

ШТА НАМ ЈЕ О ФИНАНСИЈСКИМ КРИЗАМА ПОРУЧИВАО ХАЈМАН МИНСКИ

Апстракт: *Актуелна финансијска криза је истовремено актуелизовала дјело и идеје америчког економисте Хајмана П. Минскија. У своје вријеме готово непознат у Америци, дуго година после његове смрти, он се врло често спомиње у академској и широкој јавности. Сада се многи позивају на њега јер је у свом раду практично предвидио настанак велике финансијске и економске кризе која нас је задесила. Мински је био кејнзијанац, а због својих идеја које су битно одступале од владајућих школа економске мисли био је занемарен. Његова анализа се усмјерава на начин финансирања економије и формирање балона цијена актива који неминовно води ка пуцању балона, губицима и рецесији. Мински апострофира улогу банакарског кредита који је "ракетно гориво" за раст цијена и стварање претјераних оптимистичких очекивања и еуфорије на појединим тржиштима актива. Након еуфорије логично слиједи пуцање балона, ("Minsky moment") драстичан пад цијена актива, нагло смањење кредитирања ("Minsky meltdown") и крах. У том контексту Мински говори о инхерентној нестабилности капитализма износи "хипотезу о ломљивости финансијског система". Ипак, Мински вјерује у капитализам, али не у дивљи и необуздани капитализам неолиберала већ демократски, регулисани, на темељима Њу дила са инситуционалним финансијским аражманима који регулишу финансијски сектор и спрјечавају формирање балона и криза. Мински се залаже за праведнију расподелу доходака у САД-у и већу социјалну улогу државе. Мински је проширио границе дисциплине јер се фокусирао на структурна, друштвена и политичка питања. Савремена финансијска економска криза, као уосталом и многе претходне кризе, одвија се управо по формули коју је Мински своједобно прецизно формулисао. Чак и балони који су настали у Босни и Херцеговини (берзе и тржишта некретнина) праћени експанзијом кредита, имали су свој ток управо по формули Минског.*

Кључне ријечи: *Минскијев моменат, хипотеза финансијске нестабилности, ломљивост финансијских тржишта, "Buble есопоту", инхерентна нестабилност капитализма.*

ЈЕЛ класификација: E12,E32

1. УВОД

Читава економска историја савременог свијета је истовремено и историја финансијских и економских криза. Поједине државе, регије па и свијет, наизмјенично пролазе кроз раздобља економског просперитета и периоде економског успоравања, пада економске активности па и потпуних економских

¹ Редовни професор, Економски факултет Универзитета у И. Сарајеву, Ул. Алексе Шантића 3, Пале; Е-mail: novoplakalovic@gmail.com;

крахова. Таксономија криза је врло широка, према факторима који су их узроковали, манифестацијама кризе, дубини и трајању криза, просторном обухвату и сл. Економисти настоје пронаћи заједничке карактеристике и дефинисати општи модел настанка и разрјешавања финансијских и економских криза. Иако су искуства свијета у погледу криза дуга и болна, оне се изнова и изнова дешавају сугеришући да није довољна само спознаја и искуство да би се предуприједиле будуће кризе. Свијет изгледа немоћан у том погледу. Вјероватно оне нису искључиво у домену рационалног, постоји нешто више од тога, нешто неухватљиво. Многи економисти су се бавили тим феноменом и имају своја објашњења, често детерминисана основном линијом струје економске мисли којој припадају и од чијих темељних учења полазе. Чини се да се приликом сваке финансијске и економске кризе актуелизују ставови и мишљења једног америчког економисте који већ одавно није међу живима. У своје вријеме он је био готово непознат, на неки начин и одбачен од владајућих струја економске мисли. Није био награђиван нити у широј јавности присутан, али је у своје вријеме веома цијењен од оних који су били ближе упознати са његовим радом, анализама и идејама. Хајман П. Мински у актуелном времену финансијске кризе добија највећу сатисфакцију јер се многи, па и најчувенији свјетски економисти, присјећају Минског, његовог дјела и анализе. На тај начин он је у свим разматрањима финансијских криза незаобилазан, иако му је своједобно исказивана врло слаба пажња. Све нас то наводи да у овом кратком есеју покушамо изнијети основне погледе Минског, те да на тај начин макар у малој мјери допринесемо упознавању домаће научне и стручне јавности са дјелом економисте који ни у својој земљи није био довољно познат, а камоли шире, бар не у мјери у којој то стварно заслужује.

2. КО ЈЕ БИО МИНСКИ?

Драматична криза која је свом силином избила на површину током 2008. године у САД, проширила се изван граница земље у којој је настала, а потом добила незапамћене међународне размјере. Криза је донијела много проблема економистима који су претходно прогнозирали нову еру стабилности, а поготово властима и носиоцима економске политике који су морали да се директно супротставе ескалирајућој кризи. С друге стране, неколицина економиста почиње говорити о наступању "Минскијевог момента". Све већи број такозваних инсајдера (људи који су професионално присутни у неком бизнису), почиње да брине о доласку "Минскијевог топлјења". Мински, до недавно готово потпуно непознат, опскуран макроекономиста, како га карактерише новинар часописа *Boston Globe*, умро је прије скоро 15 година. За њега у Америци готово да нико није чуо до појаве актуелне кризе. За живота фигура у сјени економске професије, он се сада појављује као неко ко је давно видио и предвидио што ће се догодити Америци и свијету, па чак и тачну врсту топлјења које ће погодити глобалну економију (Mim S.2009).

Појавом проблема са такозваним "subprime" кредитима у САД-у, па надаље снажним избијањем кризе, чије размјере одавно нису забиљежене, сада је свакоме на уснама Мински, како то, између осталих бројних економиста па чак и

нобеловаца, примјећује Анастасија Несветаилова (2008). Дуго времена на маргинама главне струје у финансијама и економији он се сада враћа на странице часописа *Financial Times*, *The Economist* па чак и у *IMF*. Како се његова звијезда појавила, нобеловци говоре како су они већ инкорпорисали његове увиде у своја дјела, а копије његових књига се поново штампају и добро продају. Од готово заборављене фигуре, он изненада постаје кључни играч у дебати о томе како учврстити финансијски систем.

Актуелну позицију и значај Минског сликовито дочарава новинар *Prospekt*, Tom Strejthorst (11. jun.2009):

"Хајман Мински није никада добио Нобелову награду нити је предавао на Prinsetonu, није био велико име у професији. Био је комадић култне фигуре (ако је Кругман Спрингстин, онда је Мински Иги Поп), али када је Мински умро прије 13 година нешто мало посткејнзијанске супкултуре је знало његово име. Ништа више. Сада се на њега позивају свуда, од колумни у *Financial Times* до извјештаја Goldme Sečs 'Glasa Grada' рубрике *New Yorkera*. Разлог за то је, иако мртав, што је он, више него било ко други, предвидио нашу финансијску пропаст."

Хајман "Хај" Мински, није био у добрим односима са академском заједницом из владајуће струје економске мисли. Дакле, налазио се изван главних актуелних, признатих и у јавности и политици уважених токова економске мисли у САД. Због тога заслужује и епитет којим га бројни аутори често обиљежавају те називају старим одметником и отпадником. Мински током свог времена остаје релативно непознат економиста у САД осим, наравно, у ужем кругу његових ученика и сљедбеника.

"Мински је био побожни кејнзијанац, увјерен да су већина других економиста, који себе сматрају кејнзијанцима, били јеретици који су цензурисали мисао великог човјека. За Минског, Кејнсов кључни увид је био везан за улогу неизвјесности. Насупрот неокласичним заступницима који су познати као рационални, Мински је човјек који нема индицију о томе колика ће бити цијена бакра у наредних пет година. Неизвјесност у погледу профитабилности инвестиција отвара простор за улогу емоција, за ирационално расположење (веселе) и чини успон и крах неизбјежним. У математизованом свијету заступника рационалности који доминирају академском економијом, пословни циклуси могу бити само креирани изван система, кроз технолошку промјену. За Минског они су ендogene природе, нестабилност капитализма је уграђена у његову истинску природу."(Strejthorst T. 2009)

У стручној литератури некадашње Југославије, Минском пажњу посвећује Ћировић М. у својој релевантној и једној од најбољих књига тог времена из области монетарне економије под истим насловом *Монетарна економија* (1987). На страни 166-167. своје књиге, аутор презентује Минскијеву интерпретацију претјеране инвестиционе активности и улоге флексибилног финансијског система који то подржава, оптимистичких очекивања и фазе слома због немогућности сервисирања дугова једног броја компанија.

У актуелном наставном плану и програму предмета Монетарна економија Универзитета у Падови којег воде Рикардо Белофјоре и Пјеро Фери значајан простор се посвећује изучавању Минскијеве теорије о финансијској нестабилности.

Аутор овог чланка у свом уџбенику, који се користи као обавезна литература на Универзитету у Источном Сарајеву и неким другим универзитетима, под насловом *Монетарна економија* (2004), читаво поглавље је посветио разматрањима финансијске нестабилности и шпекулацијама засновано највећим дијелом на неконвенционалном увиду Хајмана Минског.

Мински је рођен 1919. године у Чикагу, у савезној држави Илиноис, у породици мењшевика, имиграната из Бјелорусије. Према Wikipедији његова мајка Дора Закон је била активна у покрету радничких синдиката који тада започињу своје дјеловање у Чикагу а његов отац Сем Мински је био активан у јеврејској секцији Социјалистичке партије Чикага.

Мински је почео студирати математику, али се окренуо економији, похађајући курсеве интегрисаних друштвених наука на Универзитету у Чикагу гдје је и дипломирао. Слушајући курсеве и семинаре на којима су предавали Оскар Ланг, Пол Даглас, Френк Најт и Хенри Симон, дакле професора са чикашког универзитета и врло значајних имена у економској науци, код њега се буди интерес за економијом. Студије економије завршава 1947. године на Харварду гдје стиче диплому мастера из јавне администрације. Са прекидима због службе у Армији САД, Мински 1954. године стиче докторат на Харварду при чему је био вођен менторством Џозефа Шумпитера и Веслија Леонтајфа.. У својој докторској дисертацији Мински истражује односе између тржишне структуре, финансирања инвестиција, опстанка фирми, агрегатне тражње и перформанси пословног циклуса. Ове теме Мински и даље развија и остаје преокупиран њима током цијелог живота. Предавао је економију на *Carnegie Tech* (данас *Carnegie Mellon University*) и *Brown University*. Од 1957. до 1965. предаје на Универзитету „Калифорнија“, Беркли. На Берклију он изоштрава своје идеје и теорије о финансијским иновацијама и значају иницијалних услова финансијске позиције који одређује будућност економије. Мински апострофира робусне корпоративне билансе који током времена постају ломљиви, што доводи до економских услова који могу обезвриједити дуг и водити у репризу тридесетих година. Ти његови ставови су разрађени у књизи *John Maynard Keynes* (1975) и *Stabilizing Unstable Economy* (1986). Од 1965. године до свог пензионисања он је био професор економије на Универзитету „Вашингтон“ у Сент Луису. Своју радну каријеру завршава као истакнути (заслужни) професор на *Levy Economics Institute of Bard College* све до своје смрти 1996. године.

Зашто нас је Мински заинтригирао? Наиме, крајем осмадесетих година у руке нам је доспјела књига Минског (1986) у којој он разрађује тезу о инхерентној нестабилности капиталистичке економије. Такав приступ се аутору овога есеја, у то доба младом економисти и истраживачу из система самоуправног социјализма, свиђао, јер је наша званична тада владајућа друштвена и економска идеологија, па тако и економска и друштвена мисао, била социјалистичка, базирана на марксистичкој економској и друштвеној доктрини у којој није било баш пуно мјеста за капитализам и законе тржишта. За тадашње економисте (наравно већина је, вољно или невољно, здушно бранила и "унапређивала" тадашњу економску идеолошку конструкцију или је трагала за некаквим "компромисима" између тржишта и планске привреде, да не кажемо "командне економије") се ипак јављао велики проблем како да се истражују и анализирају економски проблеми и траже економска рјешења када су закони

тржишта и слободне конкуренције у постојећем економском систему напосто били неприхватљиви. Минскијеви ставови су се на неки начин "уклапали" и настављали на нашу социјалистичку економску традицију и владајућу идеологију, јер је његово објашњење криза упућивало на инхерентну слабост и нестабилност капитализма.

Истина је да је Минског властита анализа и дијагноза нагнала да изађе и на поље економске филозофије. У завршном поглављу своје књиге *John Maynard Keynes* (1975) он излази из економске дијагнозе и прописује радикалне рецепте за рјешење проблема, односно да би се избјегле дубоке рецесије и обезбиједио уједначен доходак за америчка домаћинства. На тај начин Мински, са једним оком усмјереним ка економској стабилизацији, а другим ка социјалној једнакости, постаје поборник социјализације инвестирања. Нажалост Минскијев радикални интервенционистички приступ је значио подизање "црвене заставе" и то је без сумње, како примјећује Барбера J.P (2008) у предговору последњег издања Минскијеве књиге *John Maynard Keynes*, био разлог смањене пажње која је поклањана дјелу овог економисте коју је он заслуживао, што је очигледно и вријеме показало. Његови сљедбеници су прихватили овај став, залагали се за државно директно инвестирање и очекивали апокалиптичан крај ако се такви кораци не би предузели. Међутим, треба раздвојити његову дијагнозу од прописивања рецепата. Наиме, увид у Минскијеву анализу показује управо супротно. Он у својој анализи, у ствари, заступа слободно тржиште. Његов најзначајнији увид је базиран на традицији његовог ментора Џозефа Шумпитера, по коме су периодична снажна посртања управо неизбежан дио капиталистичке развојне приче. Практично, Мински основну Шумпитерову идеју о креативној деструкцији пројектује на свијет финансија. Они који подржавају слободно тржиште су, у ствари, на фону Шумпитеровог осјећаја да капиталистичке финансије најбољи посао одрађују приликом алокације ресурса у друштву. То доказују примјером неефикасних социјализованих инвестиција у социјалистичким друштвима бившег источног блока које су значиле велико расипање ресурса, неефикасност и у крајњем улагања која су потпуно индиферентна на стварне потребе грађана. Када снаге тржишта покрећу капитал у свијету пуном неизвјесности, Мински јасно показује да је ризик у тим околностима инхерентан. Присталице слободног тржишта на Минскијеву дијагнозу одговарају да се активизам монетарне политике мора обуставити. Међутим, разријешене руке централне банке су нужне како би могла реаговати на луди оптимизам који сви економски циклуси емитују. Мински вјерује да неизбежне епизоде економске нестабилности оправдавају потребу за поправкама и побољшањима економске политике, што подразумева појачану улогу државе. У посљедње три деценије у САД-у, а и генерално, се ишло у сасвим супротном правцу, мада нико није могао занемарити фантастичан економски раст и формирање имовинских балона. То онда, по природном слиједу ствари, у фокус избацује Минскијеву анализу. Без обзира на реакције економске политике, а видјели смо да је држава морала интервенисати и предузети у актуелној финансијској кризи радикалне мјере у спасавању система, двије ствари већина економиста мора прихватити. Прва је да тржишни преокрети на сегменту актива иду са капиталистичким системом и друга да оштре промјене на тржишту актива воде реалну економију ка циклусима економског успјеха и слома. То је довело до тога да сада многи

економисти, владајуће струје економске мисли, можда несвјесно, у све већој мјери звуче као просвјешћени сљедбеници Хајмана Минског. (Barbera J.R, 2008.).

"Већина оног што смо чинили у макроекономији у последњих тридесет година је било спектакуларно бескорисно", изјављује професор Кругман на свом предавању на ЛСЕ под насловом "Ноћ поновног читања Минског" и закључује "ако имате модел гдје је свако рационалан, било би тешко да додје до изненадног колапса свјетског финансијског система" (Strejthorst T. 2009).

Дефинитивно, Мински је вјеровао у капитализам, али је такође вјеровао и у његове "урођене", "генетске слабости". Сматрао је да су модерне финансије далеко од стабилизујућих снага, како су их економисти владајуће струје карактерисали. По Минском, то је био систем који ствара илузију стабилности док симултано ствара услове за неизбјежан и драматичан колапс. Он је предвидио кризу и вјеровао да читав финансијски систем садржи сјеме властите деструкције. Мински каже: "Нестабилност је инхерентна и неизбјежни дефект капитализма". Мински је песимиста и његова визија финансијског капитализма истиче инхерентну нестабилност и непредвидљивост, насупротив оптимизму заступника слободног тржишта. И мада неки посматрачи и ово текуће топлеење сматрају привременим и бенигном епизодом, као и претходне епизоде и тиме их виде само као корекцију тржишних вриједности, има доста разлога да се узме у обзир песимистичка Минскијева интерперетација као тачније и трезвеније тумачење кризе и њених импликација.

Аутор овог есеја је имао срећу да лично сретне великог економисту Хајмана Минског, по властитој жељи, због чега је посебно поносан. Када нам се пружила прилика искоришћена је мудрим избором сусрета са старим професором који се десио на Универзитету „Џорџ Вашингтон“ у Сент Луису. Томе у прилог свакако говори чињеница о садашњој његовој актуелности, али и фасцинантан утисак који је на аутора оставио, те побудио велико интересовање за његов рад и погледе. Уз све то, ти сусрети су помогли да се схвати понешто и више, што је читањем иначе било тешко "ухватити". Општа импресија је да је сам Мински имао о себи високо мишљење, као уосталом, како се то одмах могло примијетити, и његово непосредно окружење, те да је био изузетно цијењен. У првом сусрету, уз дозу треме код аутора овог есеја, присјећамо се да је Мински истакао да је на чикашки универзитет доспио прије Фридмена (чувена чикашка школа). Очито је било да му монетаризам није прирастао срцу, што истиче и један његов бивши студент, који је 1997.г. похађао напредне курсеве код Минског. Без обзира на званичан наслов курсева, како каже, то су била предавања о "Минскијанизму". Био је „отпадник“, чак и превише, будући готово одбачен од осталих, пошто је отворено мрзио традиционални Самуелсон Соловљев кејнзијанизам једнако као и фридмановске монетаристе. Увијек је мислио да се колапс тржишта налази ту, одмах иза угла, замјера му његов бивши студент. (Foks J. 2009).

Приликом првог сусрета аутора овог чланка са Минскијем на Универзитету „Џорџ Вашингтон“ у Сент Луису, професор не пропушта да истакне да линија економске мисли иде од Адама Смита, Рикарда, Маркса, Кејнса до Минског. Те 1989. године се називао крај комунизма, односно социјализма источног блока. На своје питање упућено аутору овог текста, на које

ни сам аутор није имао прави одговор, а оно је гласило: " зашто социјализам не може опстати", Мински сам одговара: "јер нема моћ прилагођавања коју има капитализам". У неформалном разговору било је очигледно да је Мински био врхунски интелектуалац и највише је одговарао некој ауторовој личној предодби коју је имао о западњачком интелектуалцу, коме нису стране социјалистичке идеје.

2. АКТУЕЛНА ФИНАНСИЈСКА КРИЗА И ПОТРЕБА ПРЕИСПИТИВАЊА ВЛАДАЈУЋИХ ПАРАДИГМИ

Постојећа криза је довела до раширеног увјерења да се актуелна макроекономија мора преиспитивати. Владајућа макроекономска парадигма, како то примјећује Вилијам Вајт (2009), бивши главни економиста БИС-а, не оставља простора за кризу какву је свијет недавно искусио.

Кејнзијанска револуција значи успостављање модела опште равнотеже, међутим, очекивања која се круцијално тичу Кејнса су у емпиријским моделима обухваћана тек у рудиментарној форми. Те недостатке надокнађују неокласични модели, али они полазе од претпоставке да сви економски агенти своја очекивања формирају на рационалан начин. Неокејнзијанци се разликују од неокласичара јер уводе у моделе ригидност надница и цијена које је Кејнс имао у виду. Ова линија мишљења је довела до формирања модела динамичке стохастичке равнотеже које посљедњих година слиједе истраживачи и водеће централне банке.

Актуелна криза демантује адекватност модела рационалних очекивања. Поједностављене претпоставке у модерној макроекономији ипак нису довољне да објасне реални свијет. Послијератни кејнзијански модели нису могли предвидјети тачку преокрета ("turning point") те су били ограничени прогнозирајући будућа кретања на бази прошлости. То је и био један од највећих недостатака ових модела јер су занемаривали Кејнсов базични увид, а то је да су очекивања кључна за све облике економског понашања, а због комплексности економије будућност је неизвјесна. Суочена са неизвјесношћу економска понашања су великим дијелом вођена хеуристичким средствима и сировим емцијама или "животињским духом", о коме говоре Акерлоф и Шилер (2009), која могу нагло и оштро одступати од прошлости.

Кејнзијански модели добро објашњавају како свијет функционише, али нису добри у предвиђању будућности. У том смислу велики практични значај могу имати увиди аустријске школе економске мисли и приступи Хајмана Минског. Аустријска школа потенцира утицај експанзије новца и кредита на раст цијена актива што током времена доводи до дебаланса. У том контексту треба имати у виду претјеран раст потрошње у САД-у, Британији и неким другим земљама, иако је стопа штедње у тим земљама у односу на ГДП близу нуле или испод. С друге стране, стопа инвестирања у Кини достиже и 50 % њеног ГДП-а што прије може значити сигнал опасности него одрживог раста. На супротној страни имамо предимензиониране производне капацитете на глобалном нивоу у многим дјелатностима, као што су финансијске услуге са својим глобалним

мрежама понуде, производња аутомобила, дистрибуција на велико, грађевинарство и многи други међуфазни и примарни инпути.

Сигурно је да ће доћи до значајнијих производних преструктуисања и питање је да ли ће кејнзијанске политике подстицаја тражње имати позитивне ефекте у дужем року. Пад производње, пораст структурне незапослености, смањене инвестиције због оштријих услова кредитирања, незапосленост и наднице које се не прилагођавају, може наводити на оцјену да би политике подстицања тражње могле изазвати брже инфлационе притиске него се то очекује. Експанзија и јефтин кредит у тим околностима ће имати ефекте који су врло неизвјесни, уз неизвјесности које иду са промјенама у агрегатној понуди, а које сада нису добродошле. (Вајт В. 2009: 3).

Популарна скраћеница за све актуелне економске потешкоће је "глобална финансијска криза". Међутим, ова криза је истовремено и финансијска криза и криза реалног сектора економије. Финансијска криза има повратне ефекте на реални сектор економије кроз погоршане услове кредитирања и зато изгледа да се ради само о финансијској кризи. Парадоксално је да савремена економска теорија тешко спомиње проблеме у финансијском сектору. Према аустријској школи банке креирају новац и кредит гдје се налази коријен криза које се с времена на вријеме појављују у капиталистичкој економији. Генерално, у економској теорији се недовољно пажње поклања овом аспекту.

3. МИНСКИЈЕВ МОМЕНАТ И КОНЦЕПТ ТОПЉЕЊА

Пунија евалуација овог аспекта се налази код Минског који говори о стадијима кредитног раста са кредитним хоризонтом који постаје краћи и који кулминира у *Понзи финансирању*. То значи да се кредити у посљедњој фази бума узимају да био се платиле камате за претходне кредите. У моменту који је немогуће предвидјети, кредитори би изненада признали своју глупост. Прво би се фокусирали на властиту изложеност, а онда углавном моментално на оно што сматрају чак неопрезније понашање осталих. На овом "Минскијевом моменту" почео би слом, са значајним импликацијама на реалну економију. Док то изгледа као криза ликвидности, разлог за пресушивање расположивог кедита је био по Минскијевом виђењу, дубока брига због инсолвентности друге стране, укључујући и остале банке.

Позадина одлуке *BNP Paribas* у августу 2007. године да замрзне потраживања од стране три њена узајамна фонда, и пропаст *Lehman Brothers-a* 2008. године, изгледа да потврђује да је много Минскијевог рада релевантно за текуће проблеме. На примјеру краха *Nothern Rock-a* и Великој Британији, Несветаилова А. (2008) тестира Минскијеве хипотезе. У банци је ситуација у погледу неперформансних хипотекарних кредита драматично погоршавана (број некретнина које је банка морала преузети у посјед је са 80 у 2003. години порастао на око 1000 у 2007. години). На то у банци нису реаговали на вријеме већ су наставили са кредитирањем. Зашто је то тако чињено, аутор покушава објаснити. Један могући разлог је немарност менаџера банке, други морални хазард, јер су сматрали да су сувише битни да би пропали, због чега су и милијарде фунти јавних средстава искоришћене за њено спасавање.

Банке ризиком управљају на бази принципа "стварања и дистрибуисања", а у циљу стицања профита помјерају кредите на неповезане афилијације и на ванбилансне операције. Ту се налази сјеме Минскијеве *Понзи кризе* која произлази из индивидуалног потцјењивања ризика од стране финансијске компаније, односно немара њених менаџера, али и због устројства финансијског система самог по себи. То захтијева комплеснији и радикалнији одговор укупне политике, а не само рјешавање појединачних случајева које није довољно за рјешавање проблема у дугом року. *Northern Rock* се није само упуштао у лоше кредите и *субприме* кредите и слично већ и у одређене финансијске шеме врло мрачне и сумњиве и то заједно са другим највећим инвестиционим банкама. Према томе, текућа криза није резултат само лошег функционисања финансијских институција, тржишног сегмента или финансијских модела, већ је последица политичког режима који дозвољава приватизацију добитака, а социјализацију губитака. На тај начин се *Понзијеве финансије* појављују као легитиман и проминентан инструмент модерних финансија.

Тешко је идентификовати архитекте финансијских *Понзи пирамида*. Они не укључују само креаторе финансијских модела у финансијским центрима већ и владе и њихове регулативе које дозвољавају да се финансијске иновације отму контроли.

Иначе, став економиста и носилаца економске политике према финансијским иновацијама током дугог низа година је био, генерално, позитиван. Истицало се да су оне добре, јер су резултат конкуренције на тржишту коју профит стимулише да ствара иновације у производима, услугама и тако подстиче институционалну промјену. Иновације помажу заштити од ризика и шире га по тржишту, повећавају стабилност финансијског система и демократизују приступ кредиту. Међутим, Мински управо финансијске иновације другачије посматра. Док оне доприносе ликвидности појединачне финансијске институције, процес иновација помјера систем као цјелину ка колапсу и кризи. Минскијев рад може помоћи у разумијевању како дугорочне снаге дјелују и резултирају у нестабилној форми капитализма којег Мински назива "капитализам менаџера новца" (Вреј Р.2008.). Тумачећи анализу Минског, Вреј сматра да би Мински актуелне проблеме посматрао у знатно ширем контексту него ли је то проблем *субприме* кредита и цијена некретнина. То је знатно шири системски проблем који захтијева институционалну реформу и поновно редизајнирање финансијског система који одговара Минскијевој фрази "капиталног развоја економије".

Са појавом секјуритизације, односно замјене кредитних актива банака хартијама од вриједности које су покривене тим кредитима и гаранцијама синдиката инвестиционих банака које имају високе рејтинге, Мински анализира природу те иновације која значи неконтролисани пораст ликвидности банака које кредит шире мимо властитих резерви и капитала доприносећи тако претјераној експанзији кредита који уз то доводи и до експлозије секјуритизације кредита по основу хипотека на куће. (Мински, Х.2008).

Мински је умро у октобру 1996. године, на почетку *dot-com* бума, након кога је слиједио бум некретнина, а потом бум на робним тржиштима. Сви ови спекулативни вишкови су захтијевали финансирање и сваки је подржаван иновативним инструментима и праксама. *Dot-com* бум се заснивао на новој емисији акција, при чему су продаване акције компанија које тек почињу, које

немају историје и традиције на којој би се базирала вриједност фирме. Након тога су хипотекарни кредити секјуритизовани, и то не само они, већ и кредити по кредитним картицама, студентски кредити и други. У тако креиране хартије од вриједности су улагали пензиони фондови и *hedge* фондови који су иначе били финансирани уз високи "*левериџ*" (позајмљеним средствима). Менаџери новца потом, усмјеравају улагања на "*футурес*" тржишта да би подстакли раст цијена роба, као што су храна и енергија. (Вреј Л.Р.2009.).

Мински вјерује да "капитализам управљања новцем" ("*managed money capitalisam*") истиче у први план значајна питања као што је стабилност, једнакост и демократија. Он брине да ће се због очекиване дугорочне трансформације систем регулације финансијског сектора удаљити од регулисаних финансијских институција и државних регулаторних институција. Такав капитализам ће, у трагању за профитом ослањајући се на рејтинг агенције и рачуноводствене ревизорске фирме имати природну тенденцију да стандарди кредитирања слабе у фази бума. Ова трансформација финансијске структуре по Минском води ка повећаној неједнакости и повећаној несигурности Американаца. Мински предлаже акције државе које би смањиле неизвјесност и јачале стабилност и демократију, дале подршку синдикатима, пореске олакшице за фирме које нуде бенефите за породице, универзално пружање високог образовања и здравствених услуга, политике пуне запослености, укључујући креирање послова од стране државе, више и ефективније најниже плате, дјечије додатке, преносиве пензионе шеме, институционална ограничења и регулисање "*money менаџера*" и мреже малих банака за финансирање локалног развоја. Мински уочава да ће ускоро нестати разлике између комерцијалних и инвестиционих банака што је са Њу дилом стриктно раздвојено и што је тржиште чинило сигурнијим. Дерегулација је довела до тога да је стамбени сектор којег је реформа Њу дила учинила сигурним, сада трансформисан у велики глобални казино. Финансијске иновације су у прошлој декади у САД-у утицале на повећану расположивост кредита која је повећала цијене актива.

Ортодоксна модерна теорија је стајала на становишту да финансијске иновације чине да је системски ризик смањен и пренесен на оне који га могу лакше поднијети. Међутим, сада је јасно да системски ризик није ни пренесен нити смањен. Финансијска криза се преноси са једног тржишта на друго и из једне државе на другу. Реална је пријетња дуговне дефлације (дефлације изазване презадуженошћу и малом расположивошћу кредита) гдје се очекује интервенција владе, федералне резерве и мјере које повећавају сигурност система као у доба Њу дила, односно ререгулација.

За САД је карактеристично да је и централна банка имала своју улогу и дала допринос настанку актуелне кризе. Поставља се питање зашто су камате биле тако ниске и зашто су инвеститори тражили тако малу компензацију за ризик. То је за Alana Greenspena, 2007. године, била "загонетка" али Мински би то објаснио тиме да је осјећај сигурности инвеститора карактеристичан за финансијски бум. (Yellen L.J.2009). Прилив иностране штедње у САД из Кине и Индије појачао је тражњу за активама деноминираним у доларима. Понуда стране штедње у комбинацији са ниском стопом домаће штедње, велики буџетски дефицит у САД-у и велики дефицит текућег рачуна су резултирали у томе да је економија била буквално преплављена великим средствима која су

трагала за инвестиционим пројектима. FED је у намјери да избјегне могућу дефлацију водио политику ниске каматне стопе, што је све утицало на појаву балона цијена актива. Финансијски деривати су створили илузију ниског ризика, што је појачано нетачним анализама рејтинг агенција. Инвеститори који су мислили да сигурно улажу били су потпуно несвјесни колико су далеко до тога. Многи који су били убјеђени да имају сигурна улагања су остали шокирани сазнањем да су им улагања у категорији шпекулативних, односно у *Понзи финансијама*. Нису се само институције ризично понашале већ су то чинила и домаћинства. Стопа штедње у САД-у у периоду од 2005. до 2007. године је била мало изнад нуле. Егзотични "*subprime*" кредити, код којих се отплаћивала само камата и који су могли бити рефинансирани само на бази раста вриједности некретнине су типично Минскијеве *Понзи финансије*.

Након кредитног колапса сlijеди рецесија. Процес раздуживања такође носи Минскијев парадокс јер се сви понашају много опрезније. Али у тој ситуацији оно што је добро са аспекта појединца и фирме није добро за економију у цјелини. Неволју у цјелини увећава "Минскијев концепт топлеења" који је по својој природи глобалан јер се због повезаности финансијских тржишта и институција шири свијетом. Из тог разлога прогнозе за Јапан и Европу су чак неповољније него за САД. У 2009. години многе земље у развоју се суочавају са падом тражње за њиховим производима и са падом прилива капитала, чиме им се отежава сервисирање дугова, ако не и онемогућава. Рецесија се продужава јер ниједна економија не може очекивати пораст тражње код својих трговинских партнера.

4. МИНСКИЈЕВ УНИВЕРЗАЛНИ ОБРАЗАЦ НАСТАНКА КРИЗЕ

Мински је развио једноставну формулу за разумијевање свих "балона". Један анонимни блогер врло сликовито описује читав тај процес, кроз опис појединачних фаза настанка балона до коначног краха. (Bubble Boy: Hyman Minsky's universal framework for understanding all bubbles, www.askaboutmoney.com).

Околности могу бити различите, али је суштина иста, односно све кризе од почетка надувавања балона до његовог пуцања пролазе кроз седам фаза. Свака криза почиње са помијерањем које може настати као резултат увођења нове технологије (интернет нпр.) То може бити промјена у економској политици као нпр. неочекивано снижавање каматних стопа. Шта год да је у питању, ситуација у неком сектору се мијења и јавност тај сектор види на другачији начин. Сlijедећи те промјене, цијене у том сектору почињу да расту. Испочетка је повећање једва примјетно и нове цијене одражавају настала побољшања, али како цијене почињу повећавати добит, то не може остати неопажено од стране јавности.

У трећој фази се појављује "лаки кредит". Наиме, ниједна криза не настаје без "ракетног горива", односно јефтиног кредита. Без њега не би ни било шпекулација. Када почиње формирање балона, тржиште је под инвазијом аутсајдера. Без јефтиног кредита они се не би могли појавити. Раст кредита је удружен са финансијским иновацијама, што постаје опасан коктел. Ефекат

јефтиног кредита је да на тржишту почиње да се врши претјеран промет. Претјерано трговање у тој четвртој фази изазива несташицу тржишног материјала, што убрзава раст његових цијена. Са убрзавањем раста цијена профити све брже расту. Још више аутсајдера бива привучено и цијене се отимају контроли. Убрзани раст цијена привлачи луцкасте, похлепне, очајнике и друге да уђу на тржиште. Како ватра треба све више горива, тако балон треба све више аутсајдера (непрофесионалних учесника на тржишту). Тада наступа најтрагичнија фаза еуфорије. Мудри гласови упозоравају да цијене расту мимо фундаменталних чињеница и економске логике, али се ти гласови губе у врућини непобитне чињенице да цијене и даље расту. Ови гласови се утишавају и тврдњама да је свијет сада другачији и да нови свијет значи више цијене. Шарлатани шире оптимизам и најокрутнија лаж је да ће на крају слиједити "лако приземљење" када цијене добију свој дугорочни равнотежни ниво. Идеја благе децеларације смирује нерве. Аутсајдери знају да цијене неће расти вјечно, али ријетко реагују на то знање. Аутсајдери су ухваћени у замку иако "знају знање". Све је сигурно до посљедњег дана прије пуцања балона. Они који нису ушли на тржиште нашли су се у страшној дилеми. Они нити могу ући нити могу остати изван. Знају да су пропустили почетак надувавања балона. Они су свакодневно бомбардовани са причама о лакој богатству и како пријатељи праве огромне профите. Јаки остају изван и признају себи да су пропустили прилику док слаби улазе у "ватру и горе".

Фаза шест је фаза у којој инсајдери узимају односно реализују профите. Наиме, сви желе да вјерују у свијетлу будућност. То и балон захтијева и колико дуго сви вјерују у свијетлу будућност, толико и еуфорија наставља и одржава балон. Како лудило обузима аутсајере, инсајдери тада почињу да се присјећају старог свијета. Они губе вјеру и почиње паника. Они разумију своје тржиште и знају да је све већ отишло предалеко. Инсајдери почињу да продају. Типично је да инсајдери покушавају да се непримијетно ишуњају и каткад успијевају у томе. Некад их аутсајери виде како напуштају "терен". У сваком случају, наплаћивање профита од стране инсајдера сигнализује почетак краја.

Посљедња фаза је најгора. Понекад паника инсајдера утиче на аутсајдере. Други пут је то крај јефтиног кредита или неке неантиципиране вијести. Али, шта год то било, еуфорију замјењује крах. Као кад се зграда нађе у пламену па сви одједном наггну на излаз. Аутсајдери покушавају продавати, али нема купаца. Настала је паника, цијене нагло падају, кредит нестаје и губици се почињу акумулисати.

Како претходно поменути анонимни блогер још 2006. године коментарише (Bubble Boy: Hyman Minsky's universal framework for understanding all bubbles, www.askaboutmoney.com), парадокс свих балона је да сви знају за фаталну комбинацију лаког кредита, претјеране трговине и еуфорије која дјелује на цијене. Према њему, Мински није ни требао писати о лудилу шпекулација. Амерички инвеститори имају у томе животно искуство. У току пет година Америка је прешла од балона *теих* акција до балона некретнина. Данашње цијене некретнина су огромно прецијењене, каже блогер (ријеч је о 1996. години). Сви знају да ће цијене колабирати. То може бити сутра или можда за двије године (што му је била доста добра прогноза). Једна ствар је јасна, што дуже буде требало да балон пукне то ће бити болније. Очигледно је да је блогер

био потпуно у праву, као и да су то многи знали, једнако и они који су били најодговорнији као и аутсајдери.

Минскијев модел се у академским круговима користи за објашњење криза у развијеним тржишним привредама, САД-а, Велике Британије Јапана и другим развијеним тржишним економијама. Мински наглашава процикличне промјене у понуди кредита које су наглашене у периодима просперитета привреде, а које јењавају са падом економских активности. У периоду економског раста инвеститоре преплављује оптимизам, а кредитори попуштају у својим процјенама ризика. Када се економски услови погоршавају инвеститори су мање оптимистични. Даваоци кредита истовремено повећавају губитке по основу својих датих кредита. Мински акцентира управо раст понуде кредита у добрим периодима и његову контракцију у мање полетним временима, што наводи на закључак о крхкости финансијског система и повећању вјероватноће настанка финансијске кризе. Мински слиједи ставове многих економиста претходника који су наглашавали улогу кредита и понашања задужених зајмопримаца. Мински ту, слиједећи Фишера, посматра кориснике кредита који су се задуживали у периоду експанзије да би куповали некретнине, акције или друге робе рачунајући на раст њихове цијене и капиталне добитке. Мотив је очекивање да ће раст цијена тих некретнина и осталих роба надмашити каматне стопе на узете кредите за њихову куповину.

Иницијална каписла нове финансијске кризе је егзогени, вањски шок који помијера економију унапријед, шири економске перспективе и подстиче оптимистичка предвиђања. То обично добија спољну манифестацију и именује се као нпр "Јапан број један" "источно азијско чудо", "нова америчка економија", који представљају одраз новог економског оптимизма. Шокови се појављују у разним формама. У Јапану је то била имплозија цијена некретнина, ап्रेसијација јена, у нордијским земљама финансијска либерализација, у САД-у деведесетих година револуција у информационој технологији, почетак или крај рата, обилна или лоша жетва, распрострањено прихватање неког изума, са широком примјеном као нпр., канали, жељезнице и сл. Последња криза 2009. је везана за политику ниских каматних стопа и раст тржишта хипотекарних кредита у САД-у, комбиновано са финансијском либерализацијом и ширењем финансијских иновација.

Мински упозорава на различито понашање банака у појединим периодима при чему оне некад постају дарежљиве у давању кредита, а некада врло опрезне и препуштају зајмопримце њиховој судбини. Повећање ефективне тражње за робама и услугама временом премашује могућност производње, што утиче на раст тржишних цијена роба. Повећани профити привлаче све више фирми и компанија да инвестирају. Настаје позитивна повратна спрега јер повећано инвестирање доводи до раста националног дохотка који онда подстиче додатно инвестирање. Мада се власти плаше, сјећајући се претходних манија, ипак увијек налазе оправдање, односно, врше рационализацију, тумачећи да је то "овај пут другачије". Након што је постао први пут забринут након 1996 године, Алан Гринспен, након годину дана открива да је брзи раст цијена акција резултат раста продуктивности у америчкој економији, што значи да ће профити расти по бржој стопи, тако да се виши ниво цијена акција у односу на зараде корпорација може сматрати разумљивим и оправданим.

5. ШПЕКУЛАЦИЈЕ И ФИНАНСИЈСКА НЕСТАБИЛНОСТ

Промјене у релативном приходу од трајних актива, физичких и финансијских, имају централни значај у финансијској теорији. Актуелне и очекиване промјене приноса воде ка промјенама вриједности капитала, пошто власници имовине купују и продају дијелове своје имовине све док се маргинални поврати на њихове активе не уједначе. Тамо гдје су релативни поврати од актива неизвјесни, економски агенти који максимализују принос, морају шпекулисати. Потреба да се свјесно шпекулише и распон грешака због шпекулација има драматичне импликације. Оне су посебно велике када добици и губици из промјена у вредновању знатније премаше токове дохотка током дугог периода.

Мински (1976) је посебно разрадио процесе и могуће консеквенце шпекулација настављајући на тај начин Кејнсово дјело. Посебан значај има његово истраживање финансијске нестабилности односно "хипотеза финансијске ломљивости", његова теорија пословних циклуса, теорија инвестиција и теорија дуговне инфлације. (Bellofiore R. Ferri P. 2001).

Раст цијена актива доводи до повећања обима промета и појачава процесе доводећи до "претјераног трговања" како га карактерише Адам Смит. То није потпуно прецизно јер су ту укључене шпекулације у вези са повећањем цијена актива или роба, претјеране процјене будућних прихода или претјерано финансирање дуговима. (Kindlbereger P.C, Aliber R. 2006: 34). У активе се инвестира због очекиваног пораста цијена, а не ради њихове употребе. Кад је ријеч о хартијама од вриједности, оне се купују ради препродаје и капиталне добити, а не ради приноса које оне носе. Еуфорија доприноси повећању оптимизма у погледу економског раста и у погледу повећања корпоративног профита. Кредитни губици се смањују па банке реагују повећаним оптимизмом, те снижавају своје захтјеве у погледу полога готовине и смањују минималне захтјеве у погледу маржи. Иако зајмови постају већи, код многих прималаца кредита, *левериџ* се смањује (омјер финансирања путем дуга) јер повећање вриједности некретнина и хартија од вриједности повећава нето врједност зајмопримаца која расте по бржој стопи него задуживање. Када постаје очигледно да се људи богате, није лако остати изван тога. Постепено се све већи круг учесника укључује у инвестирање и трку за зарадама. Сви слиједе предводнике па тако и банке које не желе да конкурентске банке биљеже брже стопе раста кредита. Зарађивање новца није никад изгледало лакше, па шпекулације све више удаљавају учеснике од нормалног рационалног понашања и воде их ка "манијама" и "мјехурима" који означавају ирационалност и асоцирају на неминовност распрскавања.

Шпекулативна активност и анализа равнотеже су фундаментално инкомпатибилне. Цијене актива се држе на нивоу који важи само за одређени моменат, пошто многи доносиоци одлука очекују да ће се цијене наћи на неком другом нивоу у блиској будућности. Особа која држи своју имовину као орочени депозит у банци и прима нижу каматну стопу него што је каматна стопа на државне обвезнице, може направити грешку која ће је коштати уколико цијене обвезница порасту у блиској будућности. Међутим, ако особа држи своје богатство у банкарским депозитима, може се избјећи грешка куповине обвезница

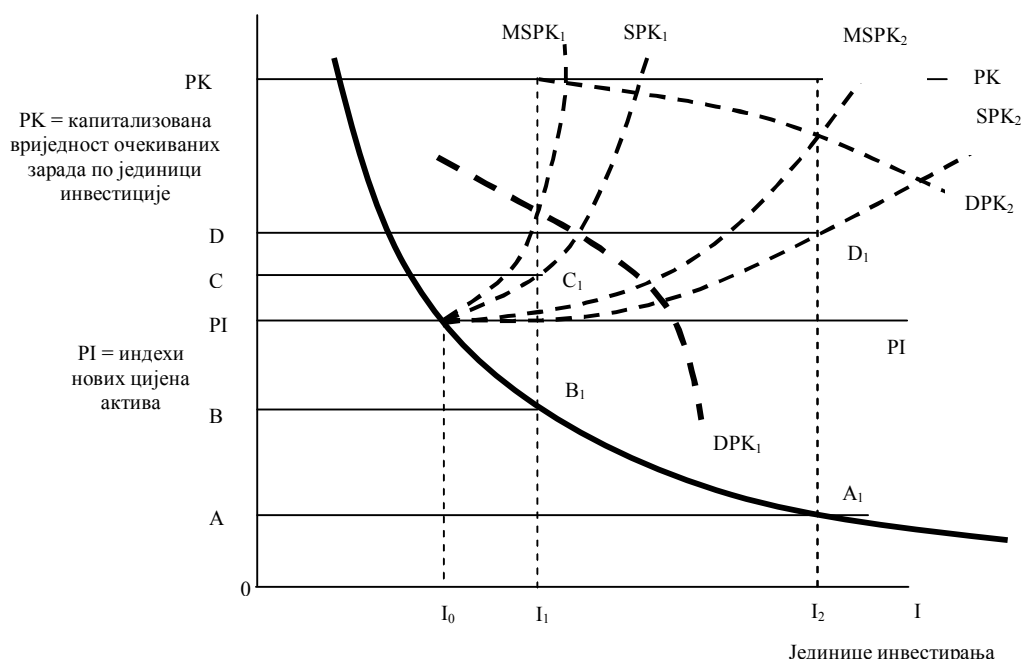
којима пада цијена због раста каматних стопа. Ако стопа поврата на обвезнице падне, повећавају се очекивања имаоца готовине да ће цијене обвезница у будућности расти. Они зато интензивније купују обвезнице, након чега ће нужно доћи до пораста цијена обвезница. У таквим околностима купац ће остварити капиталне добитке, што му је својеврсна потврда да је био у праву кад није вјеровао да је најбоље држати готовину, пошто су се цијене обвезница приближиле фази пада.

6. ТЕОРИЈА ИНВЕСТИРАЊА МИНСКОГ

Теорија инвестирања, коју је презентовао Мински 1975. године, објашњава инвестиционо понашање предузећа и однос интерног и екстерног финансирања. Детаљнија разматрања и презентација и критичке опсервације теорије Минског, може се, између осталих, наћи код Дова и Ерла (1983). Теорија је адаптирана како би покрила банке и објаснила природу модерне финансијске структуре.

Главни дијаграми Минског (2008) су приказани на наредним сликама:

Слика 1. Детерминанте инвестиција предузећа и рацио екстерног финансирања



QQ представља правоуглу хиперболу која показује колико се инвестиција може интерно финансирати при различитим цијенама. DPK₁ и DPK₂ показују цијену тражње предузећа за функцијом капитала под, респективно, релативно песимистичким и релативно оптимистичким очекивањима, дате текуће трошкове нових актива (PI) и капитализовану вриједност очекиваних зарада по јединици инвестиција у предложеној шеми (PK). Ако је PI веће од PK ниједна нова актива неће бити купљена. Нагиб ових кривих надоље и надесно је резултат смањених поврата са ширењем и порастом регистрованих ризика који настају због експанзије на

нарочитим тржиштима. Мински означава криву ризика корисника кредита када су ови облици стварно зависни од ризика корисника кредита. То је у случају да менаџери ризика остварују губитке на својим пословима и да опадне вриједност било које акције коју држе у компанији, чиме би њихова инвестиција била неуспјешна. SPK1 и SPK2 показују цијене понуде финансијске функције с којом је фирма суочена под респективно релативно песимистичким и релативно оптимистичким очекивањима о РК од стране даваоца кредита. MSPK1 и MSPK2 показују респективно маргиналне трошкове кривих финансирања под алтернативним стањима очекивања. Нагиб ових кривих је зависан од процијењеног ризика кредитора да изгуби свој новац. Мински сургерише да ће они само тежити нагибу нагоре десно на пресеку QQ и RPI зато што компанија неће бринути о губицима њених интерно генерисаних средстава. Ио је максимални обим инвестиција које могу бити финансиране, при датом PI, без посезања за екстерним финансирањем. I₁ је максимални обим инвестирања које предузеће жели да предузме у релативно песимистичком стању очекивања. Узајмљена средства износе до BPI-OI1 и каматни трошкови на ове су CPI-OI1. Ако су инвестиције успјешно реализоване и нема губитка поврата РК неће пасти и профит ће бити једнак CPK-OI2. Ако РК не падне, профит ће бити једнак DPK-OI2.

Као што је видљиво из графикана у релативно песимистичном стању екстерно финансирање ће представљати само један мали дио релативно ниског обима инвестирања, док код оптимистичког стања оно износи знатно више од половине расхода. Са порастом повјерења, може бити остварен значајан поврат од инвестиција уз мали раст или без раста каматних стопа на кредите (у ствари, у приказаном примјеру инвестиције опадају, а укупна каматна стопа расте драматично). Раст камата не мора бити проблем ако су очекивања близу оптимистичких. Али ако су превише удаљена од оптимистичких очекивања, немогућност да се одговори на каматна потраживања по основу кредита ће довести до потпуног банкротства. Проблем је што током "бума" опште оцјене ризика, кредитног ризика и ризика корисника кредита постају "необично неопрезне и ниске".

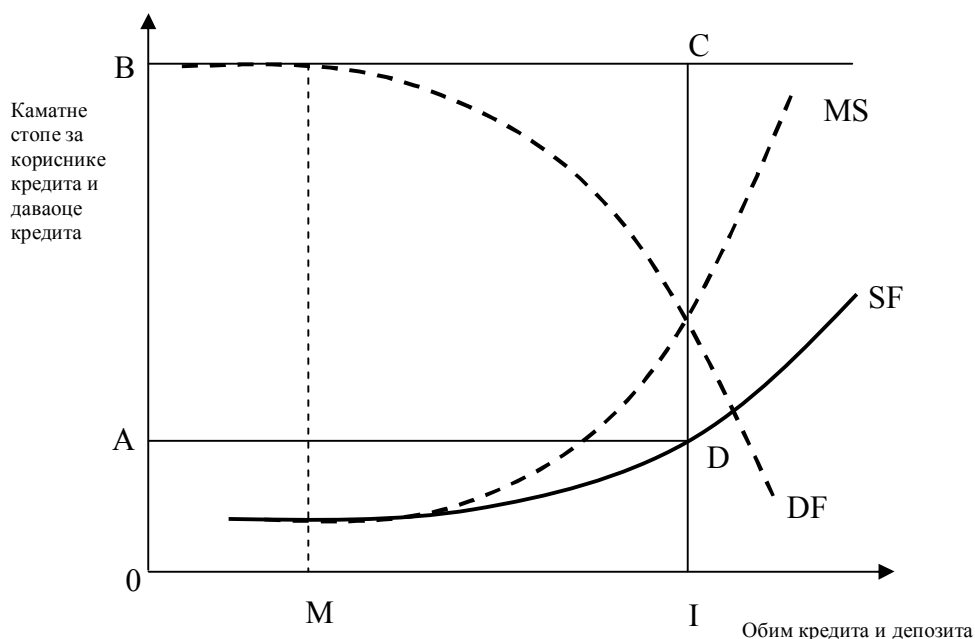
Мински дакле, у контексту кредитног финансирања практично указује на три врсте финансирања и то *финансије хеџинга*, *шпекулативне финансије* и *Понзијеве финансије*. Он ово финансирање класификује на бази односа између пословног дохотка појединачних зајмопримаца и њихових плаћања у оквиру сервисирања дуга. У финансијама *хеџинга* су предузећа код којих је очекивани пословни доходак сасвим довољан да се исплати уговорена камата и предвиђено смањење дуга. Фирма је у области шпекулативних финансија ако је њен очекивани пословни доходак довољан да може платити камату на њен дуг, међутим, фирма мора кориситити нови дуг да плати дјелимично или у цјелости дуг на бази доспјелих зајмова. Фирма је у сфери *Понзијевих финансија* које иначе представљају неодржив образац финансирања, ако њен пословни доходак није довољан да плати камату на доспјели дуг у предвиђеним роковима доспијећа. Да би сервисирала стари дуг, фирма се мора поново задужити или продати дио имовине да би сервисирала камате и отплату дуга. Минскијева хипотеза гласи да када дође до успоравања економије, предузећа која су била у групи *финансија хеџинга* прелазе у групацију шпекулативних финансија а предузећа која су била у

скупини шпекулативних финансија сада прелазе у скупину *Понзијевог финансирања*.

Теорија Минскога се може прилагодити тако да покрије банке узимајући да ће банкарска тражња за финансијским средствима зависити од њихове перцепције кредитног ризика, што се изражава кроз цијену понуде кредита. То је представљено кривом на слици 2.

Функција банкарске понуде финансијских средстава зависи од воље осталих агената да дају новац на зајам. У случају осталих финансијских посредника, ови "остали" агенти могу битије утицати на формирање понуде и тражње за функцијом финансирања која може бити нестабилна јер се мијењају очекивања могућих приноса.

Слика 2. Детерминација обима банкарских кредита



QA је каматна стопа коју захтијевају понудиоци средстава. Сума камате која се мора платити је једнака OADI. OB је каматна стопа која је била просјечно уговорана за обим кредитирања OI којег банке врше у настојању да максимализују своје профите. Обим средстава по основу каматне стопе коју корисници кредита морају платити је једнак OBCI. Ако корисници кредита не дођу у тешкоће, онда ће банкарски профит достићи до ABCD. Рацио OM/OI је рацио банкарске базе капитала OM (еквивалент QQ према њеним депозитима). Како се смањује процијењени ризик OI се повећава, подразумевајући да, ако би дошло до повлачења средстава из банке и ако би се десили губици или тешкоће, банка ће бити мање способна да одговори на њих.

Детерминација обима банкарских кредита DF је дата кривом банкарске тражње за финансијским средствима, чији облик зависи од ризика који се процијењују у вези са тешкоћама корисника кредита и повлачења депозита од стране њихових власника. Када се процијењени ризик смањује, ова крива се помјера удесно. Процијењени ризик банке има дуалну природу као резултат

њених краткорочних средстава која би позајмљивала на дужи рок. SF и MSF су банкарска понуда финансијских средстава и маргинални трошкови криве понуде финансијских средстава. Облици кривих зависе од оцијењених ризика даваоца кредитних средстава банкама. Ове криве ће се помјерати удесно ако процијењени ризик опада. Као у случају компаније која повећава своју стопу финансирања путем издавања властитих обвезница када се повјерење повећава, позиција банке ће постати појачано ломљива (*"fragile"*). Опстанак банке ће зависити од њених очекивања која неће бити сувише далеко од њених претјерано оптимистичких очекивања.

7. ТЕОРИЈА ЛОМЉИВОСТИ СИСТЕМА ("THE FINANCIAL INSTABILITY HYPOTHESIS") И СЛОМ АМЕРИЧКОГ БЕРЗАНСКОГ КАПИТАЛИЗМА

Конзервативна макроекономска мисао води економску политику у вјеровању да је економији капиталистичког типа инхерентна стабилност. Теорија рационалних очекивања и нова класична економија су аналитички приступи који полазе од *Walrasian* теорије опште равнотеже. Такав модел према Минском (1981) одговара једноставној финансијској структури без новца и софистикованих финансијских институција. Економија у САД-у је од 1946. године до 1965. године била близу стања стабилности са пуном запосленošћу и стабилним цијенама. Од 1966. године се појављује прва финансијска криза. Финансијска криза настаје као резултат настојања економских учесника да остваре профит. Финансијска тржишта прелазе из стања "робустних", када су токови финансијских средстава довољни да се измире плаћања по основу токова доходака економских учесника, у стање "ломљивих" када се доходи могу исплатити само рефинансирањем дугова и револвирањем камата и њиховим додавањем главници дуга. Ломљивост система се појављује са развојем финансијске структуре, што се манифестује преко финансијских иновација. Мада тај развој може повећати "робустност" финансијског система у почетку, посредством финансијских веза економских учесника у периоду добрих времена, то ће у даљем току повећавати ломљивост финансијске структуре.

Промјене у повјерењу и очекивањима кретања цијена дјелују на вољу индустријских и финансијских предузећа да узимају и дају кредите што проузрокује промјене у портфолијама економских учесника. Измјене структуре портфолија дјелују на промјене цијена актива, а то опет дјелује на даља прилагођавања у очекивањима. Централна теза Минског је да комбинација његове теорије инвестирања и Кејнсове теорије шпекулација води ка теорији нерегуларних, шпекулативно генерисаних пословних циклуса (трговински циклуси - *"trade cycles"*) у којима финансијски развој појачава и/или узрокује помјерања у нивоу производње и запослености.

Узима се примјер једне економије у којој влада значајнија незапосленост. Очекивања су изненада подигнута неким шоком, као што је нпр. откриће нових извора нафте у свијету. Пораст инвестиција, актуелних и очекиваних, да би се експлоатисала нафта дјелује да друге фирме смањују своје оцјене вјероватноће пропасти датих пројеката и њихова тражња за финансијским средствима расте и

помиче се удесно (на слици 1). Да би интензивирали своје инвестиције, предузећа у већој мјери користе кредите. Финансирање путем емисије обвезница је јефтиније него финансирање на бази акција, али захтијева плаћање фиксних каматних стопа, што представља трошак предузећа. Фирме очекују да ће те трошкове покрити на бази виших профита из постојећих и перспективних улагања. Финансијска средства се могу прибавити без повећања каматних стопа ако је повећано повјерење код оних који располажу вишковима финансијских ресурса. Власници акумулације улажу директно или купују остале финансијске активе, чији продавци након одређеног времена откупљују те дугове. Каматне стопе се могу чак и смањивати ако је иницијална крива понуде финансијских средстава помјерена надесно брже него крива тражње за финансијским средствима.

Пораст дохотка проузрокује да више људи посједује рачуне у банци, а плаћања чеком постају прихватљивија и распрострањенија. То значи да се повећава кредитни потенцијал банака које се баве платним прометом и расте брзина оптицаја новца. Са порастом активности "секундарне банке" (небанкарске финансијске организације) ће обављати посебне врсте финансијских активности у новим тржишним "нишама". Средства за то ће се обезбиједити позајмљивањем од других банака које дјелују као посредници и од депонената који су спремни да им повјере своја средства по вишој каматној стопи иако ти финансијски небанкарски посредници немају одговарајућу (довољну) репутацију.

У фази бума цијене могу почети да расту због уског грла у понуди производних фактора, сировина и девизних резерви (узрокујући депресијацију валуте и раст увозних цијена). Ако се настоје одржати профитне маргине, долази до нових емисија обвезница предузећа укључујући и емисије које се базирају на будућим очекивањима раста профита. Дакле, у сектору предузећа се све то доживљава као да ништа не може кренути наопако или боље рећи присутна је општа еуфорија. Повећање цијена ће друге тјерати да налазе начине путем којих ће заштити своју имовину од инфлације. Шпекулације са робом, некретнинама, уз шпекулације са девизама се могу раширити, што ће бити праћено очекиваним растом цијена ових актива, а то онда подстиче шпекуланте да улазе у већој мјери на тржиште. Тамо гдје су куповине биле финансиране на бази кредита, повећање цијена актива ће утицати на раст вриједности колатерала (залога на име кредита) и учиниће узимање кредита још атрактивнијим за фирме које користе скупље изворе финансијских средстава. То чак и при претпоставци да је принос од актива нижи (или негативан ако су присутни трошкови складиштења) јер ће те активе бити препродане по вишој цијени у вријеме када се по основу извршених отплата смањи дуг.

Ситуација бума се може зауставити на неколико начина. Прво, за неке инвестиционе пројекте се може испоставити да су нездрави чак и када расту приливи новца. Повећан број стечаја може проширити сумњу код осталих, повезаних фирми. Друго, шпекулације са некретнинама и робом као што је злато, које нису довољно репродуктивне, може почети да усмјерава тражњу изван производног сектора или може повећати трошкове плаћања у ратама или рефинансирања кредита брже него што се очекивало. Треће, може доћи до успоравања раста цијена одређених актива пошто неки власници актива суде да такав раст не може ићи даље јер приноси (нпр. рента од земљишта) нису пратили

у довољној мјери раст инфлације. Успоравање раста цијена ће охрабрити шпекуланте да врше продаје, али то не могу сви чинити симултано а да при томе не изазову пад цијена актива. Четврто, као општу тачку треба нагласити да ће се тамо гдје на тржиште улазе неспецијалисти (аутсајдери) уз ургентну потребу да се тргује прије него што цијене порасту, правити веће грешке него обично и у продаји се могу појавити сумњиве активе. У ситуацији брзих промјена биће тешко пратити да ли су мање поуздани комитенти банака ангажовани у неким формама превара. Пето, компаније могу једноставно реализовати инвестиционе идеје и жељети да консолидују своју постојећу позицију у складу са новим трендовима.

Када једном дође до преокрета у цијенама и инвестиционој тражњи, тешко га је зауставити с обзиром на природу дуга у економији. Пад цијена некретнина може довести компаније, власнике некретнина, у немогућност да отплаћују дуг секундарним банкама које због тога могу пропасти. То ће довести до тога да банке које врше платни промет, а које су овим небанкарским финансијским институцијама позајмиле новац на међубанкарском тржишту, трпе капиталне губитке док ће депозитари секундарних банака упасти у тешкоће при измиривању својих обавеза према пословним партнерима. То би проузроковало општу "отимачину" за ликвидним средствима. Пропадање компанија које се баве некретнинама ће довести до продаје њихових некретнина, проузрокујући даљи пад цијена; депозитари секундарних банака могу изгубити повјерење чак иако су комерцијалне (клириншке) банке сигурна мјеста за држање њиховог новца, када га повуку из секундарних банака, у случају да ове пропадну. Укратко, понуда финансијских средстава се повећава са падом реалних расхода, а због колапса пословног повјерења повећава се дефицит пословног сектора и његова потреба за финансирањем.

Ако пораст незапослености прати пад новчаних надница то ће проузроковати пад куповне моћи и тежиће да доведе до пада цијена у производном робном сектору. Ако пад цијена роба дјелује на потрошаче тако да се ови почињу понашати као шпекулатни, односно задржавати свој новац све док му вриједност расте, ситуација ће се погоршавати. Што се цијене више смањују све је већи реални терет дуга са фиксним отплатама (ратама) и већа је могућност банкрутства чак и за компаније које одржавају своје бруто реалне токове профита, пошто новчани бруто профит опада. У комплексној економији ендеогеног новца ефекти реалне имовине (сада анулирани шпекулацијама насупрот произведених роба) могу бити слаба и нефикасна стабилизациона снага. Зато не изненађује настојање неокласичних економиста да истакну ако се понуда унутрашњег новца ("inside money") може лако разорити по Минскијевом краху а онда би, негдје међу "развалинама", флексибилне наднице обезбиједиле солучију равнотежне пуне запослености, доносећи ефекте реалне имовине на остатак понуде новца.

Монетарна економија са софистикованим финансијским системом и институцијама, према Минском, нема унутрашњу ендегену стабилност. Комплексне везе током времена и мултидимензионална природа система гарантују да ће се вршити притисак на економију у правцу стања неусклађености или хаотичности (Мински, Х. 1987: 60). Одбацивање кејнзијанског приступа и прихватање практичног монетаризма у монетарној политици америчке Федералне

резерве током осамдесетих година, која је нагласак ставила на ограничавање понуде новца, довело је до изузетно високих каматних стопа које су упропастиле штедионице, повећања трошкова улагања у индустријске капацитете и велике апресијације долара. Велика апресијација долара је довела до кризе производње, огромне међународне задужености САД-а и кризе дугова у Латинској Америци.

Серије финансијских криза на глобалном плану, шпекулативна кретања капитала која руше економије комплетних држава, кризе појединих финансијских тржишта и њихово ланчано преношење на глобалном плану, велике афере, корупција и губици најкрупнијих компанија, односно њихових акционара, стално су изазивале жестоке критике од стране противника тржишног фундаментализма. Неолиберализам и глобализација доводе финансијску класу у позицију да се извлачи из производње и наступа на владајућој свјетској финансијској сцени. На бази огромног пораста капитала финансијска класа се практично докопала доброг дијела свјетске привреде а остатак контролише "способношћу за рушилачке нападе" (Дикло Д. 2002). Примјери за то су шпекулативна кретања свјетског капитала која су сукцесивно уништила Мексико (1994), Тајланд (1997), Кореју (1998), Русију (1999), Бразил (1999), Турску (2001) и Аргентину (2002). То привидно илуструје анархију тржишта мада је често у питању "стратешки утицај на сваког ко не схвата ко је стварна власт". С друге стране, у јавности су непрекидно испливавале велике преваре које су финансијску моћ у суштини приказивале као моћ да се опљачка други, како то тврде антиглобалисти. Глобални финансијски свијет је у стању да се одрекне астрономских износа на дужи период како би их покупио када више нико не може да улаже.

Америчко финансијско тржиште је дуго времена пружало идиличну слику, а повремени скандали су коришћени као доказ да изузеци потврђују правило доказујући способност система да се саморегулише. Нова економија и глобализација требало је да изједначе интересе запослених и акционара (повлашћене акције и пензиони системи), менаџери "стварају вриједност" а закони, управни одбори, ревизија и јавност требало је да гарантују поштено дјеловање тржишта. Зато се промовисао англосаксонски модел, који подразумева уништавање државног сектора и партнерског капитализма који је извор корупције. Међутим, у том моделу, многе компаније на бази превара и корупције су крахирале. Берзански капитализам је стално биљежио негативан биланс. Чак је и Џорџ Сорос, "необуздани шпекулант" и "суптилни теоретичар отворених друштава" једном утврдио да судбина тржишта није равнотежа већ напротив само увећавајућа катастрофа. Индикативан је случај "Енрона", америчког енергетског гиганта, који је достигао седмо мјесто ранг-листе америчких компанија са 100 милијарди долара промета. Међутим, 2. децембра 2002. године овај див банкротира. Фирма практично има мало властите активе, али помоћу најсложенијих финансијских конструкција, монтажа и смјелих концепција свугдје ствара "вриједност" (Варде И. 2002). Фирма која је у јавности слављена као "општи шампион управљања ризиком" је преузела знатне ризике које су неразумљиве финансијске конструкције требало да прикрију. Од 1988. године до 2001. године, вриједност акција "Енрона" је утростручена, доприносећи богаћењу свих учесника. За неколико мјесеци је "испарило" 98 % активе фирме. У међувремену су руководиоци себе исплатили са огромним отпремнинама, упућени у стање фирме су на вријеме продали акције, док су запослени тек тада утврдили да им

један интерни пропис забрањује продају акција. Након "Енрона" руши се гигант рачуноводствене ревизије "Артур Андерсен" који игра активну улогу у конструисању сумњивих финансијских монтажа. И у многим другим фирмама ова ревизорска кућа је "намијештала рачуне". Код "Енрона" је прикривено 2 милијарде, код "WorldCom"-а је "заборављено" да се укњижи 3,85 милијарди долара дуга, "Xerox" је надувао продају за 6 милијарди долара, "Marcs" је укњижио 12,4 милијарди долара фиктивног промета. Свима је заједничка карактеристика била медијски агресивна комуникација која је јавности наметала слику врло успјешних менаџера, иновативности, етике и одговорности. Од слике фирме у јавности зависила је вриједност акција на берзи, а тако и зарада менаџера. Руководиоци су се свесрдно бринули о штампи, аналитичарима, новинарима.

Кулминација је достигнута пропашћу највећих америчких инвестиционих банака током 2008. године, затим највеће америчке осигуравајуће куће, Велике британске банке, а потом на дневни ред долази криза банака на Исланду, драстичан пад цијена некретнина у Дубаију, огроман јавни дуг Грчке, а у изгледу су проблеми Шпаније, Ирске, Португала, источне Европе и тако даље.

Практично је 2008 године наступила системска финансијска криза, а потом и рецесија која се навелико проширила по свијету. Како се до ње стигло? Економска либерализација током протекле деценије је смањила утицај "заштитничке власти" којој су се смањила средства и утицај, а све то у циљу препуштања економије слободном уређивању ствари, преко тржишта које је засновано на унутрашњим контролама и "правилима доброг владања". Либерализација је уклонила баријере између консултантских и рачуноводствених активности код ревизорских фирми, између депозитних и инвестиционих банака, све у име слободне конкуренције, што је довело до негативног преображаја система. Код рачуновођа који су се некада бринули о тачности биланса превагнула је имагинација, односно агресивне методе које су на ивици закона. Аналитичари су практично постали пропагандисти који су савјетовали банке да финансирају велике фузије и преузимања предузећа што је унапријед било осуђено на неуспјех, али је доносило велике приходе по основу провизија консултантима. Повлашћене акције су допринијеле надувавању профита на кратак рок и манипулисању билансима. Талас банкрота је обухватао велики број некада моћних компанија као што су: "Vorlkom", "Globalkroking", "Tik", "Kvest", "Imklon Sistems", "Lusent", "Kseroks", "Vivendi Univerzal", "Artur Andersen". Уз то, шпекулативни капитал у облику брзог новца, те претјерано инвестирање у одређене секторе економије, компромитује развој и формира шпекулативне мјехурове који су пријетили пуцањем и формирањем дефлаторних кретања, као што је то био случај у Јапану који још увијек није из тога изашао. Испоставило се да талас неолибералних реформи, које су предузете током 90-их година под патронатом ММФ-а, односно талас приватизација и отварање економија, није донио очекивано благостање већ управо супротно..

Развој америчке економије у цијелом раздобљу деведесетих година и током прве декаде 21. вијека, покретао је искључиво прилив иностраног капитала. Тржишна вриједност акција у америчкој економији је у 1994. години порасла за 81 %, а у 1999. години за 184 %. Вриједност акција је била већа за 84% од бруто националног производа. То свједочи о претјераној брзини акумулације, чак већој

него 1925. и 1929. године, и инвестирању које формира "финансијски балон". Критичари, противници концепта либералног капитализма кажу да тај систем никада није имао за циљ ефикасну алокацију ресурса него богаћење мањине акционара великих транснационалних корпорација које владају свјетском економијом. Као једна од посљедица тога дугови земаља у развоју енормно расту, а земље дужнице су до сада вишеструко исплатиле своје дугове, а земље које нису извознице нафте трпе веома много због успоравања раста америчке привреде. Унутрашњи дуг у САД-а је огроман. Држава је веома задужена. Штедња становништва је јако смањена и стопа штедње је са 8 % у 1990. години пала готово на нулу у 2009. години. До 1981. године САД су кредитирале свијет да би од тада њихов економски просперитет био финансиран на основу задуживања, а порасла домаћа тражња задовољавана је на основу повећаног увоза. САД имају јединствену привилегију да оно што купују плаћају штампањем новца и признавањем дуга. Амерички капитализам је "зависник" од задуживања. Рачуна се да је тој економији потребно 400 до 500 милијарди долара годишње да би се одржала. Обим прилива страних улагања у САД је толики да та економија конзумира око 80 % свјетске штедње. Критичари упозоравају на пријетећи амерички крах изазван дефицитом платног биланса и огромном задужености, што би могло имати разарајуће посљедице на свјетску економију. Ни Влада САД-а, ни амерички капитал немају вољу и средства да враћају, дуг нити то могу земље трећег свијета. Отплате дугова ће бити одложене за будућност. Снижење каматне стопе ради повећања тражње би било привремено и изнуђено рјешење које, како се сматра, не би ријешило ниједан проблем. За банке и менаџере остајао је излаз у илегалним трансакцијама у пореским оазама, новчаним шпекулацијама, прању новца и другим шпекулацијама. Уобичајене претпоставке либерализма, слободна трговина, либерализација, дерегулација, више немају исти значај и одавно су увелико доведене у сумњу.

Анализирајући случајеве Мексика, Бразила и Аргентине у периоду огромног задуживања тих земаља код иностраних банака, када је сервисирање камате на старе дугове вршено на бази нових задужења, Kindleberger (2006) истиче да је тај прилив капитала довео до апресације валута тих земаља, што је и било потребно како би повећање дефицита на њиховим трговинским и текућим рачунима било мање-више изравнано са повећањем дефицита на њиховом рачуну капитала. Било је јасно да ће у неком будућем периоду прилив новца по основу смањеног задуживања пасти испод каматних плаћања, због чега ће пасти девизна вриједност њихових валута, а наличје смањених прилива капитала је била околност да ће тим земљама бити неопходни суфицити на трговинском и текућем рачуну, како би дошле до новца неопходног за плаћање камате иностраним повјериоцима. Када су смањени кредити овим земљама, оне су дошле у ситуацију да не могу плаћати камате. Повјериоци су изгубили 250 милијарди долара у форми смањења номиналне вриједности датих кредита и облику фактичког смањења каматних стопа.

Садашњи положај САД-а је, према Kindlebergeru, веома сличан позицији ових земаља 1970. године. Ове земље су имале неодрживе дефиците на својим текућим рачунима па су новац за плаћање камата прибављале од истих тих иностраних повјерилаца. Импликације тога су да положај САД-а у погледу иностраних плаћања није одржив. У том контексту треба поменути и укупну за-

дуженост најбогатијих земаља свијета која ће према процјенама ММФ-а ускоро надмашити вриједност њиховог БДП-а (118 % БДП у 2014. години), што би могло бити одрживо уз цијену виших каматних стопа и ниже стопе раста. То се у Евопи и САД-у догађа први пут након Другог свјетског рата. Узроци задужности су драстичан пад пореских прихода због рецесије, повећани издаци за програме економског подстицаја за излазак из кризе. Социјални издаци због старења становништва имају тренд пораста. Све је мање оних који раде, а истовремено морају издржавати све већи број пензионера којима је све потребнија и здравствена њега. У САД-а државни дуг износи 84 % БДП-а. Неки, условно речено, подношљив ниво задужености се креће око нивоа од 60 % БДП-а. Дефицит државног буџета у 2010 години који ће се покрити новим задужењем износи 1,6 хиљада милијарди долара. Једини излаз се види у повећању пореза у САД на 3 % БДП-а и ограничавање издатака пензионерима као и кресање свугдје гдје је држава евентуално била дарежљива (Washington Posta, april.10.2010.). Проблем САД-а је што су купиле пола кинеског бруто друштвеног производа, али немају новца да га исплате. Опредјељење за финансијску индустрију умјесто електронских или биотехничких иновација очито је био лош избор. Америка је сада у неприродном загрљају Кине која је у америчке обвезнице уложила више од пола свога бруто друштвеног производа (1500 милијарди долара). Парадокс је да Америка троши више него што производи, па мора да позајмљује како би одржала стандард, а Кина производи више него што троши, па свог главног купца мора да кредитира да би своју економију држала у погону. То се види као пропаст неолибералног консензуса и напуштање идеологије свемоћи невидљиве руке тржишта, те окретање ка концепту "индустријске политике", већем државном интервенисању и строжијој регулативи економије и финансијског сектора.

8. КРИТИКА И ВАЛИДНОСТ МИНСКИЈЕВОГ МОДЕЛА

Три су главне критике Минскијевог модела. Прва је да је свака криза јединствена по својим обиљежјима па општи модел кризе није релевантан. Према другој критици ова врста модела није релевантна јер је битно измијењено пословно и економско окружење и трећа критика полази од ставова неокласичара и тезе о ефикасном тржишту гдје су мјехури имовинских цијена невјероватни јер су све информације садржане у цијени. Kindlberger С. (2006) истиче да свака криза има своја специфична обиљежја (природу шока, предмет шпекулације, облик кредитне експанзије, домишљатост варалица, природу инцидента који утиче на промјену расположења). У том контексту он цитира стару француску пословицу да "што се више нешто мијења, то више остаје исто", детаљи се множе, али структуре остају исте. Провјера Минскијевог модела своди се на питање да ли његова употреба омогућује спознаје о широким обиљежјима криза. Другу критику, да су се битно промијенили услови у пословном окружењу и економији (крупне корпорације, моћни сидикати, улога државе, савремено банкарство и комуникације), Kindlberger одбацује налазећи да су се скоро све савремене кризе одвијале управо по Минскијевом моделу и то финансијске кризе у Мексику, Бразилу, Аргентини, Русији, Јапану, Тајланду, Хонг Конгу и Индонезији. Можемо томе додати и нашу тврдњу да се и актуелна криза одвијала по

Минскијевом моделу. Иницијални шок изазван промјеном монетарне политике у САД-у и снижавање каматних стопа, експанзија јефтиног кредита, раст *subprime кредита* заснованог на расту цијена некретнина, финансијске иновације настале на бази секјуритизације хипотекарних кредита, финансијска либерализација и дерегулација, раст цијена актива и инвестирања и на крају слом. Све ове кризе су имале исти образац, односно раст цијена некретнина и акција много бржи од раста каматних стопа. Када дође до пада нето дохотка по основу најамнина испод каматних давања по кредитима узетим за куповину некретнина, долази до потребе за новим кредитима, али како банке престају са експанзијом кредита повећавају се продаје некретнина, њихове цијене падају, мјехур је у имплозији.

Критика која долази од неокласичара сматра да мјехури нису могући јер тржишне цијене увијек одражавају базичне економске односе, па велики падови цијена обично одражавају промјене економске политике владе или централних банака. Присталице тог схватања сугеришу да до наводног мјехура долази као резултат понашања крда или ефеката придруживања паради када наивчине слиједе лукаве инсајдере. Критичари неокласичари кажу како су пропашћу *subprime* хипотекарног тржишта у САД промовисане идеје посткејнзијанаца, а посебно економисте Хајмана Минског за којег многи коментатори истичу да је тачно антиципирао текућу финансијску кризу. Они критикују Минскијев став да је капитализам инхерентно нестабилан и да има самодеструктивне тенденције. Значајан механизам за деструктивну тенденцију је акумулисање дуга. Ови критичари, насупрот Минском, тврде да присуство централне банке чини савремени капитализам нестабилним. По њима је једино тај фактор одговоран за текућу финансијску нестабилност. (Шоштак Ф. 2007)

Озбиљнију критику Минскијевог модел износи Алвин Хансен који тврди да тај модел више одговара економији у периоду прве половине 19 стољећа, добу меркантилизма, неизвјесности тржишта, претјераног трговања и шпекулација него двадесетом вијеку, у коме је дошло до институционалних промјена када индустријски магнати теже профитаблном приносу путем штедње и инвестиција. Алвин Хансен покушава развити Кејнсов модел пословног циклуса гдје у фокус ставља значај штедње и инвестиција и зато умањује алтернативно објашњење нивоа привредне активности. Хансенов нагласак на штедњи и инвестицијама према Киндлбергеру не предпоставља одбацивање става да промјене понуде кредита могу имати утицај на ниво цијена и привредних активности.

Минскијев рад представља најзначајнију везу између посткејнзијанске анализе и институционалиста. Мински је након своје књиге "Stabilizing an Unstable Economy" (1986) и даље истраживао и износио приједлоге за економску политику, што је мање познато. Он је увијек инсистирао да теорија мора бити институционално специфична (Papadimitriou B.P. Vrej, R. 1998). Пошто има веома много различитих типова економија и чак 57 варијетета капитализма, теорија мора имати у виду специфичност економије коју анализира. Минскијева анализа се усредсређује на развој капиталистичке економије са великом владом, са комплексним и дугорочним финансијским аранжманима. Његове препоруке у погледу политике су дизајниране да промовишу успјешну, демократску форму капитализма дату кроз ове финансијске аранжмане. Ове политике би морале ограничити нестабилност кроз креацију институционалних "плафона и подова" док би се истовремено морали усмјерити ка промјенама понашања ("bihevioral

change") које би било узроковано смањењем нестабилности. Ове политике би такође промовисале раст животног стандарда, ширење демократских принципа и јачање сигурности за просјечно домаћинство. Његови приједлози иду далеко од "таласа невидљиве руке" идеолога слободног тржишта, али такође изван макроекономских мислилаца кејнзијанаца, да би разматрао неопходну институционалну промјену која би промовисала врсту друштва које он жели. Зато се може рећи да је Мински успјешно интегрисао "пост" или "финансијску" кејнзијанску теорију са институционалистичким процјењивањима за различите прошле, садашње и погодне будуће економске аранжмане.

Разматрање Минског указује на начине на које шпекулације могу дјеловати у правцу дестабилизације монетарног система умјесто да дјелују на ублажавање флукуација како претпостављају класичари. Насупрот "теорије системске ломљивости" Минског, тврди се да је ипак присутно доста фактора који ублажавају и спречавају екстремну нестабилност. Међутим, нема гаранција да ће оне нужно дјеловати у правцу спречавања криза Минског које могу настати због настојања да се новац заради путем шпекулација. Бројни фактори који ублажавају потенцијалне кризе се појављују кроз државне мјере и интервенције централне банке и таква стабилност се свакако не сматра нужном посљедицом дјеловања снага слободног тржишта. Не мора се нужно ићи преко прага, међутим, шпекулативне активности врло често изазивају финансијске кризе у интервалима који су сувише кратки да би били случајни.

9. МЕЂУНАРОДНО ШИРЕЊЕ КРИЗЕ И ПОЗИЦИЈА БИХ

Мински је пажњу усмјерио на питање нестабилности понуде кредита у једној земљи. Међутим, у низу еуфорија долазило је до њиховог међународног ширења. То се углавном концентрисало на земље са којима је земља у којој је дошло до еуфорије имала јаке везе са одређеним земљама (нпр. Јапан и његове бивше колоније). Када је у Јапану дошло до формирања мјехура 1980. године, то се, између осталог, одразило и на Хаваје на којима су Јапанци куповали куће, терене за голф и хотеле па је и ту дошло до формирања мјехура.

Типичан, али и помало драстичан примјер мјехура и његовог пуцања, у нашем региону је нпр. бум цијена некретнина на црногорској обали гдје се квадратни метар стана све до 2008. године продавао по цијени од 3000 до 8000 евра и то махом руским инвеститорима. То је довело до енормне изградње станова и кућа којих је сада, непродатих, препуна црногорска обала, па су слједствено томе цијене пале на 900 до 1500 евра (Политика, 10.04.2010).

Шок из једне земље се преноси на другу преко арбитраже која доводи до изједначавања цијена истог или сличног тржишног материјала и актива, од једног до другог националног тржишта (изједначавање цијене злата, цијена хартија од вриједности између берзи). Раст националногдохотка у једној земљи доводи до повећане тражње за увозом у тој земљи и аутоматски до повећаног извоза у другим земљама и раста њиховог националногдохотка. Трећи канал су токови капитала који, као што је нпр. пораст извоза хартија од вриједности из једне земље што утиче на раст њихових цијена као и на раст девизног курса валуте те земље. Четврти канал су психолошке везе односно врло брзо прено-

шење расположења еуфорије и песимизма инвеститора са једног на друго тржиште (Kindlberger P.C., Aliber R.2006.s.36.).

Ако се посматра Босна и Херцеговина јасно је да је она као мала и отворена економија у великој мјери зависна од стања економског циклуса у ближем и даљем окружења односно земљама региона, које су опет, као и економија БиХ у директној зависности од стања на тржишту Европске уније. Као мала и отворена економија БиХ је неминовно изложена егзогеним шоковима. Последице финансијске кризе, а потом рецесије у Европи, те смањење тражње, на том тржишту утицало је на пад извозног сектора у БиХ и раст незапослености.

Извоз је у трећем кварталу 2009. године, у односу на исти квартал у 2008. години, пао за 17 %, а увоз за 27,7 %. То је смањило трговински дефицит за 35,2 % што је позитивно са аспекта претходних огромних дебаланса. Покривеност увоза извозом је у јануару 2010. године износила 58,3 %, а трговински дефицит досигао 300 милиона КМ, што је за 31,4 % мање него у јануару претходне године. Од укупног извоза БиХ на 17 земаља Европске уније у 2008. години је отпадало 55,2 % (у трећем кварталу 2009. године 53,3 %), а на земље региона (Словенија, Хрватска, Србија и Црна Гора) 45 % укупног извоза.

Укупна индустријска производња је смањена у јануару 2009. године за 11,2 индексна поена у односу на просјек 2009. године. У децембру 2009. године било је запослено у формалном сектору економије 686.044 лица што је за 0,2 % мање у односу на претходни мјесец. Број незапослених се повећао у децембру 2009. године у односу на претходни мјесец, за 0,8 %, а регистровано је 510.534 незапослених лица. (Извор података: Агенција за статистику БиХ и ЦББиХ, 2009.). Укупна стопа незапослености је са 29,0 % у 2007. години, пала на 23,4 % у 2008. години да би у 2009. години порасла на 24,1 %. Од укупног броја запослених скоро половина је запослена у услужним дјелатностима, а 21,2 % у пољопривреди.

Прилив иностраног капитала је преполовљен јер су инвеститори изгубили интерес за инвестирањем у БиХ (у неким секторима је дошло и до повлачења капитала, излазак инсајдера са берзи, нпр) те су постали заокупљенији проблемима у властитим земљама. Последица је успоравање економског раста у БиХ и смањење ионако врло ниске запослености. Ефекти европске рецесије у већој или мањој мјери су се одразили и на земље региона као најважнијих трговинских партнера БиХ и смањење тражње на тим тржиштима. Раст прилива иностраног капитала је у БиХ, поред утицаја на раст друштвеног производа у БиХ, утицао и на погоршање спољнотрговинске позиције земље па чак и до фомирања типичних балона на неким тржиштима (станови и некретнине, берзе).

Берзе су настале као резултат приватизације и оне представљају секундарна тржишта на којима се трговало акцијама и обвезницама насталим из процеса приватизације и измирења јавног дуга, али финансирања на том тржишту (примарном) су минорна. Као таква била су погодна управо за трговања и спекулације, што су искористили страни инвестиитори, превасходно инвеститори из региона, те су успјели да направе балон, као што је то уосталом био случај и на осталим тржиштима у региону. Како је ријеч о релативно плитком финансијском тржишту, а с друге стране, ипак лимитираном сегменту цјелокупне економије, то није имало драстичније директне посљедице на економију у цјелини. Наиме, значајно је да банке због своје опрезне и конзервативне поли-

тике инвестирања нису претрпиле значајније губитке. Међународна финансијска криза и рецесија је, мада може звучати парадоксално, стигла и избила у прави час што се тиче финансијског сектора у БиХ, да би се тако прекинуо дотадашњи тренд раста и све масивнијег задуживања домаћих сектора код банака који је растао по убрзаним и увећаним стопама, са већ очигледним знацима надувавања цијена на појединим тржиштима.

Обим краткорочних кредита банака је од 1998. године до 2008. године 3,7 пута увећан, са око 1 милијарде КМ на 3,7 милијарди КМ, а дугорочни кредити су увећани за више од 5 пута, са 1,9 милијарди на 10,8 милијарди КМ. Укупни кредити су од 2000. до 2008. године увећани тачно седам пута, при чему је приватном сектору у 2008. години одобрено 92 % од укупних кредита. У 2000. години предузећа су користила 50 % кредита, а становништво 23 %, док је у 2008. години однос био подједнак, по 46 %.

Расположивост кредита је директно утицала на пораст цијена актива, код нас нарочито некретнина (цијене станова у урбаним центрима су више него удвостручене), подстакла раст дјелатности грађевинарства и трговине. То, у ствари, није значајно реалан допринос економском развоју јер је тиме индукован раст ГДП-а био заснован на експанзији свих облика потрошње подржаних кредитом из иностранства. Не може се рећи да је тиме подигнут квалитет економије у смислу раста производних дјелатности, подизања продуктивности рада и конкурентности економије. Како смо већ истакли то је, између осталог, имало за последицу у виду напухавања балона у неким секторима, пораста задужености предузећа и грађана и значајнијих губитака.

Док је у САД улога њене Централне банке била значајна у настанку балона, Централна банка у БиХ у томе није имала неку улогу (неутралност Централне банке и примјена чврстих правила "*currency board-a*") јер није контролисала ни каматну стопу нити понуду новца. Међутим, у отвореној економији не зависи много од домаћих институција већ много више од понашања банака и страних инвеститора. Балони се јављају и у земљама у којима монетарна политика није адаптивна, дакле, не подржава настанак балона.

У БиХ се десио прави минијатурни крах (на берзама и тржиштима некретнина). Промет на домаћим берзама је од 2007. године, када је износио 46,7 милиона КМ, увећан у 2007. години на 2016,9 милиона КМ, да би само годину дана касније пао на 445,0 милиона КМ. Дакле, буквално се ради о шпекулацијама и претјераном трговању управо онако како га је још Адам Смит окарактерисао. Наравно, то није јаче утицало на економију јер су ти сектори по свом значају у цијелој економији ипак минорни. Али сви кључни елементи свих фаза надувавања балона и кредитне подршке, те на крају његовог пуцања са смањењем вриједности акција за око 80 %, су били присутни. Дакле, у БиХ се у изолованим сегментима економије десио кредитни бум, *Понзијеве финансије* код једног броја предузећа и *Понзијеве схеме* на берзама.

Многе земље у развоју се суочавају са падом тражње за њиховим производима и са падом прилива капитала чиме се отежава сервисирање дугова, ако не и онемогућава. Рецесија се продужава јер ниједна економија не може очекивати пораст тражње код њихових партнера.

Конзервативна регулатива банкарског сектора у БиХ је била од користи јер је спријечила проблеме у домаћем банкарском сектору. Висок захтјев за капиталом и опрезна политика кредитирања, строга правила о рочној трансформацији средстава у банкама су дали позитивне резултате.

10. ЗАКЉУЧАК

Ова мала анализа Минскијевих ставова и његових идеја имала је за циљ да укаже на њихову сталну актуелност. Очигледно да је Хајман П. Мински био врло добар дијагностичар, међутим, рјешења која је нудио нису се многим у САД баш свиђала јер су на неки начин "мирисала на црвену заставу", поготово у условима када је несумњиву дугорочну побједу однијела струја економиста тржишних фундаменталиста чије су идеје и политике биле на снази на глобалном плану све од осамдесетих година прошлог вијека. Минскијево сугерисање "социјализације инвестиција", радикална интервенционистичка политика на којој инсистира и веће уједначавање доходака становништва нису могле наићи на добар пријем у САД. Мински није економиста који је добио звучна и значајна званична признања за свој рад. Међутим, оставио је неизбрисив траг, с обзиром на идеје које је изложио и у чију моћ је генерално вјеровао, уосталом као и сам Кејнс. Мински је проширио границе дисциплине јер се фокусирао на структурна, друштвена и политичка питања.

Приликом сваке турбуленције у капиталистичкој економији неизоставно се сви присјећају и позивају на Минског. Чак и у медијима се говори о "Минскијевом моменту". Никада до сада није морао бити изложен јакој критици тржишни фундаментализам и либерални капитализам који је довео до дерегулације и необуздане трке за профитом, а потом и до једне од највећих криза након тридесетих година. Хтјеле или не хтјеле, државе су морале предузети радикалне интервенционистичке мјере и директно санирати посустале финансијске дивове. На дневном ред је неминовно морало доћи до преиспитивања банкарске регулативе и њено редизајнирање у духу Њу дила из тридесетих година. Економске политике најмоћнијих морају преиспитати и редефинисати своје индустријске политике.

Никада није било очигледније да капитализам пати од инхерентне нестабилности о којој Мински говори. Међутим, то не значи да се као економски и друштвени модел, упркос његовој истрошености кроз дуготрајно и устрајно слијеђење неоконзервативне парадигме, мора одбацити, већ је нужна реформа ("прилагођавање"), за што се и сам Мински залаже вјерујући у капитализам. Капитализам, никада више него сад и то све од велике кризе почетком двадесетог вијека, није требало проћи кроз нужне трансформације и прилагођавања која ће му омогућити даљу егзистенцију са новим (старим) парадигмама, са већом улогом државе и јачом регулацијом финансијског сектора и економије оупште.

Зашто је Мински занимљив и нама? Зато јер је након педесет година земља(е) постала отворена према свјетској економији, а тиме први пут директно изложена(е) шоковима који долазе из свјетске економије. Криза која је кренула из САД свом жестином се одразила и на домаћу економију. У свему томе је

најгоре што земље периферије теже подносе шокове и теже и спорије се опорављају од зрелих развијених економија. Земље у транзицији су неједнако погођене, неке мање, неке више, али већина њих не може избјећи разорне посљедице финансијске и економске кризе. Најзад, и у овим земљама, па тако и у нашој, финансијска и економска либерализација доводе до истих понашања економских агената и слиједе се слични или исти обрасци провокације и настанка криза (мјехури у одређеним секторима). Више него очигледно, нагла експанзија кредита у домаћим условима је утицала на рапидан раст цијена појединих актива, те битно допринијела слому берзи. Крајња посљедица је било повећање спољноекономске неравнотеже односно повећање спољнотрговинских и текућих дебаланса те значајнији пораст ионако високе незапослености.

ЛИТЕРАТУРА:

1. Akerlof A. G., Shiller J.R., (2009), *Animal Spirits: How Human Psychology Drives the Economy, and Why It Matters for Global Capitalism*, Princeton, New Jersey: Princeton University Press.
2. Bellofiore R., Ferri P. (2001), *FINANCIAL KEYNSIANISM AND MARKET INSTABILITY*, Vol. I, *FINANCIAL FRAGILITY AND INVESTMENT IN CAPITALIST ECONOMY*, Vol. II, University of Bergamo.
3. Bubble Boy: Hyman Minsky's universal framework for understanding all bubbles, www.askaboutmoney.com
4. Централна банка БиХ, (2009), *Билтен Централне банке БиХ*, 3, Сарајево
5. Ћировић М. (1987), *МОДЕТАРНА ЕКОНОМИЈА*, European Centre for Peace and Development University of Peace, Београд.
6. Diklo D. (2002), *Smrtonosno ludilo "gospodara sveta"*, *Le mond diplomatique*, 4. avgust.
7. Dow C.S., Earl E.P., (1982), *MONEY MATTERS*, A Keynesian Approach to Monetary Economics, Barnes and Noble Books, Totowa, New Jersey.
8. Fox J. (2009), *Hyman Minsky didn't have all the answers*, Time, New York, 15. september, <http://curiouscapitalist.blogs.time.com>
9. Mihm S. (2009), *Why capitalisam fails*, The Boston Globe, September, www.boston.com
10. Minsky P.H., (1981), *Financial Markets and Economic Instability 1965-80*, Session "The Recession of 1980-81", Midwest Economic Association, Louisville, Kentucky, April, 3.
11. Minsky P.H. (2008), *JOHN MAYNARD KEYNES*, McGraw- Hill, New York.
12. Minsky, P.H. (1988), *Secret of the Temple: How the Federal Reserve Runs the Country*, Challenge, May-June.
13. Minsky P.H. (2008), *Securization*, (Preface and Afterword by L. Randall Wray), The Levy Economics Insititue of Bard College, Poliy note, 2.
14. Minsky P.H., (1986), *STABILIZING AN ANSTABLE ECONOMY*, Mc Graw Hill, New York.
15. Kindlberger P.C., (1993)., *A FINANCIAL HISTORY OF WESTERN EUROPE*, Oxford University Press, New York.
16. Kindlberger P.C. Aliber R. (2006), *NAJVEĆE SVJETSKE FINANSIJSKE KRIZE*, Manije, panike i slomovi, Poslovni dnevnik, MASMEDIJA, Zagreb.
17. Nesvetailova A. (2008), *Ponzi Finance and Global Liquidity Meltdown: Messons from Minsky*, Working Paper CUTP/002, City University, London.
18. Плакаловић Н. (2004), *МОДЕТАРНА ЕКОНОМИЈА, Теорија, институције и политика*, Завод за уџбенике и наставна средства, Српско Сарајево,
19. Shostak F. (2007), *Does teh Current Financial Crisis Vindicate the Econbomics of Hyman Minsky?* Mises Daily, November, 27., Ludwig von Mises Insatitute.
20. Straithorst T. (2009), *Krugman speaks, the final act: "I was into Minsky before Minsky was cool"*, Prospect, 11. june.
21. <http://www.prospectmagazine.co.uk/2009/06/krugmanspeaks-the-fina..>
22. Varde I. (2002), *Čudotvorci ili majstori finansijskih prevara*, *Le mond diplomatique*, 4. avgust

23. Замрло тржиште некретнина у Будви, Политика, 10.04.2010.
24. White W. (2009), *Modern Macroeconomics Is on the Wrong Track*, *Finance and Development*, IMF, December, Vol 46, No 4.
25. Wray L. R., (2008). *Financial Markets Meltdown: What Can We Learn from Minsky?* Public Policy Brief No 94. Annandale-on-Hudson, N.Y.: The Levy Economic Institute. April.
26. Wray L.R. (2009), *Money Manager Capitalism and the Global Financial Crisis*, The Levy Economic Institute of Bard College, Working Paper No 578, September.
27. Yellen L.J. (2009), *A Minsky Meltdown: Lessons for Central Bankers*, Presentation to the 18th Annual Hymen Minsky Conference on the State of the U.S. and World Economies, Levy Economic Institute of Bard College, New York.

Novo Plakalović

WHAT HYMAN P. MINSKY SAID ABOUT FINANCIAL CRISIS

Summary: *The current financial crisis has also actualised the work and ideas of the American economist Hymen P. Minsky. In his time almost unknown in America for many years after his death, he has been often mentioned in the academic world and the general public. Now many refer to him because in his work he had practically envisioned the occurrence of large financial and economic crisis that we were struck by. Minsky was a Keynesian and he was ignored because of his ideas that essentially differed from the dominant schools of economic thought. His analysis focuses on the mode of financing the economy and the formation of asset price bubbles, which inevitably leads to bubble explosion, losses and recession. Minsky emphasizes the role of bank credit, which is the "rocket fuel" for prices growth and creation of excessive optimistic expectations and euphoria in some asset markets. The euphoria is logically followed by the bubble explosion, ("Minsky moment"), a drastic drop in asset prices, a sudden reduction in credit ("Minsky meltdown") and collapse. In this context, Minsky talks about the inherent instability of capitalism and presents "a financial instability hypothesis." However, Minsky believes in capitalism, but not in the wild and unbridled capitalism of new liberals, rather in democratic, regulated, based on New Deal, with institutional financial arrangements governing the financial sector and preventing the bubble creation and the crisis. Minsky argues for more equitable distribution of incomes in the U.S. and greater social role of the state. Minsky expanded the boundaries of discipline because he focused on the structural, social and political issues. Modern financial economic crisis, like many previous crises, took place exactly according to the formula which Minsky had precisely formulated. Even the bubbles that occurred in Bosnia and Herzegovina (stock market and real estate market) followed by credit expansion had its course precisely following the Minsky formula.*

Key words: *Minsky moment, the financial instability hypothesis and fragility of financial markets, bubble economy, the inherent instability of capitalism.*

JEL classification: E12,E32