

## FINANSIJSKO OBNAVLJANJE: NOĆNA MORA REGULATORA

*Da li se krećemo višoj ili boljoj regulaciji?*

IŠTVAN MAGAS (MAGAS ISTVÁN)\*

### *Sažetak*

Finansijska tržišta su pretrpela velike promene posle pada Lehman Brothers-a, na snazi su oštrije i strožije promene u Sjedinjenim Američkim Državama, kao i u Evropskoj Uniji. Jedan celi oporavak, koji bi obuhvatio ceo svet, trenutno se ne može očekivati, kamoli poboljšanje stanja finansijskih tržišta. Budni nadzor nad radom sam nije u stanju da stvara čuda, ali može da obezbedi veću stabilnost i sigurnost protiv budućeg neuspeha. Ova studija se slaže s tim, da je veća i bolja regulacija neophodna, kako bi zaštitili svetsku ekonomiju od daljih katastrofalnih finansijskih događanja. Glavna misao je da su centralne banke nezamenljive, kao i da su međunarodne kontrole neophodne. Ogromna snaga međunarodnih banaka u isto vreme zahteva međunarodnu kontrolu. Postoji opasnost, da prevremena regulacija, može da bude čak preterana regulacija, dok ne zadržava one podsticaje koja bi obezbedila lako podizanje kredita, u toku ionako sporog rasta, a novac bi protekao tamo gde je najpotrebniji. Kao najvažnijim ciljem globalne regulacije ne mogu se označiti samo globalne banke, nego i nacionalne banke, koji se pojavljuju u poslovnom životu, sa naglaskom na sledeće aktere: banke zemalja koje štede i koje uzimaju kredite. Stvaranje novih pravila, sporazum Bazel III predstavlja prvi korak u ovom pravcu. Svet zahteva možda ne više, ali bolje globalne finansijske kontrole.

*Ključne reči:* Lehman kriza, finansijsko tržište, finansijski regulatori, međunarodni mobilni kapital, globalne banke, korišćenje derivata, akcije, kreditni rejting, sporazum Bazel III, (liquidity coverage ratio) EFA (European Financial Authority).

JEL: E44, E60, E62.

\*

### I. Uvod

Koje su prednosti finansijske globalizacije? Ima ih dosta. Kako su već mnogi, u međunarodnoj finansijskoj literaturi poznati autori napisali - Fisher (2001), Froot-Rogoff (1995), Krugman-Obstfeld (2000) i Pugel (2002) - optimalnija raspodela i raspodela višak novca između neto štediša i pozajmljivača na međunarodnom nivou, kako sa strane državnog, tako i privatnog sektora, proizvode merljivu dobit blagostanja zbog nižih kamatnih stopa. Opsežne pijace i veći broj kupaca u isto vreme znači nižu maržu i veću količinu, kao i u slučaju domaćih finansijskih institucija. Za male, otvorene privrede, finansijska liberalizacija može da bude dosta profitabilna, međutim, pojavljuju se novi problemi vezani za makro stabilnost, odnosno za priliv novca između privatnih i državnih tržišta dugova (Magas, 2012). Najočiglednija prednost finansijske globalizacije sa strane zemalja koja se pozivaju na hitno finansiranje je dostupnost kapitala. Jeste, da ne nužno za nižu cenu, ali je činjenica, da se može brže stići do njih, nego do izvora državno suverenih ili globalnih institucija, kao na primer MMF ili Svetska Banka. Takođe nije diskutabilno, da cena brzine naglo raste. U isto vreme brzina može lepo da se isplati.

Prekogranično bankarstvo nosi u sebi nove mogućnosti, ali i nove opasnosti. Naravno moguće je odrediti globalne rizike, koje se još mogu lečiti, međutim postizanje određene ravnoteže nije lak zadatak. Brza ekspanzija globalnih banaka je stvorio potpuno novo regulatorno okruženje. Razvojem modernih informacionih tehnologija postao je moguće sakupljanje, skladištenje i stvaranje informacija vezanih za neuhvatljive finansijske instrumente (derivate), koje nemaju tržišnu vrednost u tradicionalnom smislu reči,

---

\* Autor je Prof. Ištvan Magas, predsednik Katedre za svetsku ekonomiju na Univerzitetu Corvinus u Budimpešti

ali njihova korisnost je postao lako merljiv (ponderisanje profitabilnosti i rizika). U ovom novom svetu pojavljuju se druge dimenzije podele rada, što ni Adam Smit, ni njihovi sledbenici nisu mogli da predvide. Tržište derivata se naglo raste, kako sa strane vremenskih rokova, i opcionalnih razmena, tako i sa strane privatnih prodaja, ali isto tako je i kompleksniji i profitabilniji u isto vreme, bar za neko vreme. U ovom izmenjenom svetu, ocena akcija je mnogo komplikovanija zbog promena, koje proističu iz prirode ekonomije, i još više prostora se daje nastanku "mehurića". Onda kada su većina imovina preduzeća bila oličena u vidu materijalnih sredstava, tržišta su bila stabilnija, i ocenjivanje je išlo mnogo jednostavnije. Danas većinu imovine jedne kompanije predstavljaju neuhvatljiva sredstva: marke, ideje i ljudski kapital. Ova sredstva je teško identifikovati, s jedne strane, dok s druge strane, takođe je teško povezivati ga sa vrednošću. Pored svega toga, slabo mogu da preuzmu oblik fizičke prirode, kao na primer jedna fabrička zgrada.<sup>1</sup> Drugo, ovo izuzetno moderno, u jednom delu informaciono-tehnološki povezano tržišni razvoj, povećava teškoće vezanih za prepoznavanje rizika i vrednosti, naročito u globalnom okruženju.

Dotle, dok su kumulativni rizici prisutni u zemlji, zadatak banaka i finansijskih regulatora je to zaustaviti. Najveći problem sa globalnim kapitalom današnjice, jeste, da nije u rukama stručnih regulatora. Da li je globalnom finansijskom sistemu potrebna globalna regulacija? Po našem mišljenju, naravno da je potrebna.

## II. Kretanje prema višoj ili boljoj regulaciji

Da li bismo trebali da preuzmemo američki model? Ne u svakom slučaju, ali može da nam pruža mudre izbore i tržišno iskustvo. Ko reguliše finansiranje Citigroup-a, kao najveće i najraznovrsnije finansijske institucije? Citigroup, koji u više od sto zemalja obavlja transakcije, prodaje skoro sve vrste finansijskog proizvoda, čime su se do sada trgovali. Verovatno svaki finansijski regulator razmišlja na taj način, da je problem Citigroup-a u nekom smislu i njihov problem. Jedino Sjedinjene Američke Države imaju Federal Reserve-a, Securities and Exchange Commission-a, Commodities and Futures Trading Commission-a, New York Stock Exchange-a, 50 državnih osiguravajućih agenta i još mnogo toga. Ipak, u nekom smislu, niko ne reguliše Citigroup-a: to je globalna kompanija, koja ponekad pripada nacionalnoj, a ponekad sektorskoj kontroli. Jeste da su slični i AIG, General Electric Capital, UBS, Deutsche Bank. Da li je to dobra stvar? Postala je moda razmišljati o regulatorima na taj način kako je Shakespeare u svoje vreme napisao: „gusenice nacionalne zajednice su bića, koja ostaju daleko od dodatne vrednosti, ali staju na put tržištu." Naravno ne razmišljaju svi na ovaj način. Uprkos tome, u zadnje tri decenije dinamizam, koji je dostupan u globalnim finansijama, može se povezivati sa manjom regulacijom u odnosu na slobodno kretanje kapitala, naročito u prekograničnim kretanjima. Trenutno novac može slobodno da kreće tamo gde se pokazuje prilika, a sa ignorisanjem stroge regulacije svakom je bolje.

Time što su pustili kretanje kapitala u tom pravcu gde je imala najveću dobit, ukazali su i na preskupu regulaciju ili na regulaciju, koja se odnosila na neodgovarajuće mesto: novac je jednostavno išao na drugo mesto. Najbolji primer za to je Japan, gde su zabranili korišćenje derivata, pa se tako trgovina japanskih akcija koncentrisala u Singapuru. Kako je Japan postepeno olakšala uslove, na taj način su se vratili offshore poslovi u Tokio. Obično je takmičenje zbog kapitala motivisala zemlje na to da poboljšaju regulaciju, a na taj način mogu postati atraktivnije u smislu mobilnosti kapitala. Ipak su neki imali otpor prema pritisku, a Malazija i dalje kontroliše prekogranično kretanje kapitala.

Iznenadjući, još se nije pojavila preterana konkurencija između država vezana za regulaciju. Iznad svakog velikog tržišta možemo naći određenu regulacionu pozadinu, ili u obliku organa vlasti ili pomoću tržišnih aktera. Sa aspekta međunarodnog mobilnog kapitala je bolja ta regulacija, koja štiti investitore, a minimalizuje privilegije insajdera. Može se reći da je ovo dovelo do konvergencije međunarodnih norma, ali ovaj proces ni blizu se ne može smatrati završenim, naročito zbog proizvoda, koji se prodaju privatnim investitorima. Taj dan, kada će jedna globalna kompanija biti u stanju da prodaje isti indeks berze u celom svetu, još je daleko. Amerika i dalje ne želi da ostavlja prostora za evropsku transakciju hartijama od vrednosti preko ekrana. Iako je to moguće tehnički lako rešiti "neverovatno protekcionistički stav" je taj, koji mogu videti evropski regulatori. Uzimajući u obzir sadašnje političke teškoće, stvaranje jednog globalnog regulatornog organa sada nije prioritet. To možda nije ni problem, jer takmičenje regulatora ima nekoliko prednosti. Između ostalog to što je na dnevnom redu, jeste otvorenost regulacije unutar zemlje u odnosu na međunarodni kapital, i pružanje određenih informacija o poslovima svetskog tržišta i finansijskih preduzeća.

---

<sup>1</sup> Kako smo videli i u slučaju Enrona pouzdanost i tržišna cena može da nestane za čas. Kod dotcom mehurića se pokazala procena koja se odnosila na krajnje granice, a često su zahtevali od investitora da ponude dobit na toj ceni, koji nisu mogli da realizuju u kasnijim godinama. Vrednost se često odnosio na poslovne modele i na takva neuhvatljiva sredstva (npr. : na marke), koja nisu ni imali.

FSA jedino može da reguliše poslove britanskog Citigroup-a, a ovu svoju dužnost može izuzetno dobro obaviti kada je u stanju da razume situaciju preduzeća. Informacija već sada slobodnije kreće između nekih regulatora. Multinacionalne kompanije, kao što su MMF, Bank for International Settlements ili Financial Stability Forum igraju bitnu ulogu u ovom procesu, gde je bilateralna komunikacija najvažnija.

Globalni finansijski sistem nažalost ni blizu nije tako transparentan za nacionalnu regulaciju, kao što bi trebalo da bude.

Jedan od razloga zbog čega je ovako, jeste da nema sporazuma u vezi predmeta regulacije. Na primer, britanske reosiguravajuće kuće su u ovlašćenju FSA-a, ali neki od najvećih reosiguravajućih kuća, kao što su Munich Re i Swiss Re ne pripadaju pod nikakvu regulaciju u domaćim tržištima. Finansijske aktivnosti nefinansijskih poslova nigde ne uklapaju u trenutni regulacioni okvir. Enron se može okarakterisati kao investiciona banka ili kao fond za pokrivanje, štaviše manje energije je potrebno za sektorsko angažovanje, međutim u Americi nikakva ograničenost se nije odnosila na njega. Preduzeće ni u Velikoj Britaniji nije regulisala sebe, ali finansijske filijale FSA-a se kontrolišu. Postavlja se pitanje ko reguliše sve veći broj kompanija, koja posle postaju finansijski giganti, kao što su GE i GE Capital. Fondovi za pokrivanje su slabo regulisani, što o Americi ne bi moglo reći. Na predlog, koji je dostavljen od strane jedne predsedničke grupe, a koji se odnosio na strožije ograničenje fondova za pokrivenje, iznenada su stavili veto u Kongresu. Pored toga, treba još istaći da je prihvatanje predloga bio motivisan i sa kolapsom spekulativnog fonda za pokrivenje Long Term Capital Management, ali uzalud. Trenutno ni fondovi za pokrivenje ne predstavljaju izuzetak.

Sledeći problem je, da u Americi i dalje ima previše regulacija sa gledišta jednog outsajdera. Dok je Velika Britanija, kao i druge zemlje, uspela, da nekoliko finansijskih regulatora stavlja pod jedne vlasti, dotle je Amerika obuhvaćena raznim regulatorima, koji se odnose na druge sfere. Dosta je sumnjivo, da li uopšte ima neko ko može da predvidi šta se dešava u američkom finansijskom sistemu. Fed i dalje insistira na informacijama koja su neophodna za funkcionisanje sistema. Za vreme Clintonove vlasti regulacija je često stvorena na terenu za golf, u društvu Mr. Greenspan-a, Arthur Levitt-a, predsednika SEC-a i Robert Rubin-a, sekretara trezora. Danas diskusije dobijaju formalniji oblik. Svaki inostrani regulator bi mogao jednostavnije rešiti prekogranične poslove, nego jedan jedini američki akter.

Neki američki regulatori i uprkos očiglednom preklapanju, štite ovaj raznoliki sistem na taj način da takmičenje može da im bude od koristi. Naravno stanje višeg nivoa jedinstvene regulacije još uvek čeka na dokazivanje. Prema jednom, u 2010-oj godini izdatoj CSFI (Centre for the Study of Financial Innovation) studiji: „Prisutan je nezadovoljstvo prema ESA-u: ljudi ga smatraju kao birokratski, nametljiv i bezosećajan.”

Američku podelu rada između regulatora je još uvek teško razumeti. Na primer zašto bi trebalo da SEC preuzme ulogu nadzora kod trgovanja na berzi, odnosno CFTC kod poslova sa vremenskim rokovima, kada regulativne potrebe kod svih poslova su obično iste? Zašto je potrebno osiguranje na nivou određenih država, posebno regulisati pomoću izabranih komesara? Niko ne misli, da ovo ima smisla, ali sistem može opstati jedino pomoću ljudi iz Kongresa koji ga podržavaju. Sa nekog aspekta, jedan nesavršen sistem regulacije odgovara jakim finansijskim preduzećima. Glass-Steagel zakoni, koji su insistirali na sprečavanju spajanja banaka, investicionih banaka i kuća za osiguravanje, preživeli su bezbroj napada u Kongresu, zatim 1998-e godine Travelers kuća za osiguranje i Citibanka su se ujedinili.

Ovaj momenat je odmah završila onu lobi aktivnost, koji je vodio kampanju za ukidanje zakona. Posle kolapsa Enrona iz američkog senata su mnogi razmišljali na taj način, da bi trebalo stvoriti jedno jedinstveni regulatorno telo na osnovu izabranih smernica prema FSA, koja bi odgovorila potrebama američkog tržišta kapitala, međutim to bi zahtevalo mnogo veću krizu, nego što je Enron produkovao. To se i dogodilo 2008-e godine, sa Lehman krizom, a zatim je Dodd–Frank finansijski zakon reformisao sa svojih 2500 strana ceo sistem, na taj način da je to postao simpatičan za sve aktere.

Izgleda da sve do sada teško funkcionisani američki sistem regulacije, nije odlagao svoj tržišni razvoj, ali dugoročno može postati veoma skupo, ako EU integriše svoje tržište kapitala i uvede odgovarajući sistem regulacije. Amerika se već odavno hvali u svetu najbolje funkcionisanim tržištima kapitala, što i sve do danas jeste tako.

Sistem višestruke regulacije čime se teško može upravljati, može postati konkurentna mana, dok Evropa dotle može se pojaviti sa boljim i jeftinijim sistemom. Inače moguće je zamisliti da će pritisak od strane EU pomoći u tome da se američki sistem konsoliduje. Približavajuća EU, direktiva smatra da bilo koji unijski finansijski konglomerat će morati da bira jednog regulatora takođe iz EU, koji će biti dužan da obavi globalni nadzor određenog preduzeća. U praksi američke kompanije, kao što su Goldman ili Citi, verovatno će zahtevati prenos ovih zadataka na nekog američkog regulatora, a prema tome će kompanije de facto imati jednog nadzora.

Ako bi i imali regulativnu infrastrukturu za ceo svet, sa izazovima i onda bi trebalo da se suočimo. Koliki broj neuspeha regulativni sistem sme da pretrpi? – često postavljeno pitanje. Odgovor nije lak, smatrajući da je taj broj veći od nule, ali manje od toga, što bi mogao da dovodi do raspadanja sistema. Prema drugima bilo bi idealno, ako bi sistem imao manje problema, što znači da bi ljudi mogli da predvide rizike.

Priznanje američke regulativne prakse može biti činjenica, da, iako su na kraju dopustili da Enron ide u stečaj, ovaj proces ipak nije imao uticaja na celinu sistema. Lehman kriza se već odigrala prema određenoj scenariji. Nekoliko država je probala da poboljša situaciju, pa tako je i Fed postao poznat prema tome, što je pokušao da spasi i takve firme, koje već davno nisu imali svoje mesto na pijacama.

Razumevanje toga, da li se nivo rizika povećao, bilo je teže nego pre, pošto se u bankarskom sistemu trenutno odigrava izmeštanje rizika. Mnogi se zbune zbog toga, što regulatori i finansijske firme mogu bolje da razume ukupnost faktora rizika kod nekih sredstava, institucija i klijenata, nego ukupnost faktora rizika kod celog sistema. I mi se slažemo u tome da je to predmet ozbiljnih diskusija.

Problema je dobila prioritet sa tehnološkim mehurićima, i ponovo je postala realnost od čega smo se bojili: američki mehurići akcije. Da li regulatori znaju kada nastaje mehurić, a kada će postati finansijski sistem na preteći način neizbalansiran? Verovatno ne, sa takvom sigurnošću na koje bi se mogla osnivati politika. To što je jasno, jeste privredni ciklus agregatnog rizika. Za vreme razvoja poverioci previše daju u zajam, dok za vreme nazadovanja premalo, time pogoršavaju situaciju. Jedan način kako bi mogli da se prevaziđu teškoće, jeste, da banke izdvajaju veću količinu za vreme blagostanja, obezbeđujući time preuzimanje rizika manje procikličnim. Zbunjujuće pitanje može biti, koliko kapitala treba izdvojiti, kako ne bi došlo do bankrota. Veće banke treba da posluju prema bazelskom sporazumu od 1988-e godine, koji povezuje količinu rezervnog kapitala sa rizicima davanih kredita. Rizične kategorije su nažalost veoma slične: banke trebaju da izdvajaju istu količinu kapitala, ako daju kredit Microsoft-u, ili ako se spremaju na jedan dotcom signal. Ni u davanju kredita Braziliji ili Južnoj Koreji nema velike razlike. U međuvremenu su banke saznale kako se mogu derivati i hartije od vrednosti iskoristiti na taj način, da sa relativno rizičnim kreditima imaju pravo na dobijanje kredita sa manjim rizicima. Regulatori se boje od toga da će veća upotreba derivata i korišćenje akcija, dobiti na značaju pomoću izbegavanja regulativnih pravila. Mi isto možemo potvrditi da je ovaj strah opravdan.

### III. Rešenje bi bio Bazel III ?

Jedna slabija verzija kapitalnih pravila zasnovanih na rizicima jeste Bazel III i trenutno je u procesu. Prema njegovim stvaraocima, on bi trebao da se odnosi ne samo na velike banke, nego i na sve banke i unijske investicione firme širom sveta. Zatim govori se i o stvaranju određene Insurance Basel institucije. Bazel III je imao dosta protivnika u fazi nastanka: s jedne strane bio je previše komplikovan, a sa druge strane neke zemlje nisu mogli da nađu kompromis vezano za količinu kapitala što su trebali da izdvoje. Nemačka je dala kredite manjim preduzećima, zahtevajući niže kriterijume vezane za kapital, pošto se njegovi bankarski krediti smatraju tradicionalnim finansijskim izvorom. Novi sistem koji je trebao da krene 2012-e godine, kreći će u 2014-oj godini, što je možda pozitivan izbor. Dok banke ne funkcionišu prema odgovarajućem sistemu, dotle prisutnost regulatora može da pruža lažan osećaj sigurnosti.

Bazel III pruža još važniju ulogu kreditnim rejtinzima, kao što su Moody's ili Standard & Poor's agencije, čiji rejtinzi predstavljaju predmet mnogih diskusija. Ovo stanovište je potvrdio nedavno urađen rejting za američki državni dug ili rejting belgijanskog i francuskog duga. Kao moguća alternativa, same banke će biti motivisane, da prema svojim standardima urade rejting. Regulatori ni dalje ne veruju kvantitativnim rejtinzima. Naročito u Evropi se pokazuje potreba za bolje tehnologije i podatke. Kod više većih banaka već se primenjuju kvantitativni modeli, kako bi mogli da odrede kapital za izdvajanje vezano za konkurentne portfolio akcija. VAR (value at risk) modeli mere to, koliko je jedna kompanija u najgorem slučaju izgubila u toku jednog dana. Zasnivajući sve to na dobicima prethodnih perioda, modeli obično podcenjuju prisutnost loših dana. U prošloj deceniji u skoro 6 slučajeva se desilo, da su VAR modeli pokazali beskorisnim vezano za prognozu gubitka. Portfolije za testiranje stresa se mogu pojaviti kao rešenje za ove slabosti. Jeste da je modeliranje kreditnog rizika na ovaj način dosta komplikovan, što se može povezivati sa nedostatkom podataka iz prethodnih perioda.

Jedan drugi tržišno orijentisani sistem regulacije je takođe dobio pažnju. Ako banke izdaju kratkoročne subordinirane kredite, čime se ne samo trguju svakodnevno, već i ga ponekad refinansiraju – to je uslov za opstanak na tržištu – onda će tržište regulisati banke. Poverilac sigurno neće finansirati takve banke, gde može da postoji rizik nelikvidnosti. Nažalost Argentina je sve to već iskusio, gde je vlast opljačkao bankarski sistem, kako bi rešio problem nelikvidnosti, koji je nastao zbog dugova.

Regulatori dobro znaju da sama složenost finansijskog sistema predstavlja merama prepreku. Postala je tendencija da se oslone na privatni sektor, koji bi možda mogao da pomogne u ovim zadacima. Prosto nije na delu taj kapacitet, kojim bi mogao da se određuje nivo rizika unutar jedne međunarodne banke, jedino ako to ne uradi sama banka.

Konsolidacija bankarskog sistema na sledeća tri načina može da učestvuje u povećanju rizika, koji prete bankarskom sistemu.<sup>2</sup> Najnovija dilema, koja se odnosi na ceo svet je preuzet rizik sa strane tržišta kapitala, koji se pojavljuje kao realna opasnost u bankarskom sektoru. Očigledno veliki deo preuzetih rizika možda je samo jedan računovodstveni trik, koji stavlja za cilj izbegavanje kriterijuma. Ukoliko kuće za osiguravanje neće moći da obavljaju dužnosti i bankrotiraće, lako će moći da se nađe u situaciji, da su mu rezerve nepotpune. Možemo da pretpostavimo da većina neželjenih rizika sa strane bankarskog sektora čak može da se nađe u rukama nesposobnih investitora, koji su trenutno meta preduzeća, koja pružaju finansijske usluge. Oni će možda nenamerno da preuzmu rizik. Niko ne zna, kako bi na to reagovali pojedinci ili cela privreda. Možda će biti siromašniji, manje će hteti da troše, na taj način stvoreći novi udarac na privredu i bankarski sistem.

Na delu je opasna pojava, koja na osnovu opozicionog multiplikatora može da ubrza sam sebe. Dokle je rizik i dalje prisutan u kumulativnom obliku unutar države i banke, regulatori moraju da znaju, kako da održe to u odgovarajućim okvirima. Jedan od većih problema današnjeg globalnog kapitala, jeste da ne spada u nacionalno ovlašćenje regulatora. U ovom smislu je svakako važna globalna regulacija. Istovremeno je očigledno da u zadnje tri decenije, za koje je karakteristično finansijski dinamizam, može se smatrati rezultatom manjih ograničenja vezani za prekogranični kapital. U većini slučajeva novac može slobodno da se kreće, i svima je bolje bez strogih ograničenja. Naravno, treba istaći, da je to moguće samo u normalnim slučajevima i pored pretpostavljenog normalnog ponašanja.<sup>3</sup>

#### IV. Zaključak

Da vidimo ponovo kritične tačke.

Iznad svakog dobro funkcionisanog tržišta stoji odgovarajuća regulacija – pomoću državnih ili tržišnih aktera. Finansijska kriza koja je obuhvatila Sjedinjene Američke Države i Evropu, pokazala je potrebu stvaranja jednog jedinstvenog međunarodnog regulativnog okruženja u zadnjih četiri godina. Prednost ima ona regulacija, koja se odnosi na mobilni kapital na međunarodnom prostoru, i koji štiti investitore i minimalizuje privilegije insajdera. U globalu se može reći da je to dovelo do konvergencije regulisanja, kao i do stvaranja sklada sa međunarodnim normama. Proces ipak ne može smatrati celim, naročito vezano za prodane proizvode pojedinačnim investitorima.

Taj dan, kada će jedna globalna kompanija najzad prodati isti indeks berze u bilo kom delu sveta, još je jako daleko. Suvereno tržište dugova je prošao kroz dosta padova, zahvaljujući nepotpunim bazama podataka agencija za kredit rejting. One su bile nesposobne u vreme izvršene intervencije i upozorenje, koja su bila potrebna kako preduzećima, tako i pojedinačnim štedišama, kako bi mogle da odluče, u čemu se nalazi rizik.

U senci političkih teškoća ni kod G-20, ni kod EU nije na dnevnom redu stvaranje jedinstvene globalne regulacije. To nije u svakom slučaju loše, pošto će regulacija biti od koristi za konkurenciju. To što je na dnevnom redu, jeste otvorenost prema međunarodnom kapitalu i prema svetskom tržištu, snabdevanje informacijama vezanih za poslove finansijskih preduzeća. U današnje vreme je sve teže odrediti nivo rizika,

---

<sup>2</sup> Konsolidacija je u znatnoj meri smanjivala aktere velikih tržišta. U SAD je skoro 20 banaka obavljala 75% deviznih poslova u 1995-oj godini, dok je ovaj broj smanjen za 13% u 2001-oj godini. To je sigurno, da finansijske firme Wall Street-a, i iz Londona vole derivative, a saraduju se sa grupom matematičara i fizičara („finansijski inženjer”), kako bi stvorili nove derivative, izbegavajući rizike. Nominalna vrednost derivata kredita je trenutno 1 trilion \$, dok je pre 5 godina ova suma bila oko 100 milijardi dolara. Prema prognozama još malo i ovaj broj će dostići 3 trilion dolara. Nominalna vrednost OTC već sada prekorači 100 trilio dolara. 60% od toga je u rukama 5 trgovaca, gde spadaju i giganti JP Morgan i Citigroup. Prema mišljenju banaka, derivati i ostala sredstva se koriste za bolje upravljanje rizicima, pošto obezbeđuju hedž pozicije, a rizici se mogu prenositi na drugog aktera. Međutim, korišćenje spomenutih sredstava u isto vreme i povećava rizik zbog velikog prostora kretanja, a zbunjujuća je činjenica da je do toga možda došlo slučajno.

<sup>3</sup> U ovom kontekstu je važno napomenuti stavove jednog naučnika u vezi modernog tržišta novca, koji postavlja često spomenuto pitanje: „Zašto toliki broj ljudi insistira na ideji efikasnog tržišta?” – pita Emanuel Derman, koji radi za Goldman Sachs, i koji je jedan od prethodnih fizičara, koji trenutno rade u sektoru za investicije. Po njegovom mišljenju, ako je reč o finansijama, uvek igramo protiv onih ljudi, koji po njihovim budućim zahtevima procenjuju svoja sredstva. „Ova osećanja nisu samo kratkoročna, nego su i instabilna.” Na kavav jednostavan način može da se pokaže kompleksna realnost.” Citirano iz U. S. Weekly Analyst, Goldman Sachs, 24. mart 2002.

pošto sve više rizika se pojavljuje izvan bankarskog sistema. Sa tehnološkim mehurićima se pojavio spomenuti problem, a strah je sve veći oko mehurića američkih tržišta za hartije od vrednosti, odnosno za tržišta za nekretnine. Da li su regulatori svesni toga kada nastaje mehurić ili kada naš finansijski sistem postane opasno nestabilan? Verovatno ne toliko, na osnovu čega može nastati politika. To što je sigurno, jeste da agregatani rizik se kreće zajedno sa ekonomskim ciklusima.

Jedna druga, često spomenuta pojava, jeste, da poverioci davaju više kredita za vreme privrednog rasta, a manje za vreme recesije, dalje pogoršavajući situaciju. Teškoće se mogu prevazići na taj način, da banke izdvajaju veću količinu kapitala za vreme privrednog rasta, a tako preuzimanje rizika postaje manje prociklična. Borbu protiv spomenute pojave je podržao, između ostalog, sporazum Bazel III i u njemu obrađen LCR (liquidity coverage ratio) pokazatelj, koju banke koriste svakodnevno. Ukoliko bi to zahtevali i na međunarodnom nivou, u tom slučaju bi svima bilo bolje. Ova inicijativa bi trebala da krene od regulatora, koja kontrolišu ključne aktere američkog tržišta. Isto se to može reći i za Evropu, i za njenu novu organizaciju EFA (European Financial Authority). Potrebna su, ne nužno više, ali bolja pravila. Bilo da je reč o velikom ili malom preduzeću, o privatnoj ili javnoj sferi, svako može imati koristi od njih.

Prevod: Natalija Bošnjak

\*

#### Literatura:

- Fisher. Stanley (2001): Exchange Rate Regimes: is the Bipolar View Correct? Distinguished Lecture on Economics in Government. Meetings of the American Economic Association, New Orleans, January 6.
- Froot, Kenneth, A.-Rogoff, Kenneth, (1995): Perspectives on PPP and Long Run Real Exchange Rates, In: Grossman, G.-Rogoff, K. /eds./: Handbook of International Economics, Vol. III. Elsevier Science
- Krugman, Paul (1994): Competitiveness: a dangerous obsession, Foreign Affairs, Vol. 73. No. 2. pp. 28-44
- Krugman, Paul – Obstfeld, Maurice (2000): *International Economics, Theory and Practice*. 5th edition, Addison Wesley Longman. [(2003) *Nemzetközi Gazdaságtan, Elmélet és Gazdaságpolitika*. Panem Kiadó, Budapest.]
- Obstfeld, Maurice (1998): The Global Capital Market, „Benefit or Menace”, *Journal of Economic Perspectives* 12. no. 4, Fall 1998, (pp. 9-30).
- Magas I. (2000): The Impact of International Capital Flows: The Case of Hungary In: Bara, Z.- Csaba L /eds/: *Small Economies Adjustment to Global Change*. Budapest, Aula Kiadó, (341-356).
- Magas I. (2001): International Distribution of Equity Funds and Market Efficiency, *Acta Oeconomica* Vol. 51. (3), pp. 343-362.
- Magas I. (2012) External Shocks, Limited Absorption: the case of a small open economy, Post Communist Economies, No. 2, *Journal of CPCE* (forthcoming, article id: 647626)
- Pugel. A.Thomas - Lindert. H. Peter (2002): *International Economics*, 11th International Edition, Irwin McGraw-Hill, Boston

\*

dke@southeast-europe.org  
www.southeast-europe.org

© DKE 2011.

Pažnja! Poštovani istraživač! Ukoliko koristite, odnosno citirate deo teksta, molimo vas da u tom slučaju pošaljite e-mail glavnom uredniku na sledeću adresu: dke@southeast-europe.org  
Članak molimo citirati na sledeći način: *Ištván Magas* (Magas István): Finansijsko Obnavljanje: Noćna mora regulatora. Da li se krećemo višoj ili boljoj regulaciji? (Prevod: Natalija Bošnjak) *Délkelet-Európa - South-East Europe International Relations Quarterly*, Vol. 2. No. 7. (jesen 2011) str. 1-6.

Hvala Vam za saradnju. *Glavni urednik*