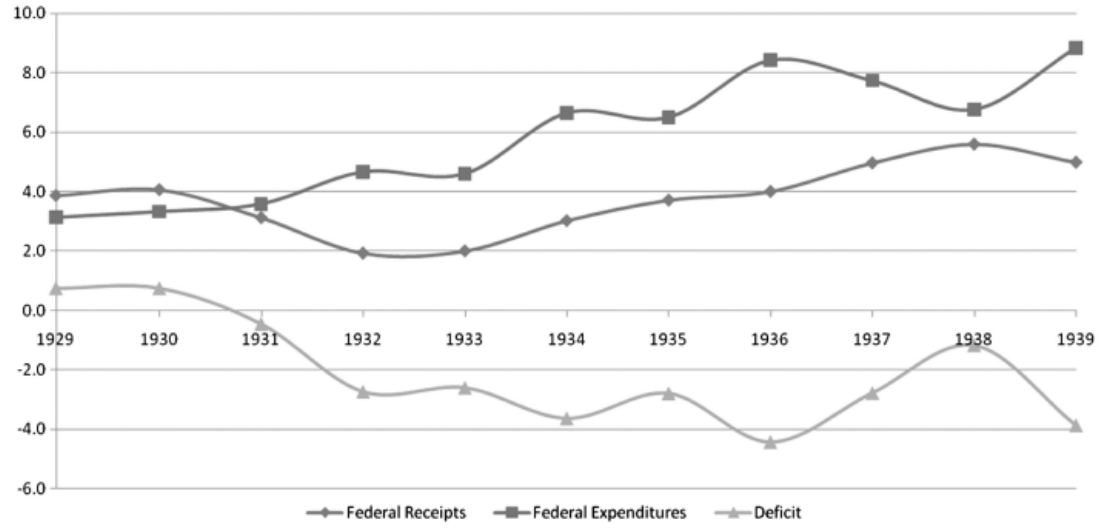
Grafikon 9: Kretanje deficita ili suficita proračuna SAD kao udio BDP-a od 1870.-1990.



Izvor: Bordo, Goldin, White, (1998)

Herbert Clark Hoover tadašnji predsjednik SAD-a 1930. godine izlaže svoju ideju: glavni cilj fiskalne politike jest proračunski suficit, što je značilo dizanje poreza na dohodak i dobit, kao i smanjenje vladinog trošenja no, to nije ostvarilo. SAD je ostvarivao proračunski deficit, do kojeg je došlo iz dva razloga: američka vlada imala je veliku potrošnju, a s obzirom na negativnu situaciju u ekonomiji (porast stope nezaposlenosti i propadanje poduzeća) teško je mogla prikupiti poreze (Bordo, Goldin, White, 1998).

Grafikon 10: Kretanje nominalne vladine potrošnje, prihoda i suficita/deficita u milijardama američkih dolara od 1929.-1939.



Izvor: Fishback, (2010)

Upravo spomenuti problem Hooverove administracije (u svezi s fiskalnom politikom) prikazan je na grafikonu 10. Nasljednik Hoovera, bio je predsjednik Roosevelt. Za vrijeme njegove administracije (na grafikonu od 1934.) proračunski deficit nastavio je rasti, te je dostigao svoj vrh 1936. godine (Fishback, 2010).

Obje administracije povećale su proračunski deficit, no zamjera im se što nisu još više utjecale na ekonomiju. Prema Keynesu, povećana Vladina potrošnja, smanjenje poreza i ostvarivanje proračunskog deficita, može u vrijeme recesije potaknuti ekonomiju (Fishback, 2010).

Uz fiskalnu politiku, valja sagledati i monetarnu politiku SAD-a. U to vrijeme FED je na raspolaganju imao dva instrumenta monetarne politike: operacije na otvorenom tržištu i diskontna stopa. Smanjivanjem diskontne stope i kupovinom obveznica moglo se utjecati na smanjivanje vjerojatnosti nastupa propadanja banaka, te se mogla povećati ponuda novca. No, zbog važnosti zlatnog standarda u ondašnje vrijeme FED je činio upravo suprotno, podizao je diskontnu stopu i smanjivao ponudu novca kroz prodaju obveznica. Godine 1928. FED je (kako bi smanjio špekulativne aktivnosti) smanjio dodatno ponudu novca, a nakon 1929. smanjio diskontnu stopu (Fishback, 2010).

Upravo je Velika ekonomska kriza ukazala na važnost fiskalne politike. Poslije Drugog svjetskog rata, ekonomisti i političari postigli su konsenzus u pogledu fiskalne politike. Zapravo kada je nastupila financijska kriza iz 2008. godine, način rješavanja nastale krize bio je potaknut naučenim lekcijama iz ekonomske krize 1929 (Bordo, Goldin, White, 1998).

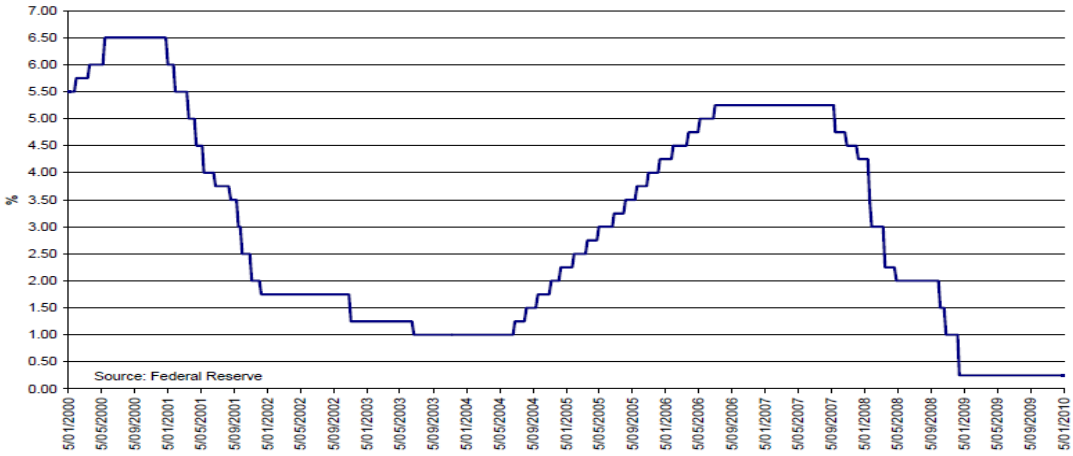
3.3. Svjetska financijska kriza iz 2008.

Svjetska financijska kriza koja je nastupila 2008. godine utjecala je na cijelu svjetsku ekonomiju. U ovom dijelu rada govori se o razlozima njezina nastanka i o poduzetim rješenjima. Svjetska financijska kriza nastala je na američkom tržištu nekretnina. No, zašto je do toga uopće došlo?

Važan događaj utjecao je na ekonomiju u SAD-u na kraju 2002. godine kada je došlo do pucanja tkz. Dot-com balona. Kako bi se situacija u zemlji poboljšala provedena je ekspanzivna monetarna politika, tj. smanjena je diskontna stopa sa 6,50% (u trenutku uzleta 2000. godine)

na 1%.[12] Taj događaj prikazan je na grafikonu 11. pod nazivom FED-ova[13] diskontna stopa od 2000. do 2009 (Hemmelgarn, Nicodeme, 2010). Prije financijske krize koja je započela 2007. godine, Savezne rezerve kupuju ili prodaju vrijednosne papire izdane od strane američke vlade na otvorenom tržištu kako bi zadržali stopu saveznih sredstava, blizu cilja postavljenog od Federalnog odbora otvorenog tržišta ili FOMC-a. Promjene u tom cilju i u očekivanjima investitora što bi taj cilj bio u budućnosti, stvorio je promjene u širokom spektru raspona kamatnih stopa koje plaćaju zajmoprimci i koje zaslužuju štediše.

Grafikon 11: FED-ova diskontna stopa od 2000. do 2009.



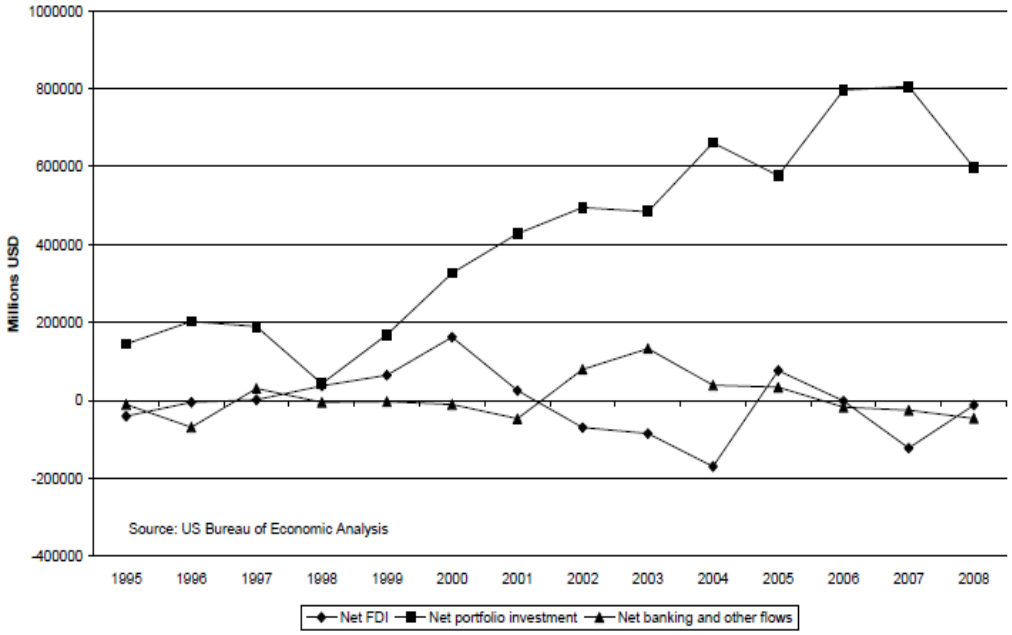
Izvor**:** Hemmelgarn i Nicodeme, (2010)

Također na početku 2000-ih godina došlo je do velikih kapitalnih priljeva. Kako je to utjecalo na SAD prikazano je na grafikonu 12. (Hemmelgarn i Nicodeme, 2010).

[12] Niže kamatne stope potiču zaduživanje, u tom pogledu od 2000. do 2003. godine, Federalne rezerve su smanjile ciljanu stopu saveznih fondova sa 6,5% na 1,0%. To je učinjeno kako bi se ublažili učinci terorističkih napada u rujnu 2001 te posljedice krize dot.com-a krajem 90.-tih godina, te kako bi se spriječio rizik od deflacije.

[13] Ciljevi monetarne politike FED-a su napisani u Zakonu o Federalnim rezervama, koji određuje da se Upravni odbor i Odbor za operacije na otvorenom tržištu trebaju zalagati za: maksimalnu zaposlenost, stabilne cijene i umjerene dugoročne kamatne stope.
Ciljevi monetarne politike navedeni su u Zakonu o federalnim rezervama, koji navodi da bi Odbor guvernera trebao nastojati učinkovito promovirati ciljeve maksimalnog zapošljavanja, stabilne cijene i umjerene dugoročne politike. Stabilne cijene dugoročno su preduvjet maksimalnog održivog rasta i zaposlenosti te umjerene dugoročne kamatne stope. Kada su cijene stabilne i vjeruje se da će ostati takve, cijene dobara, usluga, materijala i radne snage nisu podebljane inflacijom i služe kao jasniji signali te vode do učinkovite raspodjele resursa i time pridonose većem životnom standardu. Štoviše, stabilne cijene potiču uštedu i stvaranje kapitala, jer kada se smanji rizik od erozije vrijednosti imovine koji proizlazi iz inflacije i potrebe da se zaštiti od takvih gubitaka, kućanstva se potiču da više štede, a tvrtke se potiču na više ulaganja. (https://www.federalreserve.gov/aboutthefed/files/pf_3.pdf (pristupljeno 03.11.2011.)

Grafikon 12: Kapitalni račun SAD od 1995.-2008.



Izvor: Hemmelgarn i Nicodeme, (2010)

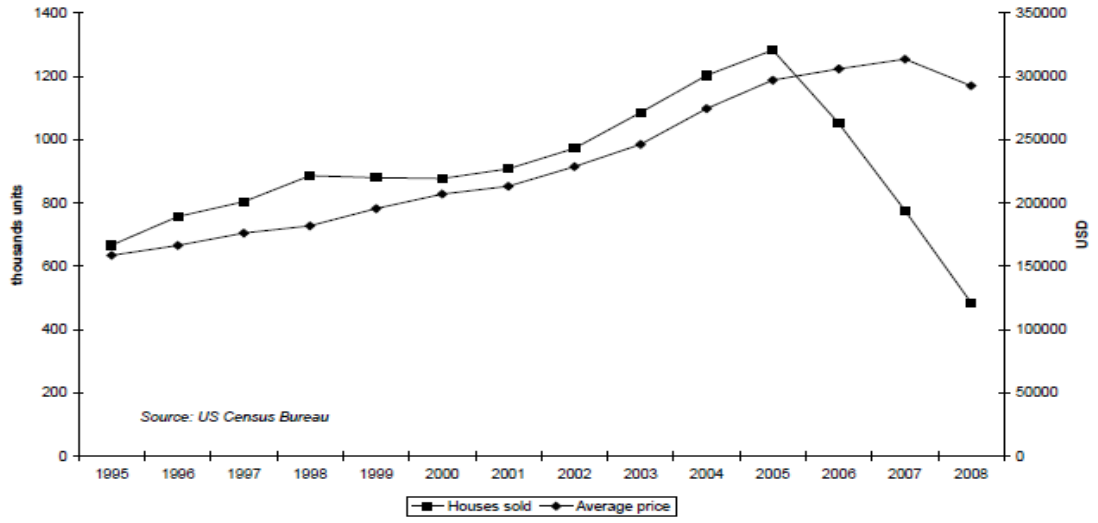
Kao što je prikazano na grafikonu 12. od ukupnih stranih direktnih investicija, portfolio investicija te bankovnih i ostali priljeva, portfolio investicije su bile najznačajnije za financijsko tržište SAD-a osobito u 2006. i 2007. godini. Zaključuje se da je američko gospodarstvo na početku 2000-ih godina bilo okarakterizirano rastom, niskim diskontnim stopama i povećanim financijskim priljevima. S obzirom na porast portfolio investicija, kako bi investitori pronašli manje rizično utočište, a ujedno i profitabilnije, raslo je investiranje u nekretnine. Sve navedene činjenice predstavljale su „plodno tlo“ za nastanak novog balona, no ovoga puta u tržištu nekretnina (Hemmelgarn, Nicodeme, 2010).

Dodatni pritisak na smanjenje kamatnih stopa nastao je zbog visokog i rastućeg deficita tekućeg računa (trgovine) u SAD-u, koji je dostigao vrhunac zajedno s stambenim balonom 2006. Ben Bernanke, predsjednik Vijeća guvernera Sustava federalnih rezervi objasnio je kako trgovinski deficiti zahtijevaju od SAD-a posuđivanje novca iz inozemstva. Bernanke je objasnio da se između 1996. i 2004. godine deficit tekućeg računa u SAD-u povećao za 650 milijardi dolara, s 1,5% na 5,8% BDP-a. Financiranje ovih deficita zahtijevalo je od SAD-a da pozajmljuje velike iznose iz inozemstva, većinom iz zemalja koje ostvaruju trgovinske viškove, uglavnom gospodarstva u nastajanju u Aziji i zemlje izvoznice nafte. Platna bilanca zahtijeva da zemlja (kao što je SAD) koja ima deficit tekućeg računa također ima višak kapitalnog računa (investicije) u istom iznosu. Stoga su veliki i rastući iznosi stranih kapitala ulazili u SAD kako bi financirali njegov uvoz. Time je stvorena potražnja za različitim vrstama financijske imovine, što je povećalo cijene te imovine, a smanjilo kamatne stope. S druge strane, kućanstva u SAD-

u koristila su pozajmljena sredstva za financiranje potrošnje ili povećanje cijena stambenih i financijskih sredstava.

Fed je tada značajno povisio stopu Fed-ovih fondova između srpnja 2004. i srpnja 2006. To je pridonijelo povećanju stope hipoteke s promjenjivom stopom od 1. godine i 5. godine, čime je kamatna stopa ARM-a (hipoteka s prilagodljivom stopom) ponovno postala skuplja za vlasnike kuća.
Što je to povećanje investiranja u nekretnine zapravo značilo američkom tržištu? Rezultat ulaganja prikazan je na grafikonu 13.. (Hemmelgarn i Nicodeme, 2010).

Grafikon 13: Prodaja i cijene kuća u SAD-u od 1995. do 2008.



Izvor**:** Hemmelgarn i Nicodeme, (2010)

Ipak postoje dva čimbenika koja su znatno utjecala na stvaranje ovog balona. Prvobitno utjecaj Clintonove administracije na institucije poput Fannie Mae (Federal Nation Mortgage Association) i Freddie Mac (Federal Home Loan Mortgage Corporation)[14]. Primarni cilj ovih

[14] Fannie Mae i Freddie Mac stvorili su Kongresi. Oni imaju važnu ulogu u nacionalnom sustavu stambenog financiranja - za osiguranje likvidnosti, stabilnosti i dostupnosti hipotekarnog tržišta. Njima se osigurava likvidnost (lakši pristup sredstvima pod razumnim uvjetima) tisućama banaka, štednim i kreditnim tvrtkama te hipotekarnim tvrtkama koje daju kredite za financiranje stanovanja. Fannie Mae i Freddie Mac kupuju hipotekarne zajmove od zajmodavaca drže ove hipoteke u svojim portfeljima ili pak pakiraju zajmove u

dvaju institucija bio je davanje kredita onim grupama ljudi s niskim prihodima, a to su činili kroz kupovinu hipotekarnih kredita[15] od banaka i drugih financijskih institucija, sekuritiziranje tih kredita kroz obveznice i daljnja prodaja na sekundarnim tržištima.
Također kako se na tržištu u potpunosti iscrpila srednja klasa kao korisnik hipotekarnih kredita, sve više postaju popularne tkz. NINJAS, oni ljudi koji nemaju prihode, nemaju posao i nemaju imovine. Njima su u početku davane vrlo niske kamatne stope (ARM – adjustable rate mortgages, tj. podesive hipotekarne stope ili varijabilne kamatne stope i anuiteti), koje bi nakon jedne ili dvije godine naglo rasle (Skidelsky, 2010).

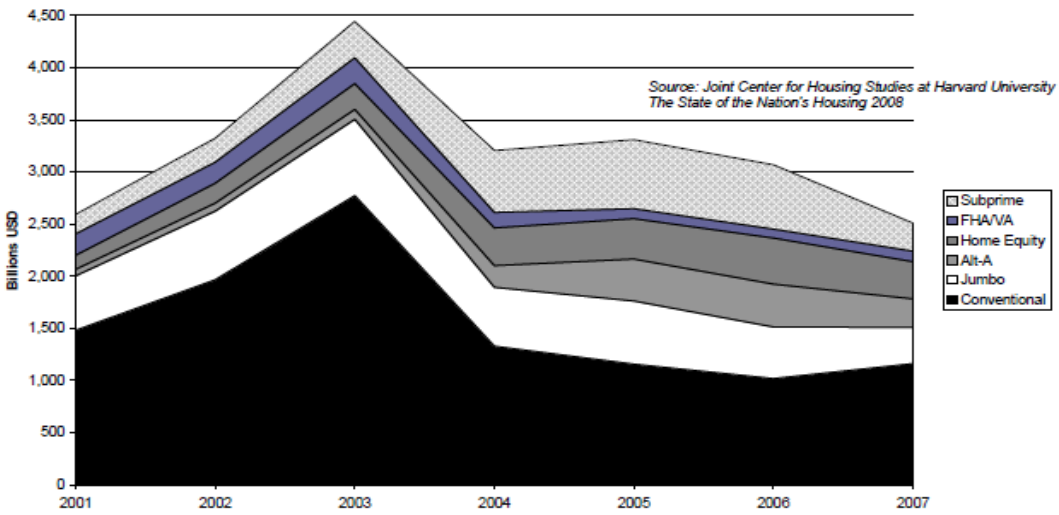
Uloga sekuritizacije bila je vrlo velika, ona je jedna od financijskih inovacija na temelju koje je nastala ova kriza. Banke su na temelju svoje imovine (hipotekranih kredita) počele izdavati vrijednosne papire svrstane u određene rizične skupine (Skidelsky, 2010).

Sve navedeno ukazuje na to da prvobitno sigurno tržište nekretnina postaje sve više i više neizvjesno. Ono što je uslijedilo jest upravo sve više rizično ponašanje banaka. To ponašanje vidljivo je na grafikonu 14. pod nazivom američko tržište nekretnina od 2001. do 2007. godine (Hemmelgarn, Nicodeme, 2010).

vrijednosne papire s hipotekom (MBS) koji se mogu prodati. Zajmodavci koriste novac prikupljen prodajom hipoteka poduzećima kako bi sudjelovali u daljnjem kreditiranju. Kupnja poduzeća osigurava da pojedinci i obitelji koji kupuju kuće i investitore koji kupuju stambene zgrade i druge zgrade koje imaju kontinuiranu, stabilnu opskrbu hipotekarnim novcem. Dostupno na (https://www.fhfa.gov/SupervisionRegulation/FannieMaeandFreddieMac/Pages/About-Fannie-Mae---Freddie-Mac.aspx) Pristupljeno (10.04.2019)

[15] Hipotekarni kredit je vrsta dugoročnog kredita koji se odobrava na osnovu zaloga nekretnine. Visina odobrenog kredita ovisna je o vrijednosti zgrade za čiju se izgradnju odobrava hipotekarni kredit, najčešće u visini 50-70% investicije. S obzirom na način otplate, postoje 2 vrste hipotekarnih kredita: fiksna hipoteka kod koje se kredit otplaćuje po isteku dogovorenog roka u cijelosti i krediti koji se otplaćuju po amortizacijskom planu putem anuiteta. Hipotekarni vjerovnik vraćanje kredita osigurava intabulacijom, odnosno pravnim postupkom uknjižbe založenog prava na nekretnini. Stjecanjem hipoteke, vjerovnik nema pravo posjeda zaloga jer založno dobro ostaje na raspolaganju dužniku i može biti predmetom kupoprodaje. Kod hipotekarnog kredita klijent banke već je vlasnik imovine i na temelju te imovine koja mu služi kao osiguranje dobiva kredit, za razliku od stambenog kredita kod kojeg klijent uz pomoć kredita banke kupuje imovinu. (Gregurek, Vidaković 2011):

Grafikon 14: Američko tržište nekretnina od 2001. do 2007. Godine



Izvor**:** Hemmelgarn i Nicodeme (2010)

Na grafikonu 14. važno je sagledati tkz. Subprime hipotekarne kredite (drugorazredni krediti). Radi se o takvim hipotekama koje se smatraju riskantnijima, jer dužnik ne zadovoljava „prime" standarde (u smislu njegovog kolaterala ili karaktera). Subprime krediti su krediti s niskom kvalitetom, tj. postoji određena vjerojatnost da se obaveza dužnika prema banci neće u potpunosti namiriti. Vidljivo je kako se volumen tih kredita povećavao kroz promatrano razdoblje što ukazuje na riskantnije ponašanje banaka (Hemmelgarn, Nicodeme, 2010).

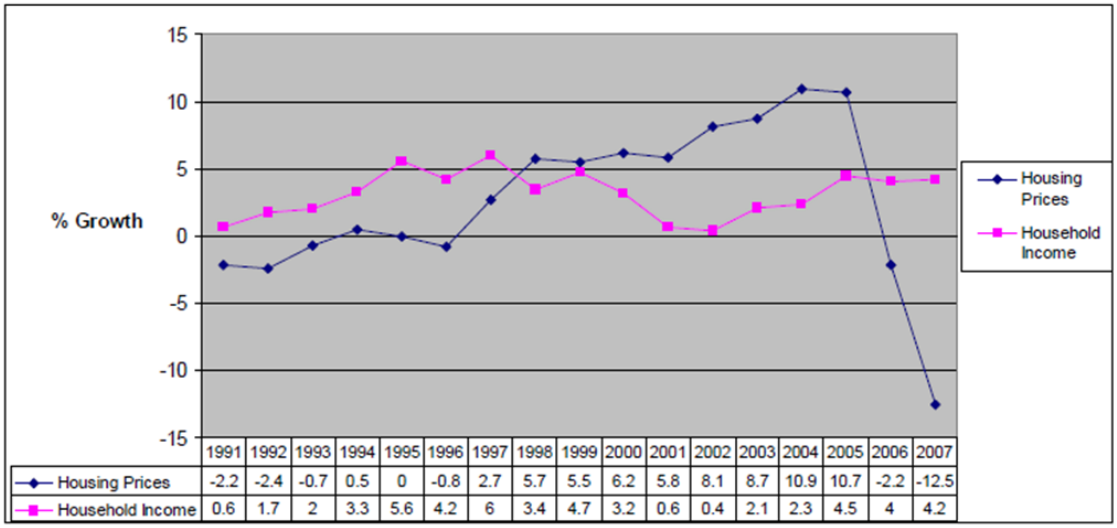
Niske kamatne stope privukle su građane upitnog boniteta, koji se u običnim uvjetima nisu mogli kvalificirati za dobivanje kredita. Početkom 90-ih drugorazredni krediti (engl. subprime mortgages) su na američkom tržištu doživjeli ekspanziju[16], koja je kulminirala snižavanjem kamatne stope od strane Fed-a. Riječ je o relativno novom segmentu kreditnog tržišta, koji označava kredite koji su odobreni zajmoprimcima s niskim kreditnim rejtingom[17]. Tijekom 1995. na temelju odobrenih sekundarnih kredita u optjecaj je stavljeno 65 milijardi, 2003.

[16] Više je faktora koji su utjecali na rast drugorazrednih kredita. Primarni je sigurno da su postali legalni (The Depositary Institutions Deregulation and Monetary Control Act of 1980 te The Alternative Mortgage Transaction Parity Act of 1982). Njihovom rastu u prilog je išao i Tax Reform Act iz 1986. u kojem se uspostavlja zabrana odbitka kamata na potrošačkim kreditima, dok se ona kod kredita na osnovi vlasničkog udjela u nekretnini i dalje smatrala poreznim odbitkom.

[17] Valja naglasiti kako je Kongres još 1994. izglasao Home Ownership and Equity Protection Act prema kojem je Fed ovlašten zabraniti varljivo i nepravedno hipotekarno kreditiranje. No, postupak za donošenje pravilnika koji bi definirao pojmove varljivog i nepravednog hipotekarnog kreditiranja pokrenut je tek tijekom 2007.

godine - 332 milijardi, dok je u 2006. to iznosilo 600 milijardi američkih dolara (Homsisengphet i Pennigton-Cross, 2007.). Za usporedbu, European Recovery Plan iz 2008. je za oživljavanje ekonomije zemalja EU predvidio skoro tri puta manju svotu od iznosa odobrenih drugo-razrednih hipotekarnih kredita tijekom 2006., odnosno 200 milijardi Eura (COM 2008).

Grafikon 15: Rast i udio ukupnih hipotekarnih kredita na tržištu



	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Housing Prices	-2.2	-2.4	-0.7	0.5	0	-0.8	2.7	5.7	5.5	6.2	5.8	8.1	8.7	10.9	10.7	-2.2	-12.5
Household Income	0.6	1.7	2	3.3	5.6	4.2	6	3.4	4.7	3.2	0.6	0.4	2.1	2.3	4.5	4	4.2

Izvor: Reavis. (2009).

U sub-prime financijskoj krizi, jedan od razloga zbog kojeg su sudionici na tržištu imali poteškoća je da su mnoge tvrtke ušle u kreditne derivate bez rejtinga, kao što je to slučaj s kreditnim swap-om. Takvim zamjenama smanjena je transparentnost, čime je povećan izgled, ako ne i aktualnost, rizika druge ugovorne strane raspršivanjem kreditnog rizika ugovornog bez „središnjeg mjesta“ kako bi se utvrdilo kako je rizik konačno dodijeljen (Schwarcz, 2009). U vrijeme kolapsa na stambenom tržištu, dionice su se prodavale po cijenama za 50% manjim, a kuće su znatno smanjile svoju vrijednost. Iako je vrlo visok postotni gubitak na hipotekarnom tržištu izgledao podnošljiv, s obzirom na ukupnu veličinu američkog i svjetskog tržišta duga, tržište sub-prime hipoteka bilo je ipak oko 1,3 bilijuna dolara. Štoviše, svjetska financijska tržišta pretrpjela su brojne šokove naizgled slične veličine (Lang i Jagtiani, 2010).

Mnogi stručnjaci poput Roberta Shillera, i Marka Zandia dali su brojna objašnjenja za hipotekarnu krizu. Neka objašnjenja naglašavaju ulogu iracionalnog bujanja na stambenom tržištu, što je dovelo do neočekivanog pucanja mjehura. Druga objašnjenja naglašavaju preveliko samopouzdanje sudionika na tržištu u sofisticiranim, ali neprovjerenim statističkim modelima rizika koji su vodili tvrtke prema riziku cijena i sudjelovanju u prekomjernom

preuzimanju rizika (Lang i Jagtiani, 2010). Napuhan kreditni rejting vrijednosnih papira koje su izdale najveće agencije za kreditni rejting su objašnjenja koja su drugi dali kao glavni faktor financijske krize.

No, (Lang i Jagtiani 2010.) tvrde da su ti razlozi pojedinačno ili u kombinaciji, naposljetku, nezadovoljavajuća objašnjenja za neuspjeh tih velikih institucija kako bi ublažili učinke velikog šoka na stambeno tržište. Imajući to na umu, (Lang i Jagtiani 2010.) sugeriraju da bi na temelju informacija dostupnih u to vrijeme, primjena temeljnih načela modernog upravljanja rizikom zaštitila velike i složene financijske tvrtke.

Prema Lang i Jagtiani (2010.), većina početnih gubitaka na tržištima vrijednosnih papira potječe od kolateraliziranih dužničkih obveza (CDO) i drugih strukturiranih vrijednosnih papira koji su vezani za tržište stambenih hipoteka. Tako su velike financijske institucije u odnosu na svoju kapitalnu poziciju imale visoko koncentrirane izloženosti ovom strukturiranom, ali složenom tržištu vrijednosnih papira. Fitch (2007. citirano Lang i Jagtiani (2010.), u je utvrdio da je broj pad sub-prime hipoteka tijekom srpnja-listopada 2006. bio najveći u svojoj povijesti. Unatoč velikom broju neispunjavanja obveza i smanjenju vrijednosti vrijednosnih papira drugorazrednih hipotekarnih zajmova, prema Calomiris (2008.), inicijative vrijednosnih papira koje su ocijenjene kao subprime i AAA nastavile su rasti u 2006. i početkom 2007..

Kreditne rejting agencije imaju ključnu ulogu u smanjenju asimetričnih informacija između investitora i izdavatelja dužničkih vrijednosnica (Elkhoury, 2008). Agencije daju mišljenje o kreditnoj sposobnosti institucija i njihovim financijskim obvezama (poput obveznica ili poželjnih dionica). Uloga rejting agencija na globalnom tržištu kapitala proširila se zbog: 1. rasta broja izdavatelja vrijednosnica, 2. razvoja složenih financijskih proizvoda poput vrijednosnica kolateraliziranih imovinom i izvedenica, 3. globalizacije financijskog tržišta i 4. povećanjem korištenja kreditnog rejtinga u financijskim regulativama i ugovorima (Frost, 2006). Kreditne rejting agencije sudjeluju u brojnim domaćim i međunarodnim transakcijama. Agencije analiziraju i nastoje protumačiti veliku količinu dostupnih informacija o investitorima i dužnicima, tržištu i promjenama ekonomskih uvjeta u cilju pružanja boljeg razumijevanja rizika s kojima se susreću u poslovanju. Kreditni rejting je mišljenje koliko je vjerojatno da će izdavatelj uredno podmiriti dug ili financijsku obvezu. Pojedine kreditne rejting agencije nude i dodatne poslovne usluge uz naknadu, primjerice analize utjecaja promjene poslovne aktivnosti na kreditni rejting dužnika.

Bonitetne agencije, koje su željele odigrati ulogu na tržištu kojemu je bila potrebna dobra analiza rizika treće strane, nahranile su entuzijazam. Između 2003. i 2006. godine, Moody's[18] je udvostručio svoje prihode i više nego utrostručio cijenu dionica. Njihovi glavni kupci, međutim, bili su banke i investicijske kuće koje oslanjale su se na ocjene CDO-a (koje su često bile rezultat dugotrajnih pregovora). Obveza duga (CDO) je strukturirani financijski proizvod koji objedinjuje sredstva koja stvaraju novčani tijek i ponovno pakira ovu grupu sredstava u diskretne tranše koje se mogu prodati investitorima. Kolateralna dužnička obveza nazvana je za udruženu imovinu - kao što su hipoteke, obveznice i zajmovi - koji su u biti dužničke obveze koje služe kao kolateral za CDO. Tranše u CDO-u značajno se razlikuju u profilu rizika. Visoke tranše su općenito sigurnije jer imaju prvi prioritet u pogledu povrata od kolaterala u slučaju neplaćanja. Kao rezultat toga, viši tranši CDO-a općenito imaju viši kreditni rejting i nude niže kuponske stope od mlađih tranši, koje nude veće kuponske stope kako bi nadoknadile njihov veći rizik neizvršenja.

Kolateralne dugovne obveze stvaraju čak pet stranaka[19]:

- Tvrtke za vrijednosne papire, koje odobravaju odabir kolaterala, strukturiraju novčanice u tranše i prodaju ih ulagačima
- Upravitelji CDO-a, koji odabiru kolaterale i često upravljaju CDO portfeljima
- Agencije koje ocjenjuju CDO-e i dodjeljuju im kreditne rejtinge
- Financijski jamci koji obećavaju da će ulagačima nadoknaditi gubitke na tranšama CDO-a u zamjenu za plaćanje premija
- Investitori kao što su mirovinski fondovi

CDO-ovi su nakon toga eksplodirali u popularnosti, s time da se prodaja CDO-a povećala gotovo deset puta, s 30 milijardi dolara u 2003. na 225 milijardi dolara u 2006. godini. 2007–2009. Pucanje mjehura CDO-a izazvalo je gubitke u stotinama milijardi na nekim od najvećih financijskih institucija, što je dovelo do njihovog bankrota ili spašavanja putem državne intervencije i doprinosa eskalaciji globalne financijske krize u tom razdoblju. Unatoč njihovoj ulozi u financijskoj krizi, kolateralizirane dužničke obveze i dalje su aktivno područje strukturiranih financija. CDO-ovi, pa čak i više sramotni sintetički CDO-i još uvijek su u

[18] Moody's Investors Service pruža međunarodna financijska istraživanja o obveznicama koje izdaju poslovni i državni subjekti.
[19] https://www.investopedia.com/terms/c/cdo.asp, pristupljeno: (01.06.2019)

upotrebi, budući da su oni u konačnici sredstvo za prebacivanje rizika i oslobađanje kapitala, dvije stvari na kojima Wall Street uvijek ima apetit.

Da bismo imali učinkovita financijska tržišta, moramo uspostaviti učinkovite propise. Za to je vrlo važno imati snažne i učinkovite kreatore politike. Njihova je uloga izbjegavanje financijskih poteškoća, kao što su krize. Nitko ne može poreći da su odigrali važnu ulogu u rastu krize koja se dogodila 2008. godine. Znali su što se događa i imali su moć promijeniti, ali umjesto toga su održavali i provodili neadekvatne politike.

Tijekom devedesetih i početkom 2000-ih većina CDO-a bila je podržana raznovrsnom skupinom kredita, koja je ograničavala rizik od neispunjavanja obveza i dala instrumentu reputacije stabilnost. Međutim, oko 2003, stambeni bum omogućio je velikom broju banaka da koriste hipotekarne kredite kao glavni izvor kolaterala. Uz popularnost CDO's brzo raste, kao rezultat toga, i zbog loše politike koju provode i održavaju regulatori, zajmodavci su proširili svoje ponude kredita na rizičnije zajmoprimce. Slijedom toga, kada je tržište nekretnina palo, a hipotekarni zajmovi počeli rasti, izdavatelji CDO-a i njihovi investitori pretrpjeli su ogromne gubitke.

Agencije su stavile svoj pečat odobrenja na bezbroj vrijednosnih papira koji su sada tako neprihvatljivi da se obično opisuju kao otrovni. Za uzvrat su ih plaćale korporacije čiji su dug rangirale, zarađujući milijarde dolara u naknadama. To nije prošlo nezapaženo, neke važne osobe su komentirale što se događa. Na primjer, u svom pismu Berkshire Hathaway iz 2009. godine Warren Buffett[20] pozvao je investitore da postavljaju teška pitanja rejting agencijama. Međutim, agencije su objavile mnoge metodološke dokumente u kojima su izložili svoj pristup ocjenjivanju, nastojeći ih učiniti što je moguće netransparentnijim.

Prema podacima Udruge za vrijednosne papire i financijska tržišta (SIFMA), Američki vrijednosni papiri (ABS) u 1990. godini iznosili su samo 100 milijardi USD, do kraja 2000. godine ta je brojka iznosila 900 milijardi USD, a do lipnja 2008. porasla je na 2498 milijardi USD. To predstavlja stopu rasta od 19,5% na godišnjoj razini već osamnaest godina.

Do 2007. više od polovice novca posuđenog na američkim kreditnim tržištima obavljeno je putem sekuritizacije. Kako je moglo doći do tako velikog povećanja kreditiranja putem sekuritizacije? Odakle je, prije svega, potreban kapital? Zapravo, došlo je do ogromnog

[20] Dostupno na http://www.berkshirehathaway.com/SpecialLetters/WEB%20past%20present%20future%202014.pdf. Pristupljeno (22.04.2019)

povećanja poluge. Kako se to dogodilo? U osnovi regulatori i sudionici na tržištu prestali su mjeriti utjecaj.

Posljednjih par godina pokušava kroz analizu, ući u srž problema američkog financijskog sustava koji se javio početkom stoljeća i koji je 2007./2008. godine doveo do ekonomske neravnoteže zemalja diljem svijeta. Među krivcima zaslužnim za nastanak najveće svjetske krize našle su se brojne financijske institucije, menadžeri banka i velikih korporacija, investicijske banke pa tako i kreditne rejting agencije. Zanimljivo je kako rejting industrija nije predvidjela ni meksičku ni azijsku financijsku i valutnu krizu (Kunczik 2001.). Kreditne rejting agencije su s obzirom na recentnu financijsku krizu kritizirane zbog spore reakcije na tržišne događaje. Kritike se odnose na neuspjehe predviđanja ozbiljnih problema s kojima je bio suočen financijski sustav te ocjenjivanju mnogih vrijednosnih papira kreditnim rejtinzima „AAA“, prikazujući ih sigurnima i u rangu s trezorskim zapisima unatoč činjenici da su sadržavali visok kreditni rizik. Agencije su bile blagonaklone u davanju visokih ocjena rejtinga vrijednosnicama koje su nastale na temelju drugorazrednih kredita da bi zadovoljile klijente naručitelje odnosno izdavatelje vrijednosnica (Lucchetti i Serena 2007.).

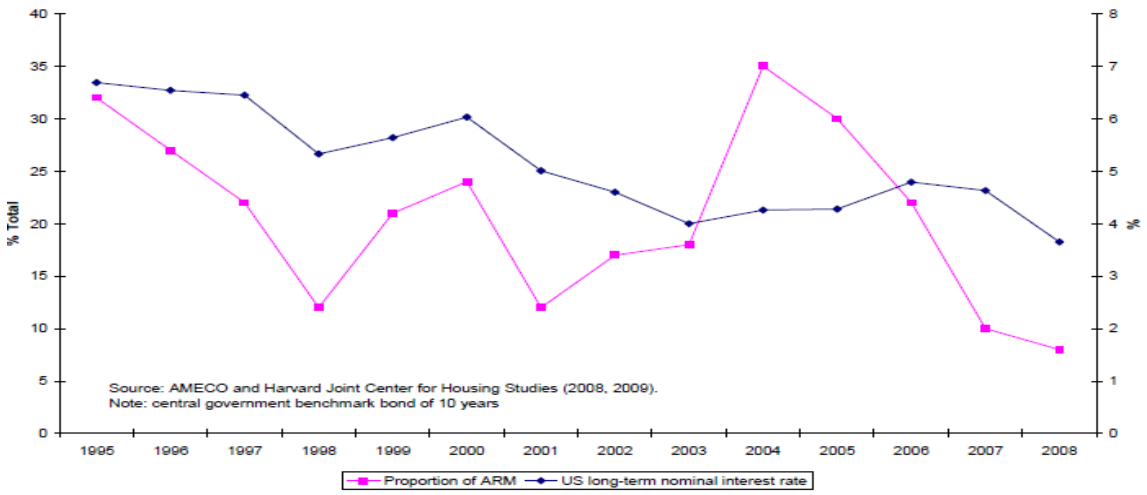
Uloga rejting agencija na globalnom tržištu kapitala tokom godina se proširila i to: zbog rasta broja izdavatelja vrijednosnica, razvoja složenih proizvoda poput vrijednosnica kolateraliziranih imovinom i izvedenica, globalizacije financijskog tržišta i povećanja korištenja kreditnog rejtinga u financijskim regulativama i ugovorima (Bajo i Penava, 2012.) (Shorter i Seitzinger 2009.), u svom radu su dali prikaz osnovnih uzroka neuspjeha rejting agencija na tržištu strukturiranih vrijednosnica kojim su utjecali na nastanak krize. Prema njima, uzroci neuspjeha kreditnih rejting agencija su različiti. Svakako, navode sukob interesa, bilo da je on uzrokovan modelom poslovanja agencija ili pružanjem dodatnih usluga izdavateljima za čije vrijednosnice izdaju rejting, zatim barijere ulasku konkurencije na tržište, uzrokovan djelovanjem NRSRO[21]. Analizira se i ograničavajuća odgovornost u poslovanju rejting agencija, istovremeno dizajniranje i ocjenjivanje vrijednosnica, pogrešni modeli i pretpostavke u izračunu rejtinga strukturiranih vrijednosnica, nedovoljna regulacija rejting agencija, nesposobnost upravljanja velikim iznosima strukturiranih vrijednosnica i visoka razina obmana i loše analize preuzimatelja rizika prilikom kreiranja hipotekarnih vrijednosnica.

[21] Nacionalno priznata statistička organizacija za ocjenjivanje (NRSRO) je organizacija za kreditni rejting kojom se procjenjuje kreditna sposobnost tvrtke ili financijskog instrumenta, a registrira se kod Komisije za vrijednosne papire (SEC).

Poslovne su banke stambene kredite prodale mnogim investicijskim bankama putem sekuritizacije. Sekuritizacija je proces izdavanja vrijednosnih papira osiguranih zalihama imovine kao što su zajmovi, hipoteke i sl. U ovom slučaju vrijednosni papiri su osigurani hipotekarnim kreditima. To je dovelo do mnogih novih oblika financijskih izvedenica. Većina investicijskih banaka koje su investirale u te derivativne vrijednosne papire, izdane od strane komercijalnih banaka, izdale su nove derivativne instrumente na temelju vrijednosti vrijednosnih papira. Tako je došlo do učinka lančane reakcije. Kada je stambeno tržište propalo, svi ti vrijednosni papiri izgubili su vrijednosti i tako mnoge financijske institucije ostavile u stečaju (Qudrat, 2009).

Nadalje sagledat će se i kretanje ARM i dugoročne nominalne kamatne stope u SAD-u. Kao što je već spomenuto ARM su varijabilne hipotekarne stope davane NINJAS grupama. Na grafikonu 16. prikazano je kretanje te stope i dugoročne nominalne kamatne stope u SAD-u za razdoblje od 1995. do 2008. Najvažnije je zamijetiti kretanje ARM-a prije krize, što dodatno potvrđuje rizično ponašanje banaka. Sve je više rastao broj davanih kredita s podesivom hipotekarnom stopom, od 2001. do 2004 (Hemmelgarn i Nicodeme, 2010).

Grafikon 16: Kretanje ARM i dugoročne nominalne kamatne stope u SAD-u za razdoblje od 1995. do 2008.

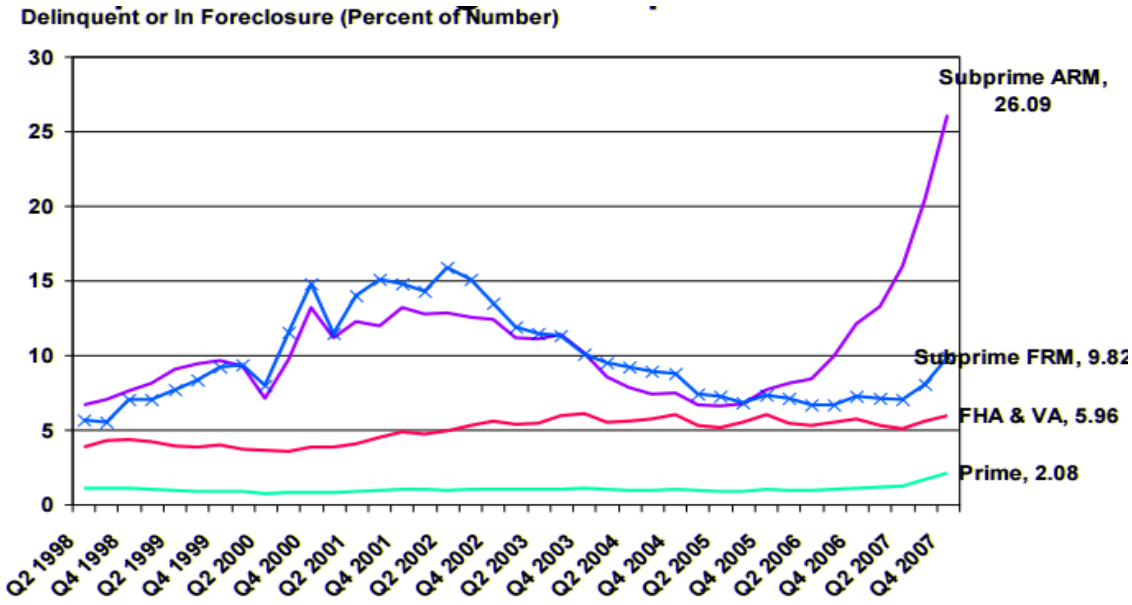


Izvor: Hemmelgarn, Nicodeme, (2010)

Porastom inflacije koja je 2001. godine iznosila 1.6% na 4,3% u 2006. godini, FED je povisio kamatne stope sa 1% na 5,25%. To je između ostaloga i razlog zašto se smanjila prodaja kuća

u SAD-u (grafikon 13). Povećanje kamatne stope najviše je utjecalo na one dužnike s ARM, jer nakon određenog vremena više nisu mogli otplaćivati kredit. To je svakako utjecalo na poslovanje banki, banke su bile previše zadužene kroz sekuritizaciju (na što je utjecalo vrijednost hipoteke i otplaćivanje hipotekarnog duga) (Hemmelgarn i Nicodeme, 2010).

Grafikon 17: Kretanje postotka nenaplaćenih kredita u SAD-u od 1998.-2007.



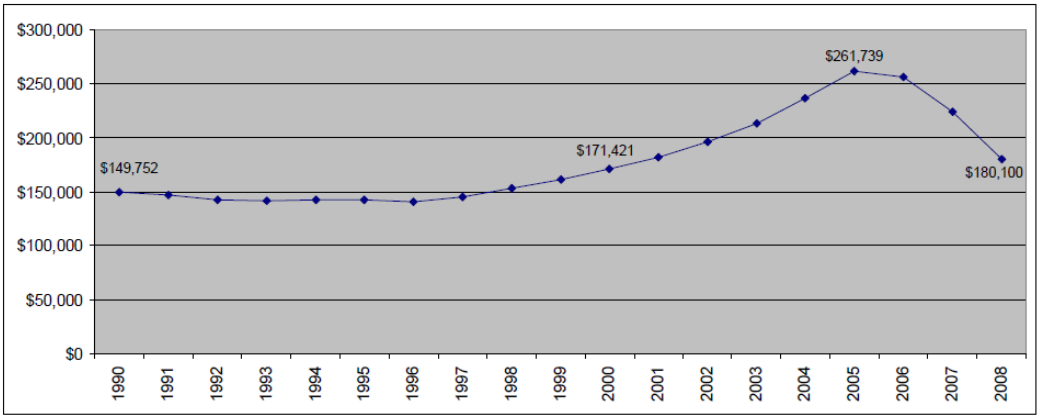
Izvor: FRED, Economic Data, (2018)

Na grafikonu 17. prikazano je kako je porast kamatne stope utjecao na neplaćanje kredita i to osobito već spomenutih subprime ARM kredita. To su upravo oni krediti kod kojih dužnik nije zadovoljio sve uvjete kreditne sposobnosti, te je imao varijabilnu kamatnu stopu.

No, to nije bio jedini problem za financijski sustav. Smanjivanje cijena nekretnina također je predstavljalo značajan problem. Kako su cijene nekretnina pale tako je padala vrijednost bankama (sada nekretnina vrijedi manje nego dani kredit), ukoliko dužnik nije više mogao otplaćivati rate kredita što utječe na vrijednost vrijednosnica koje je banka izdala kroz sekuritizaciju, smanjena vrijednost vrijednosnica donosi dodatne gubitke banci, te banka smanjuje svoju aktivnost daljnjeg kreditiranja. Na sljedećim grafikonima prikazat ćemo kretanje ukupnog rasta udjela hipotekarnih kredita na tržištu, kretanje cijena kuća u SAD-u te rast međubankovnih kredita u razdoblju od 2005. do 2009. godine. Osobito je važno sagledati kretanje kredita od 2008. godine (Hemmelgarn; Nicodeme, 2010).

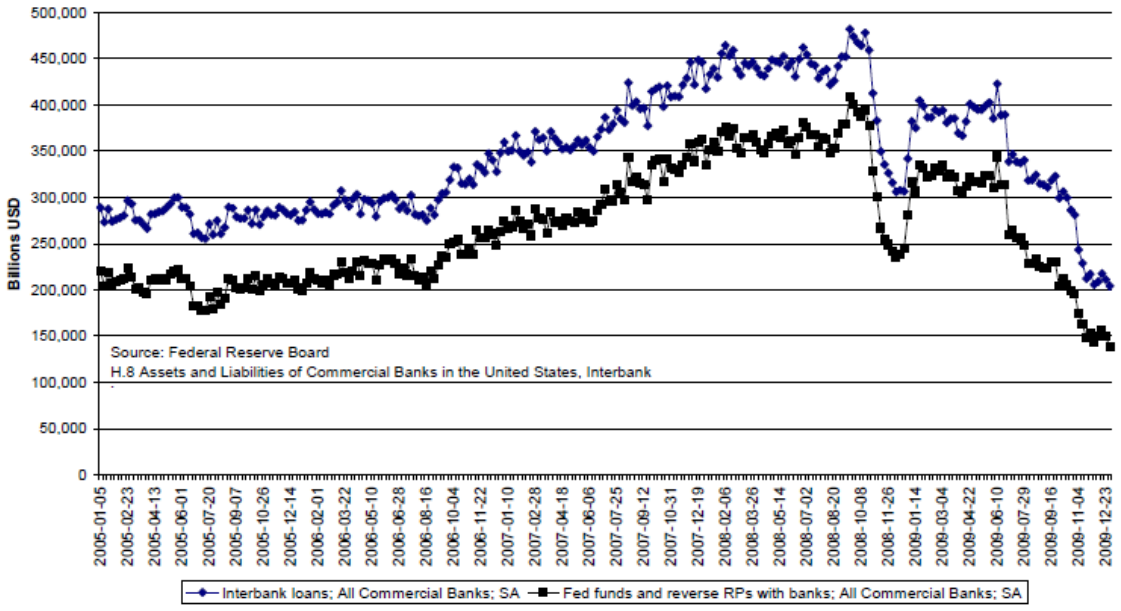
Između 1997. i 2006. godine cijena tipične američke kuće porasla je za 124% (Živkov i Pavkov 2012). Tijekom dva desetljeća koja su završena 2001., nacionalna srednja cijena kuće kretala se u rasponu od 2,9 do 3,1 puta više od dohotka kućanstva. Taj se omjer povećao na 4,0 u 2004. i 4,6 u 2006. godini.

Graf 18.: Kretanje cijena kuća tijekom godina u SAD-u.



Izvor: Reavis (2009).

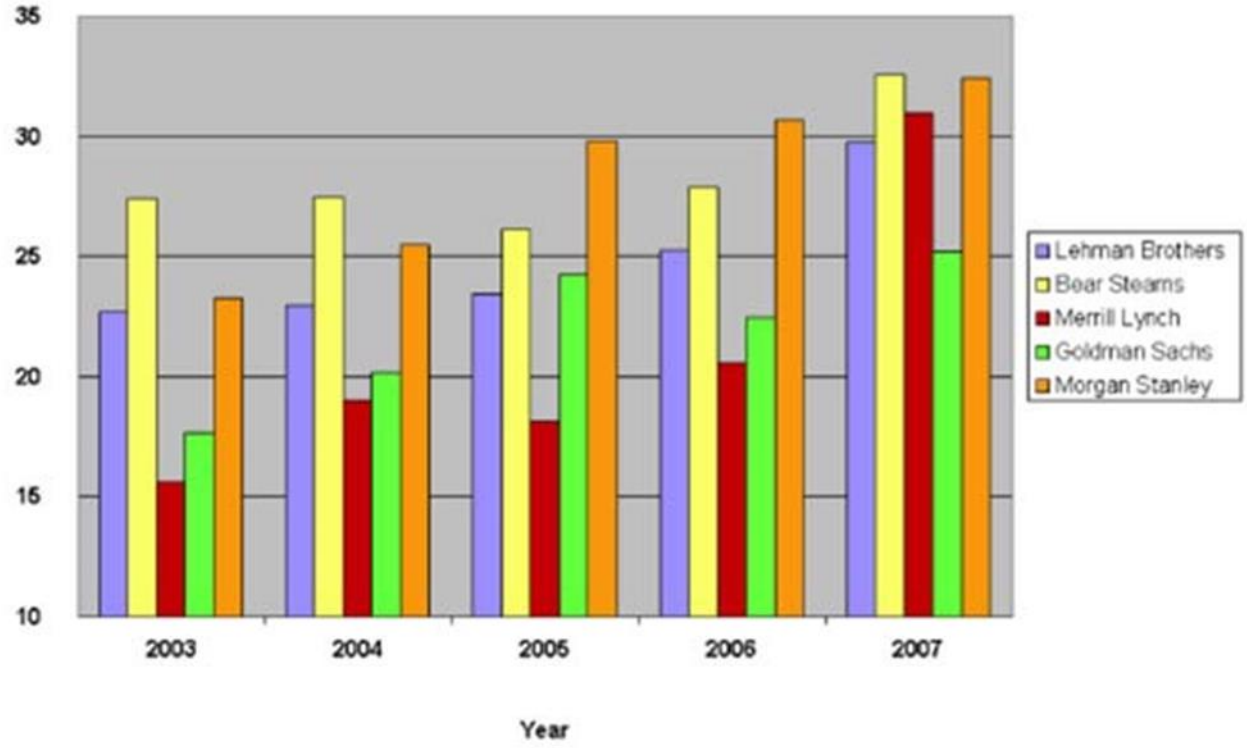
Grafikon 19: Kretanje međubankovnih kredita od 2005.-2009.



Izvor: Hemmelgarn, Nicodeme (2010)

No što je financijska kriza zapravo značila za banke i ostale financijske institucije? Već prije spomenute institucije Fannie Mae i Freddie Mac, koje je podupirala tadašnja administracija, hitno su bile nacionalizirane. Merrill Lynch prodana je Američkoj Banci. Lehman Brothers[22] bila je četvrta najveća investicijska banka[23] u Sjedinjenim Američkim Državama odmah iza Goldman Sachsa, Morgan Stanley i Merrill Lynch, poslovala je u investicijskom bankarstvu[24], prodaji i trgovanju dionicama i obveznicama s fiksnim prihodima (posebice američke trezorske vrijednosnice), istraživanjima, investicijskom upravljanju, privatnom kapitalu i privatnom bankarstvu.

Grafikon 20.: Omjeri financijske poluge glavnih američkih investicijskih banaka



Izvor: Chang (2010)

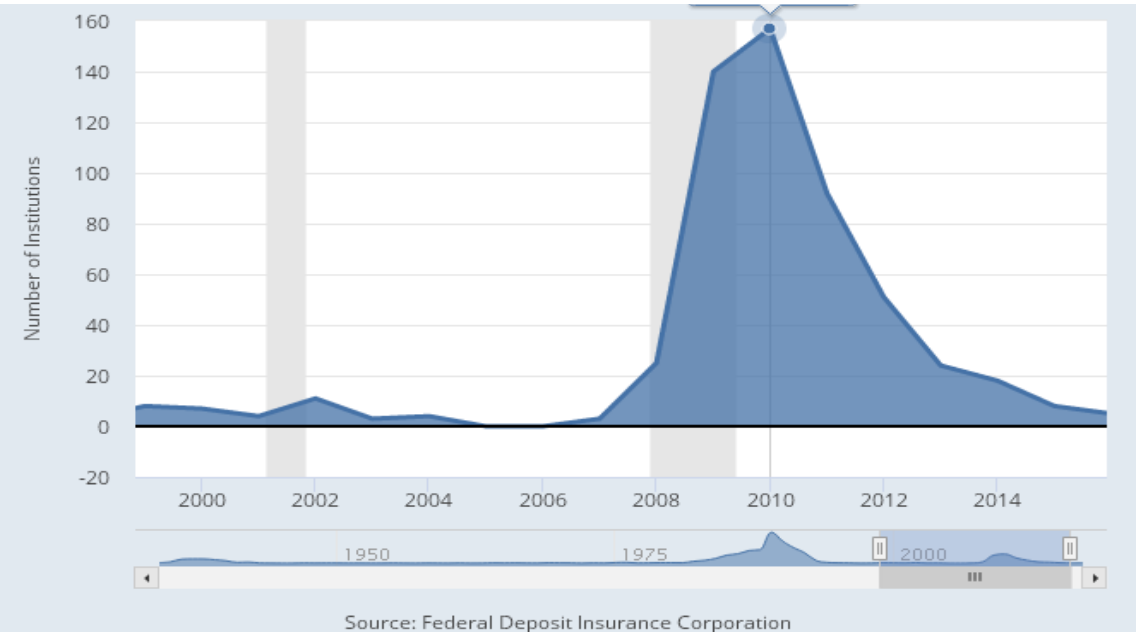
[22] Lehman je bio operativan 158 godina od osnivanja 1850. do 2008. Godine. Tvrtka je 15. rujna 2008. podnijela zahtjev za stečaj nakon masivnog izlaska većine svojih klijenata, drastičnih gubitaka u zalihama i devalvacije imovine od strane agencija za kreditne rejtinge. Lehmanova stečajna prijava je najveća u povijesti SAD-a i smatra se da je odigrala veliku ulogu u razvoju globalne financijske krize 2008. godine**,** dok je American International Group to izbjegla zahvaljujući kreditu od 85 milijardi američkih dolara (Hemmelgarn, Nicodeme, 2010).

[23] Glavni doprinosi neto dobiti investicijskih banaka su prihodi od primarnog investicijskog bankarstva (funkcija potpisivanja izdavanja vrijednosnih papira), prihodi od glavnih transakcija, prihodi od provizija i upravljanja imovinom, i savjetodavne naknade. Tako, na primjer, J.P. Morgan Chase & Co., kao jedna od najstarijih financijskih institucija u svijetu i vodeća tada institucija u pružanju financijskih usluga u Sjedinjenim Državama, posjedovala je 2,2 bilijuna dolara vrijedne imovine i prisutna je u više od 60 zemalja svijeta. Dostupno na https://www.jpmorganchase.com/corporate/About-JPMC/about-us.htm,

Od 2003. do 2007., prvih pet američkih investicijskih banaka značajno je povećalo svoju financijsku polugu. Ovih pet institucija prijavilo je preko 4,1 bilijuna dolara duga za fiskalnu 2007. godinu, oko 30% američkog nominalnog BDP-a za 2007. Lehman Brothers je likvidiran, Bear Stearns i Merrill Lynch prodani su uz pomoć Fed intervencije, a Goldman Sachs i Morgan Stanley postali su poslovne banke, čime postaju predmetom više propisa. Svi osim Lehmana bili su korisnici državnih programa spašavanja. Grafikon 20; prikazuje omjere financijske poluge velikih investicijskih banaka. Omjer financijske poluge, koji je ukupni dug podijeljen s dioničarskim kapitalom, mjera je rizika poduzetnika. Veći omjer ukazuje na veći rizik.

To su samo neki od primjera, no kako je financijska kriza utjecala na banke najbolje se može zamijetiti na idućem grafikonu. U obzir je uzeto razdoblje od 2000 do 2014. godine i sagledava se broj neuspješnih bankovnih institucija. Taj je broj sve do 2007. varirao u prosjeku oko 4 neuspješne bankovne institucije. No, tada slijedi zamjetan porast propalih bankovnih institucija s najvećim brojem 2010. godine kada je iznosio 157 propalih bankovnih institucija (FRED Economic Data, 2014).

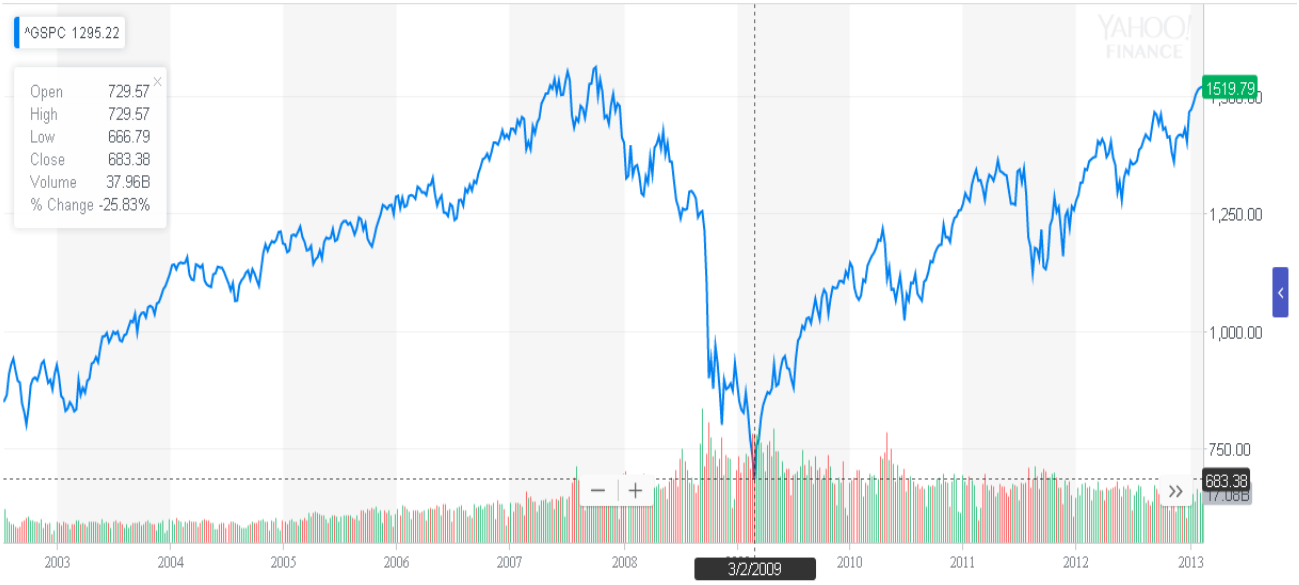
Grafikon 21.: Kretanje broja neuspješnih bankovnih institucija od 2000. – 2014. u SAD-u



Izvor: FRED Economic Data, (2014)

Kriza sa financijskog sektora brzo se proširila na burzu. Na grafikonu 22. upravo je to i prikazano.

Grafikon 22.: Kretanje indeksa S&P-500 od 2000. do 2013. na američkom tržištu

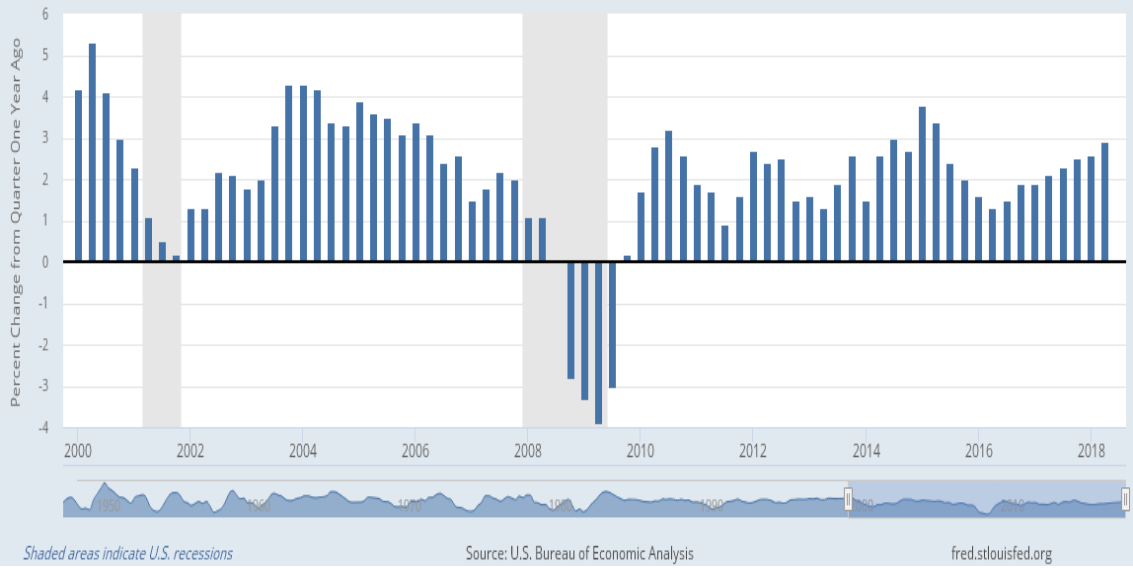


Izvor: YAHOO Finance, (2018)

S&P-500 indeks je u roku od 9.10.2007. s 1565,15 bodova pao na 676,53 bodova na dan 9.3.2009., što znači da je nakon 15 mjeseci izgubio na vrijednosti 43,22%. Valja napomenuti što predstavlja S&P-500 koji predstavlja burzovni indeks koji objedinjuje 500 najvrjednijih dioničkih društava u SAD-u. (Hemmelgarn, Nicodeme, 2010).

Financijska kriza značajno je utjecala na cjelokupno američko (i svjetsko) gospodarstvo. Na grafikonu 23. prikazano je kako je to zapravo utjecala na američku ekonomiju.

Grafikon 23: Postotne promjene BDP-a od 2000.-2018. u SAD-u



Izvor: FRED Economic Data, (2018)

Na grafikonu je prikazana postotna promjena u realnom BDP-u za kvartale od 2000.-2018. u SAD-u. Tijekom prvog kvartala u 2009. godini postotna promjena realnog BDP-a postala je negativna i ostala je negativna te cijele godine. U drugom kvartalu 2009. postotna promjena je iznosila -3,9% (FRED Economic Data, 2018).

Postoje li onda neke sličnosti ili razlike između dvije analizirane krize? Odgovor na to pitanje nalazi se u idućem poglavlju.

4. ANALIZA SLIČNOSTI I RAZLIKA UZROKA KRIZA IZ 1929. I 2008.

U ovom dijelu analizirat će se sličnosti i razlike između dvije svjetske krize, te njihova poveznica s teorijskim osnovama objašnjenim na početku ovoga rada.
Glavne sličnosti su:

1. Obje krize nastaju zbog pretjeranog kreditiranja, tj. zbog ekspanzivne monetarne politike. Strategije monetarnih politika bile su zaokupljene stabilnošću cijena, a zanemarena je kapitalna inflacija, odnosno rast cijena imovina.

2. Zbog naglog rasta cijena dionica, stanovništvo je sve više potraživalo vlasničke vrijednosnice u nadi za kapitalnom dobiti. Banke su prepoznale taj trend i odlučile odobravati kredite stanovništvu za kupovinu dionica. Sve je to rezultiralo daljnjim porastom cijena dionica. U 2008. godini banke su na vrlo lagani način odobravale kredite, uz pretpostavku da će cijene nekretnina nastaviti rasti, svaki odobreni hipotekarni kredit činio se profitabilnim. Zbog velike mogućnosti kreditiranja, banke su odobravale kredite ljudima bez dohotka, posla i imovine, što ukazuje na to da u uvjetima takvog kreditiranja banke nisu obraćale pozornost na upravljanje rizikom. Može se zaključiti kako prilikom stvaranja određenih financijskih balona, prvobitno se pronađe onaj tržišni segment koji se u tom trenutnu čini profitabilnim (bilo to hipotekarno tržište ili tržište kapitala), sve to vodi do porasta cijena tih dobara, koje u jednom trenutku više nisu odraz stvarne tržišne vrijednosti. Banke su kao posrednik na financijskom tržištu služile kao dodatni poticaj stvaranja financijskog balona, uz svoju politiku pretjeranog kreditiranja, ne uzimajući u obzir sve pokazatelje koji su upućivali na stvaranje financijskog balona.

3. U oba slučaja tržište je reagiralo na isti način, pucanjem financijskog balona nastala je panika na tržištu i u bankarskom sektoru. Nagla promjena zadesila je američko gospodarstvo u oba slučaja. Pesimistički pogled na stanje ekonomije i život općenito u oba slučaja je bio prisutan. Stanovništvo je bilo suočeno s povećanom stopom nezaposlenosti.

4. Evidentna je činjenica kako problemi u određenim sektorima su bili u izravnoj vezi s ostalim sektorima, točnije, propast tržišta kapitala ili bankarskog sektora značio je negativni utjecaj na cijelu ekonomiju.

5. Obje su krize rezultirale regulacijom bankarskog sektora. Očito je da je krizama prethodilo razdoblje deregulacije bankarskog sektora koji je pridonio razvoju kriza. U nadi da će se spriječiti bilo kakvo pojavljivanje sličnih kriza u budućnosti, vlade država poduzele su sve u njihovoj moći i odlučile regulirati bankarski sektor. Cijeli postupak regulacije tržišta vođen je u namjeri da se isprave tržišne nepravilnosti, te da se poboljša poslovanje banaka, uz superviziju banaka. Naravno da svaka kontrola donosi smanjenu učinkovitost, a pretjerane kontrole usporavaju cijeli sustav i ne omogućuju mu daljnji razvoj, što ima posljedice na cjelokupnu ekonomiju.

No, obje krize imaju i svoje različitosti.

1. Velika ekonomska kriza nastala je krahom burze, a zatim se pojavila u bankarskom sektoru (iako je nastala zbog bankovne politike pretjeranog kreditiranja), a financijska kriza nastala je u bankarskom sektoru, a tek poslije se pojavila na burzi.

2. Različitost kriza može se sagledati i stanjem gospodarstva prije nastanka kriza. Osobito s pogleda kretanja kamatne stope, prije financijske krize kamatna stopa bila je izrazito niska (1%), dok je kamatna stopa prije 1929. bila vrlo volatilna, te je te iste godine iznosila 6%.

3. Zbog otvorenosti ekonomije (zbog liberalizacije, tj. ukidanja barijera na kretanje kapitala) nagli priljev kapitala u SAD u 2008. godini potaknuo je velike investicije u tržište nekretnina i time porast cijena. Takvo shvaćanje nije postojalo u 1920-im godinama, s obzirom da se liberalizacija kapitalnog računa javlja 80-ih godina prošloga stoljeća.

Tablica 1.: Usporedba različitih kriza tijekom godina

Crisis	Crisis of 2007-2009	IT-Bubble (2000-2001)	Asian Crisis (1997-1998)	The Great Depression (1929-1933)
Boom characteristics	Credit expansion, high leverage, asset price increases (especially real estate), macro economic imbalances, flexible exchange rates	Asset price increases, high investment growth in IT	Asset price increases (stock and real estate prices), high growth, short term borrowing, current account deficits, high inflation, pegged exchange rates	Credit growth, asset price increases, inflation, fixed exchange rates
Trigger event	Falling house prices and the failure of Lehman Brothers	Higher FED rates	Thailand's decision to let the baht float in July 1997	Wall Street crash 1929
Policy response	Expansionary monetary and fiscal policy, bail-outs	Expansionary monetary and fiscal policy	IMF bail-outs, depreciated exchange rates	Initial tightening of monetary policy, exchange rate depreciation

Izvor: Reavis (2009).

Naposljetku odgovor na krizu u potpunosti je bio različit. Kada je nastala financijska kriza u 2008. godini u idućim razdobljima američka vlada povećala je svoju potrošnju, ne bi li time potakla ekonomiju. Centranle banke spustile su kamatnu stopu i povećale ponudu novca na tržištu. Donosili su se fiskalni paketi koji su značili razne porezne olakšice stanovništvu i poslovnim subjektima. Rasla je potrošnja države bilo to za infrastrukturu, energetiku, zaposlenost ili u cilju novih istraživanja i poticanja razvoja. No, u godinama koje su uslijedile nakon 1929. američka vlada nije bila sigurna u to što joj je činiti. U cilju postizanja proračunskog suficita, što je zapravo suprotno onome što je Vlada zaista trebala učiniti. Utjecaji ekonomskih sila i samo stanje u gospodarstvu nije to moglo dopustiti, te je Vlada zapravo ostvarila proračunski deficit, iako ne u onoj mjeri koja bi potaknula oporavak gospodarstva.

Zajedničko svim krizama spomenutim u tablici 1. je da su razdoblja prije krize bila povezana s visokim gospodarskim rastom i obilnom ponudom kredita. To je potaknulo povećanje cijena imovine, ponekad u dionicama, a ponekad i na tržištu nekretnina. Rastuće makroekonomske neravnoteže također su zajednička značajka, bilo da se radi o deficitu na tekućem računu ili o rastućoj inflaciji. Štoviše, javne financije potiču snažne gospodarske aktivnosti, kao i visoke cijene imovine. U takvim okolnostima porezni prihodi, posebice porez na dobit i porez na

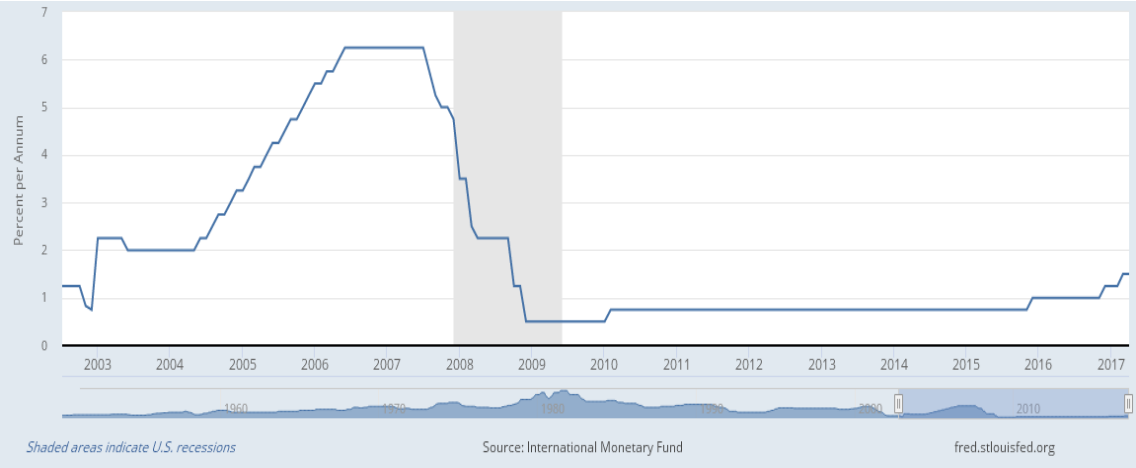
kapitalni dobitak, postaju znatno viši nego u normalnim uvjetima. Stoga je stvarno stanje javnih financija precijenjeno jer službeni brojevi premašuju temeljnu strukturnu situaciju.

Uz navedene sličnosti i različitosti, valja sagledati poveznicu između razloga nastanka objašnjenih kriza i teorijske osnove koje su objašnjene na početku ovoga rada. Svakako se može povući poveznica između Hayekove teorije i ovih kriza. Na početku treba spomenuti navedenu sličnost ove dvije krize: lako kreditiranje. Kao što Hayek navodi u svojoj teoriji, radi smanjivanja kamatne stope ispod razine normalne kamatne stope povećavaju se bankovni krediti, što znači da se ekonomija nalazi u uzletu. Banka svojom politikom lakog kreditiranja doprinosi na početku rastu gospodarstva. Broj danih kredita postaje sve veći i veći zbog niske kamatne stope. Cijene dobara rastu, kao što se dogodilo u oba slučajeva, cijene nekretnina (za financijsku krizu) i dionica (za ekonomsku krizu) su naglo rasle. Hayekova teorija zasigurno objašnjava kako je u oba slučaja bankarska politika lakog kreditiranja utjecala na razvoj financijske i ekonomske krize.

No, obje se situacije mogu sagledati s Keynesovog teorijskog aspekta: smanjenje granične efikasnosti kapitala. S obzirom na povećani broj investicija, granična efikasnost kapitala se smanjuje. U oba slučajeva investicije su značajno i naglo rasle. Zbog velikog priljeva kapitala rasle su investicije u tržište nekretnina, a zbog optimizma i želje za ostvarivanjem kapitalne dobiti rasle su investicije u dionice. Keynes u svojoj teoriji nadalje navodi da takvo ponašanje utječe na povećanje cijene tog kapitala, što se kao što je već utvrđeno, zaista i dogodilo u oba slučaja.

Nakon što je SAD i svijet zadesila financijska kriza, bilo je prijeko potrebno donijeti rješenja koja će pomoći kako poslovnim subjektima tako i stanovništvu država, što će u konačnici utjecati na oporavak cijelog gospodarstva. Jedan od ključnih elemenata bilo je povratiti povjerenje ljudi, odnosno pozitivno utjecati na njihova očekivanja, što je vrlo zahtjevan zadatak s obzirom da kada jednom zavlada panika u gospodarstvu, ljudi se ponašaju sukladno tome jedan duži period vremena. No, kako bi se ipak na to utjecalo pokrenute su razne mjere od strane vlada država. Prvobitno su reagirale centralne banke na dva načina, prvo kroz povećanje likvidnosti na tržištu i drugo kroz spuštanje kamatnih stopa. Centralne banke služile su kao posljednje utočiše drugim bankama, odobravajući im zajmove. Kretanje kamatne stope prikazano je na grafikonu 24 (Hemmelgarn i Nicodeme, 2010).

Grafikon 24: Kretanje kamatne stope u SAD-u nakon krize

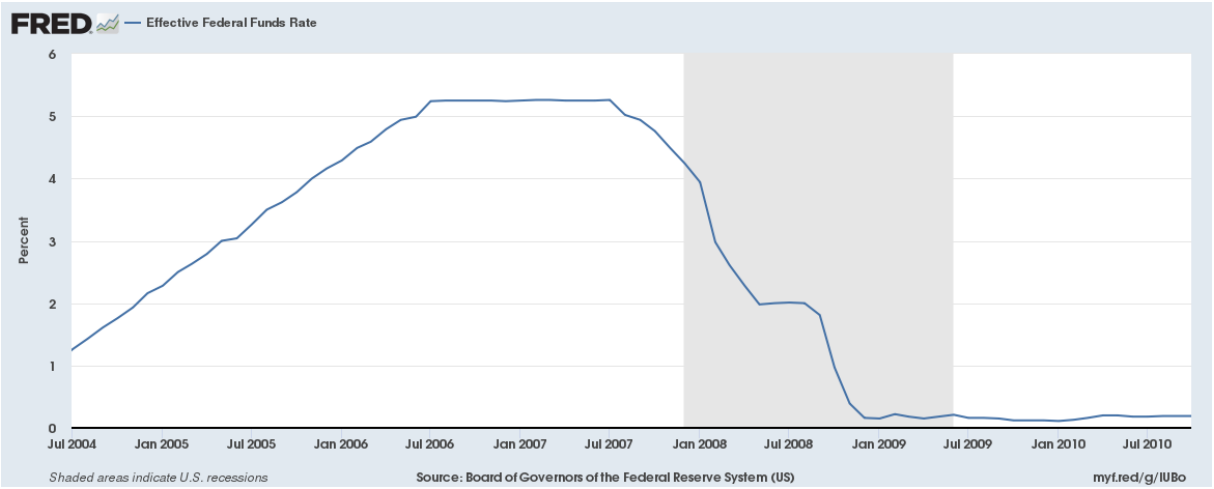


Izvor: FRED Economic Data, (2017)

Na grafikonu je vidljivo smanjivanje kamatne stope, koje je već u 12. mjesecu 2008. godine iznosilo 0,50%. Ta činjenica ukazuje na uključenost monetarne vlasti u rješavanju nastale krize (FRED Economic Data, 2017).

Efektivna kamatna stopa FED-a[25] iskazana je na grafu 25.

Grafikon 25.: Efektivna kamatna stopa FED-A



Izvor: https://www.federalreserve.gov/aboutthefed/files/pf_3.pdf

[25] Efektivna kamatna stopa je kamata po kojoj su depozitarne institucije međusobno prekonoćno trgovale saveznim fondovima. Kada depozitna institucija ima višak stanja na svom računu rezervi, ona posuđuje drugim bankama kojima je potrebna veće stanje. Jednostavnije rečeno, banka s viškom novca, posudit će drugoj banci koja treba brzo podići likvidnost. Stopa koju banka zadužnica plaća banci koja posuđuje određuje se između njih dvije. Ponderirana prosječna stopa za sve ove vrste pregovora naziva se učinkovita stopa saveznih sredstava. Učinkovita stopa saveznih sredstava u osnovi određuje tržište, ali je pod utjecajem Federalne rezerve kroz operacije na otvorenom tržištu kako bi se postigla stopa saveznih sredstava.

Kako bi se spriječilo urušavanje cijelog financijskog sustava, vlade su također bile primorane spašavati banke. Tako je u SAD-u donesen Emergency Economic Stabilization Act (Zakon o hitnoj ekonomskoj stabilizaciji) koji je sadržavao Trouble Asset Relief Program koji je podrazumijevao 700 milijardi dolara za korištenje za kupovinu tkz. trouble asset (imovina s poteškoćama) i kupnju vrijednosnih papira drugih financijskih institucija. Američka vlada je time željela pokrenuti tržište kredita i dugoročno povećati vrijednost imovine (Hemmelgarn, Nicodeme, 2010).[26]

Još jedan odgovor krizi bilo je korištenje paketa fiskalnih poticaja. U SAD-u je donesen Zakon o ekonomskom poticanju (Economy Stimulus Act) kojim je dana porezna olakšica od 150 milijardi američkih dolara. Slično SAD-u je učinila EU, Europska Komisija je predstavila plan za oporavak i rast europskog gospodarstva, te poticanje zaposlenosti. Plan je predložio 200 milijardi eura fiskalnog poticaja za države članice Europske unije. Posljednji američki zakon koji je osigurao porezne olakšice bio je Američki zakon o oporavku i reinvestiranju iz 2009. godine i podrazumijevao je poticajni paket od 800 milijardi američkih dolara. Tim zakonom obuhvaćene su porezne olakšice za stanovništvo i za poslovne subjekte. Također paket je podrazumijevao potpore, potrošnju za infrastrukturu, energetske investicije i istraživanja (Hemmelgarn, Nicodeme, 2010).

[26] Komisija Europske unije također je donijela svoja pravila o državnim potporama za poticanje mjere u korist banaka u kontekstu financijske krize, kako bi potpore bile u skladu s pravilima tržišnog natjecanja na unutarnjem tržištu. Glavni cilj EU bilo je osigurati sigurnost financijskog tržišta. Od početka financijske krize Komisija je donijela 6 Komunikacija o kriznim situacijama (Europska Komisija, 2013).

5. ZAKLJUČAK

Mnogi tvrde da je financijska kriza koja je počela u kolovozu 2007. bila „sustavni događaj“, u kojem je bankarski sektor postao insolventan, u smislu da nije mogao isplatiti svoj dug (Gorton, G. i Metrick, A. 2010). Neki ekonomisti vjeruju da je financijsku krizu 2007.-2008. uzrokovala moćna elita koja je u dobrim vremenima pretjerala i preuzela previše rizika tako što je sve više kockala, uz implicitnu podršku vlade, sve do neizbježnog kolapsa (Reavis, 2009).

S makroekonomske perspektive, kolaps američkog hipotekarnog tržišta bila je iskra koja je pokrenula financijsku krizu koja je započela 2008., tako da je slom kreditnog tržišta doveo do erozije bogatstva. Sve je počelo kada je bivši predsjednik Sjedinjenih Američkih Država, Bill Clinton, 1995. donio zakon kojim bi obični ljudi mogli dobiti jednostavan bankovni kredit za stambene svrhe, bez obzira na to jesu li zajmovi mogli biti vraćeni ili ne u budućnosti (Qudrat, 2009)

Jedan od glavnih uzoraka krize možemo tražiti upravo kod banaka, jer one u svojoj potrebi da prošire svoje baze klijenata, smanjili su kriterije kreditiranja i razvili nove proizvode ili instrumente, kao što su zajmovi sub-prime hipoteka. "Sub-prime" odnosi se na zajmoprimce (obično niske prihode) koji se ne kvalificiraju za stambene ili druge zajmove na konvencionalnim kriterijima, a koji su rizičniji od njihovih "najboljih" kolega, odobravaju se samo po višim troškovima. Na kraju, to je dovelo do onoga što je postalo poznato kao "kriza sub-prime hipoteke", jer sve više i više zajmoprimaca s niskim primanjima otkrilo je da ne mogu vratiti svoje zajmove. Alan Greenspan, predsjednik središnje banke SAD (Federalnih rezervi od 1986. do 2006. godine) držao je vrlo niske kratkoročne kamatne stope te je poticao stvaranje likvidnosti. Kada je napisao svoje memoare, objasnio je: ”Bio sam svjestan da je otpuštanjem uvjeta hipotekarnih kredita za sub-prime zajmoprimce povećan financijski rizik. Ali tada sam, kao i sada, vjerovao da su koristi od proširenog vlasništva nad domovima vrijedne rizika” (Greenspan, 2007).

Zaduživanje je postalo jedini razuman način života u periodu od 2001. do 2007. godine kada je kriza dosegnula vrhunac. Velik dio rasta kredita otišao je na stambeno tržište (uz pomoć Zakona o poreznoj reformi iz 1986., koji je ostavio hipotekarne kamate kao jedini tip koji bi mogao biti odbijen od poreza). Strane središnje banke, kao i domaće i strane komercijalne banke, osiguravajuća društva, mirovinski fondovi i slično, kupovali su obveznice hipotekarnih zajmodavaca koje je sponzorirala vlada Freddie Mac i Fannie Mae. Također su sve više kupovali vrijednosne papire s imovinom koje su sadržavali hipoteke izdane od privatnih tvrtki

za kreditiranje. Ponuda vrijednosnih papira osiguranih imovinom udvostručila se između 2003. i 2004., te se ponovno udvostručila između 2004. i 2005. godine.

Rastuća potražnja za kućama nije došla samo od ljudi koji prije nisu imali pravo na hipoteke radi slabijeg imovinskog stanja nego i od kućanstava srednje klase koji su otkrili da - uz stalno rastuće cijene kuća - mogu akumulirati stambenu imovinu, a zatim dopuniti svoje prihode refinanciranjem njihovih hipoteka i izvlačenjem dijela kapitala. Za one koji su zabrinuti zbog stambenog mjehura, Greenspan je rekao da stambeno tržište samo doživljava "pjenu".

Kućanstva srednje klase koristila su rastuću vrijednost svojih kuća za financiranje privatne zdravstvene skrbi, privatnog obrazovanja, privatnih mirovina i slično. Njihova potpora političarima obvezala se smanjiti poreze i smanjiti državu blagostanja na ništa više nego zaštitni mehanizam za imovinu. Nisu imali poteškoća uvjeriti se da je njihovo rastuće bogatstvo i „oslanjanje na vlastite snage“ plod vlastitih mudrih investicijskih strategija u kontekstu slobodnih tržišta.

Glavni problem u Sjedinjenim Američkim Državama bio je "balon" od 2001. do 2005.godine temeljen na cijenama koji je doveo do činjenice da su cijene kuća dvostruko ili čak trostruko veće u usporedbi sa stvarnom vrijednosti. To je umjetno povećanje uzrokovano od strane tzv. Sub-prime hipotekarnih zajmova koji imaju veće i promjenjive stope, koji, recimo, od početnih 3,75 posto u dvije do pet godina dosegle su 8,25 i više postotaka. Ovi zajmovi odobreni su korisnicima koji nisu bili kvalificirani za zajmove s nižim i fiksnim kamatnim stopama te su prikladni za one prve kupljene kuće zbog inicijalnih povoljnih kreditnih uvjeta.

CDO je posebice omogućio financijskim institucijama da dobiju sredstva investitora za financiranje pod-premija i drugih zajmova, proširenje ili povećanje mjehura za stambene kredite i stvaranje velikih naknada. CDO u biti stavlja gotovinska plaćanja iz višestrukih hipoteka ili drugih dužničkih obveza u jedinstvenu skupinu, iz koje se novac raspoređuje na određene vrijednosne papire u redoslijedu prioriteta. Navedeni vrijednosni papiri koji su pribavljali novac najprije su dobivali investicijske ocjene od rejting agencija.

Do rujna 2008. prosječne cijene stambenih prostora u SAD-u pale su za više od 20% u odnosu na njihov vrhunac sredinom 2006. godine. Kako su cijene pale uslijed pada stambenog tržišta, zajmoprimci s hipotekama s promjenjivim tečajem nisu više mogli refinancirati dug i kako bi izbjegli viša plaćanja povezana s rastom kamatnih stopa prestali su podmirivati svoje obveze. Tijekom 2007. godine zajmodavci su započeli postupke ovrhe na gotovo 1,3 milijuna nekretnina, što je povećanje od 79% u odnosu na 2006. To se povećalo na 2,3 milijuna u 2008.,

što je povećanje od 81% u odnosu na 2007. Do kolovoza 2008. 9,2% svih nepodmirenih hipotekarnih zajmova bilo je ili deaktivirano ili u procesu isključenja. Do rujna 2009. godine to se povećalo na 14,4%.

Na temelju gore iznesene analize možemo prihvatiti hipoteze da se uzroci financijske krize iz 2008.g. mogu identificirati u okviru financijskog sektora i to kako u području ekspanzivne monetarne politike i bankovnog kreiranja novca i kredita koji nije bio popraćen adekvatnom politikom regulacije FED-a, kao tako utjecajem t stvorenog novca i kredita na financijskom tržištu kroz hipotekarne kredite i njihovu daljnju preprodaju, odnosno kroz neregulirani financijski sektor.

Sažetak

Osnovni cilj ovog rada je utvrditi uzroke financijske krize 2007./2008. godine. U radu se prvo spominju poznati ekonomisti kao što su Hayek, Keynes te Mynski te se sagledavaju njihovi stavovi o uzrocima nastajanja krize. Prva velika kriza pojavila se 1929.godine te je predstavljala najveći pad gospodarstva u povijesti. Kriza iz 2008. godine imala je velike sličnosti s krizom iz 1929.godine. Obje krize su nastale zbog pretjeranog kreditiranja, tj. zbog ekspanzivne monetarne politike. Strategije monetarnih politika bile su zaokupljene stabilnošću cijena a zanemarena je kapitalna inflacija, odnosno rast cijena imovina, što je i predstavljeno hitpotezom da je ekspanzivna monetarna politika uzrok globalne financijske i gospodarske krize.

Summary

The main objective of this paper is to determine the causes of the financial crisis in 2007/2008. The paper first intruduces well-known economists such as Hayek, Keynes and Mynski, and their views of crisis emerge. The Great Depression appeared in 1929 and represented the largest decline in the economy in history. The 2008 crisis has been very similar to the 1929 crisis. Both crises were caused by excessive lending, in due to expansive monetary policy. Monetary policy strategies were embedded in price stability and capital inflows and property price growth were neglected, which was also shown by the fact that the expansive monetary policy is on of causes of global finance and the economic crisis.

Knjige:

1. Bordo M., Goldin C., White E., (1998) The Defining Moment: The Great Depression and the American Economy in the Twentieth Century., University of Chicago Press, Chicago.
2. Calomiris, Charles W. (2008) "The Subprime Turmoil: What's old, What's New, and What's Next." Jackson Hole.
3. Greenspan. A. (2007), *The Age of Turbulence: Adventures in a New World*, New York
4. Gregurek. M.; Vidaković. N. (2011) Bankarsko poslovanje, Zagreb.
5. Homsisengphet, S. i Pennigton-Cross, A. (2006) The Evolution of the Suprime Mortgage Market, Federal Reserve Bank of St. Louis Review St. Louis.
6. Hyman, P.; Minsky, Ph.D. (1986) Stabilizing an Unstable Economy, New York
7. Keynes, J.M, (1936) The General Theory of Employment, Interest and Money, Palgrave Macmillan, New York
8. Lange, B. (2007) The Stock Market Crash of 1929 The End of Prosperity, Chelsea House Publisher, New York
9. McElvaine, R. (2004) Encyclopedia oft he Great Depression A-K. Volume 1, Macmillan Reference USA, New York
10. Mises, L. (2006) The Causes of the Economic Crisis and Other Essays Before and After the Great Depression, Ludwig von Mises Institute, Auburn
11. Reavis, C. (2009). The Global Financial Crisis of 2008 – 2009: The Role of Greed, Fear and Oligarchs. MITSloan Management.
12. Schwarcz, S. L. (2009). Understanding the Subprime Financial Crisis. South Carolina Law
13. Simson, J.A. (1933) The Oxford English Dictionary, Oxford at the Clarendon Press, svezak II C.
14. Skidelsky, R. (2010) Keynes The Return of The Master, Public Affairs, New York
15. Skidelsky, R.; Wigström C. (2010) The Economic Crisis and the State of Economics, Palgrave Macmillan, New York

Članci:

16. Bajo, A., i Penava J. (2012) Kreditne rejting agencije i kreditni rejting države. Riznica, br. 1., str. 45-46.
17. Bernanke B. (2004), Conducting Monetary Policy at Very Low Short-Term Interest Rates. American Economic review vol.94, NO. 2, May 2004. str. 85-90.
18. Bordo M, Goldin C, White E, (1998), The Defining Moment: The Great Depression and the American Economy in the Twentieth Century, University of Chicago Press, Vl (1998), str. 67-86
19. Comunicazione della Commissione al Consiglio Europeo: Un piano di ripresa economica, COM (2008) 800 definitivo, Brussels, 2008., str. 2.
20. Deasi R., (2010), Consumption demand in Marx and in the current crisis, in Paul Zarembka (ed.) The National Question and the Question of Crisis (Research in Political Economy, Volume 26) Emerald Group Publishing Limited, str.101 – 143.
21. Fishback P, (2010), US monetary and fiscal policy in the 1930s, Oxford Review of Economic Policy, Vl (2010), 3, str. 385–413.
22. Gorton, G.; Metrick, A. (2010) Securitized Banking and the Run on Repo. Journal of Financial Economics 104 (2012), str. 425-451.
23. Hemmelgarn T, Nicodeme G, (2010), Taxation Papers The 2008 Financial Crisis and Taxation Policy, European Commission, Université Libre de Bruxelles, CEPR and CESifo

24. Luccheti, A. ,Serena, N. (2007) How Rating Firms' Calls Fueled Subprime Mess, The Wall Street Journal, str.2. Dostupno na: http://www.wsj.com/articles/SB118714461352698015 (18. ožujak 2019.)
25. Shorter G., i Seitzinger M., (2009), Credit Rating Agencies and Their Regulation dostupno na: https://www.researchgate.net/scientific contributions/2110243645_Michael_V_Seitzinger/amp. Pristupljeno (23.04.2019)

Internet izvori:

26. ALFRED (ArchivaL Federal Reserve Economic Data), Federal Reseve Bank of St. Louis, dostupno na: https://fred.stlouisfed.org/. Pristupljeno (15.03.2019)
27. Board of Governors of the Federal Reserve System. Policy Tools. Dostupno na: https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/policytools.htm., Pristupljeno (10.05.2019).
28. Board of Governors of the Federal Reserve System. Purposes & Functions, Conducting Monetary Policy. Dostupno na: https://www.federalreserve.gov/aboutthefed/files/pf_3.pdf Pristupljeno (10.05.2019.)
29. CDO., Dostupno na: https://www.investopedia.com/terms/c/cdo.asp, Pristupljeno (01.06.2019)
30. Chang, Winston W., (2011) Financial Crises of 2007 – 2010. Available at SSRN: https://ssrn.com/abstract=1738486 or https://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1738486
31. Depository Institutions Deregulation and Monetary Control Act of 1980 dostupno na: https://www.federalreservehistory.org/essays/monetary_control_act_of_1980 Pristupljeno: (12.04.2019)
32. Efektivna kamatna stopa, Dostupno na: https://www.hnb.hr/statistika/statisticki-podaci/financijski-sektor/druge-monetarne-financijske-institucije/kreditne-institucije/kamatne-stope., Pristupljeno (29.05: 2019)
33. Elkhoury M., (2009) Credit rting agencies and their potential imapct on developing contries dostupno na https://unctad.org/en/docs/gdsddf20081_en.pdf#page=170. (pristupljeno 15.04.2019)
34. Europska komisija (2013) Dostupno na: https://eur-lex.europa.eu/legal-content/HR/TXT/PDF/?uri=CELEX:52013XC0730(01)&from=SL. Pristupljeno (28.05.2019)
35. Fannie Mae i Freddie Mac dostupno na (https://www.fhfa.gov/SupervisionRegulation/FannieMaeandFreddieMac/Pages/About-Fannie-Mae---Freddie-Mac.aspx) Pristupljeno (10.04.2019)
36. Fitch Ratings (2007) Global structured finance outlook—Economic and sector-by-sector analysis.Dostupno na :http://people.stern.nyu.edu/igiddy/articles/moodys_ratings_revisions.pdf. Pristupljeno (13.04.2019)

37. FRED Economic Dana, (2014), dostupno na: https://fredblog.stlouisfed.org (posjećeno 4.11.2018)
38. Frost, Carol Ann. (2006) Credit Rating Agencies in Capital Markets: A Review of Research Evidence on Selected Criticisms of the Agencies dostupno na : https://ssrn.com/abstract=904077. Pristupljeno (15.04.2019)
39. Home Ownership and Equity Protection Act, Dostupno na: https://www.bankrate.com/glossary/h/home-ownership-and-equity-protection-act/, Pristupljeno: (10.05.2019)
40. http://www.berkshirehathaway.com/SpecialLetters/WEB%20past%20present%20future%202014.pdf
41. J.P. Morgan Chase & Co. Dostupno na https://www.jpmorganchase.com/corporate/About-JPMC/about-us.htm., Pristupljeno: (22.05.2019)
42. Kunczik, M., 'Globalization: News media, images of nations and the flow of international capital with special reference to the role of ratinagencies', IAMCR Conference, Singapur, 2001.
43. Macrotrends, (2018) dostupno na https://www.macrotrends.net/2484/dow-jones-crash-1929-bear-market., Prostupljeno (6.11.2018)
44. MinskyH., (1975) The Financial Instability Hypothesis: An Interpretation of Keynes and an Alternative to "Standard Theory". Dostupno na: https://digitalcommons.bard.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1037&context=hm_archive. Pristupljeno (17.05.2019)
45. Pettinger T, (2016), Marginal Efficiency of Capital MEC, dostupno na: https://www.economicshelp.org/blog/glossary/marginal-efficiency-capital/., Pristupljeno (4.11.2018)
46. Qudrat, A. (2009, January). The Financial Express. Dostupn na: http://www.thefinancialexpress-bd.com/2009/01/02/54822.html., Pristupljeno (28.06.2019)
47. Qudrat, A. (2009), The Financial Express. Dostupno na: http://www.thefinancialexpress-bd.com/2009/01/02/54822.html., Pristupljeno (15.01.2019)
48. Stiglitz J., (2010), Risk and Global Economic Architecture: Why Full Financial Integration May Be Undesirable Dostupno na https://www.nber.org/papers/w15718., Pristupljeno (15.05.2019)

49. Tax Reform Act Of 1986 dostupno na: https://www.investopedia.com/terms/t/taxreformact1986.asp., Pristupljeno: (12.04.2019)
50. The Alternative Mortgage Transaction Parity Act of 1982 dostupnp na: https://www.investopedia.com/terms/a/alternative-mortgage-transaction-parity-act-amtpa.asp., Pristupljeno: (12.04.2019)
51. Winston W. Chang., (2007) Financial crises of 2007 – 2010 Dostupno na: https://ssrn.com/abstract=1738486. Pristupljeno (15.05.2019)
52. Yahoo (2018) Yahoo Finance Dostupno na https://finance.yahoo.com/quote/2018.hk., Pristupljeno (22.05.2019)
53. Živkov D., Pavkov I., (2012) Predimenzioniranje subprimiranog hipotekarnog tržišta kao glavni uzrok njegovog sloma. Dostupno na: http://www.vps.ns.ac.rs/SB/2012/11.8.pdf. Pristupljeno (15.03.2019)

Popis Grafikona, Slika, Tablica

- Grafikon 1.: Granična efikasnost kapitala
- Grafikon 2.: Zamka likvidnosti
- Grafikon 3.: Kretanje diskontne stope u SAD-u 0d 1920.-1939.
- Grafikon 4.: Kretanje Dow Jones indeksa od 1929. do 1932.
- Grafikon 5.: Kretanje stope nezaposlenosti u SAD-u od 1929. - 1942.
- Grafikon 6.: Kretanje indeksa općeg nivoa cijena u SAD-u od 1860. – 1939.
- Grafikon 7.: Kretanje osobnog dohotka per-capita u SAD-u od 1929. – 1940.
- Grafikon 8.: Kretanje bruto domaćih investicija u strukture u SAD-u od 1929. – 1949.
- Grafikon 9.: Kretanje deficita ili suficita proračuna SAD kao udio BDP-a od 1870.-1990.
- Grafikon 10.: Kretanje nominalne vladine potrošnje, prihoda i suficita/deficita u milijardama američkih dolara od 1929.- 1939
- Grafikon 11.: FED-ova diskontna stopa od 2000. do 2009
- Grafikon 12.: Kapitalni račun SAD od 1995. – 2008.
- Grafikon 13.: Prodaja i cijena kuća u SAD-u od 1995. – 2008.
- Grafikon 14.: Američko tržište nekretnina od 2001. do 2007. godine
- Grafikon 15.: Američki sub-prime hipoteke: rast i udio ukupne hipoteke na tržištu

- Grafikon 16 .: Kretanje ARM i dugoročne nominalne kamatne stope u SAD-u za razdoblje od 1995. – 2008.
- Grafikon 17.: Kretanje postotka nenaplaćenih kredita u SAD-u od 1998. – 2007.
- Grafikon 18.: Kretanje cijena kuća tijekom godina u SAD-u.
- Grafikon 19.: Kretanje međubankovnih kredita od 2005.-2009.
- Grafikon 20.: Omjeri financijske poluge glavnih američkih investicijskih banaka
- Grafikon 21.: Kretanje broja neuspješnih bankovnih institucija od 2000. – 2014. u SAD-u
- Grafikon 22.: Kretanje indeksa S&P-500 od 2000. do 2013. na američkom tržištu
- Grafikon 23.: Kretanje postotne promjene BDP-a od 2000.-2018. u SAD-u
- Grafikon 24.: Kretanje kamatne stope u SAD-u nakon krize
- Grafikon 25.: Efektivna kamatna stopa FED-A
- Slika 1.: Shematski prikaz krize po Minskiyju
- Tablica 1.: Usporedba različitih kriza tijekom godina