

## Кой е следващият балон?

Добрин Станев

На 10.03.2008 г. в Уолстрийт плъзва слухът, че американската инвестиционна банка Bear Stearns изпитва затруднения с ликвидността. Мигновено и неконтролируемо цената на акциите ѝ се срива от 170 на 60 долара. Още същата нощ властите започват инспекции. Резултатите показват, че банката е залята от „токсични активи“ – subprime mortgages и няма изгледи сама да се съвземе. Управителят на системата на Федералния резерв Бен Бернанки предлага план за изкупуването на Bear Stearns от JP Morgan, която да служи като посредник между държавата и закъсалата банка. Намесва се и финансовото министерство (Treasury of State). Финансовият министър Хенри Пуосън заявява, че няма да бъде предложено повече от 2 долара за акция. Беър приемат горчивия хап, но поне още са в играта. На 07. септември агонията на банковата система се засилва с рекордните загуби на двойката банки Fannie Mae, Freddie Mac - най-големите, специализирали в ипотечния пазар и също толкова затънали в отровни ипотечи. На 12.09 на ред е титанът на инвестиционните банки - Lehman Brothers, а след него – най-голямата застрахователна компания AIG.. Фед национализира първите две и остава третата на милостта пазара. AIG е спасена с държавни субсидии. За да не изпрати погрешния сигнал, че САЩ ще спасява всеки или поне тези, които са твърде големи, за да пропаднат, Пуосън дава на Lehman два дни да си намери купувач. Такъв обаче няма. Lehman подава документи за банкрут.

Lehman са свързани с други банки, а те с други. Глобалният капитал не познава национални граници и заразата се разпространява в целия свят. Една банка купува обещания в Аризона, събира ги със заеми от подобен вид в Кънектикът, пакетира ги под името Collateralized debt obligations - CDOs и ги продава на междубанковия пазар или на борсите в Токио, Лондон или Франкфурт. Тези сравнително нови и недостатъчно добре изучени финансови инструменти се оказваха трудни за овладяване. Търговията със съмнителни ипотечи превърна един високо рисков пазар в балон, който неминуемо трябваше да се спука. Балонът се спука с тътен, заглушил цялата световна икономика. Тътенът се чува не само банките. Той се пренесе и отеква в и другите отрасли в икономиката.

Всички стопански деятели са засегнати, ако не пряко, то поне косвено. Американската финансова криза се превърна в световна икономическа рецесия. Когато финансовият сектор изпитва проблеми, реалният скоро ще го последва. Дните на неограничена ликвидност и неоценен риск свършиха. Банките, поради липса на налични пари или поради предпазливост, ограничиха кредитирането. Реалният сектор има нужда от заеми, за да поддържа производството. Гражданите имат нужда от кредити, за да потребяват. Без лесен достъп до кредит стопанската активност се забавя, икономиката се свива и това се вижда. Показателите за БВП по света показват стойности, които не сме свикнали да наблюдаваме. Растежът е малък, или дори отрицателен. Рецесията се разпространява по света като удря по различен начин различни страни. Държави, които специализират в жилищния сектор като Испания, Ирландия и балтийските републики са пряко засегнати от спукването на жилищния балон. Поради свиване на световното потребление големи икономики, ориентирани към износ като Германия и Китай също страдат. Не на последно място държави, които в „добрите години“ са поддържали високи дефицити в националните си бюджети като Унгария и Гърция, трябва сега да намалят значително публичните си разходи. Унгария, Латвия и Мексико се обърнаха за помощ към Международния валутен фонд. Дори малката островна Исландия с население от половин милион беше напълно потопена от кризата, тъй като банките и бяха поели твърде големи рискове в пазара на ипотечните деривати.

Кризата започна от банковия сектор, преминава през реалния и в някои случаи парализира цели държави. Щом не става въпрос за фалит на отделни компании, а цели държави, значи наистина има проблем.

Как се стигна до тук? Какво причини американската финансова криза, разпространила се из целия свят? Американската финансова криза е причинена от надувването на балон в търговията с жилища. Балонът представлява прекомерно дори спекулативно повишаване на цените на недвижимите имоти. Балонът създава илюзорното усещане за безкрайно повишаваща се възвращаемост на инвестициите. Балоните се надуват от хиперинфлация на оптимизма. Според проф. Робърт Шилер кризата произлиза от съзнанието, от неуравновесения оптимизъм. Балоните са социални епидемии. Характерно за всеки балон е вярата, че цената непрекъснато ще расте и колкото по-рано се включиш, толкова по-голяма е вероятността да спечелиш. До кога? Докато някой просто наруши негласния консенсус и се откаже да купи надценените активи. Въпреки че инвеститорите знаят, че моментът на спукване е неизбежен, те не спират да търгуват. Това трескаво купуване и продаване предизвиква самозадвижващ се процес на безспирно надувване на балона. Хората съзнателно „яздят балона“ докато неизбежното не се случи. Процесът се дължи както на рационално премерен ход на спекулантите така и на сляпата вяра на инвеститорите в непроменимостта на посоката на цените. Особена важна роля играе държавата, чиято намеса в икономиката нарушава баланса на пазара и спомага за надувването на балона. Пазарът винаги реагира на сигналите, които държавата изпраща. Всички балони до сега ни показват че цените не се движат единствено нагоре, но имат склонност и да падат. Когато това стане, много недалновидни инвеститори губят.

Какви ще са балоните на бъдещето? През 1927 г. Лорд Кейнс се хвали, че е проучил пазарите и повече няма да видим икономическа катастрофа. Днес обаче сме изправени точно пред такова явление. Преди да разгледаме днешната финансова криза, нека почерпим опит от известните балони от миналото.

Първият балон в историята се случва през 1637 г. в Нидерландия. Това е времето на лудостта по лалетата. Оформя се спекулативен пазар при търговията с луковици от определен рядък сорт лалета – August Semper. Този сорт е специален, защото луковиците са заразени с мозаичен вирус, който придава на цветята техния особен колорит. Колкото и да са красиви крехките растения едва ли биха могли реално да струват равностойността на 10 годишни работни заплати на опитен занаятчия. Но точно до такава цена достига фючърсният им пазар. От един определен момент нататък, нервите на купувачите не издържат и те не са склонни да продължат да участват в безкрайната спирала на цените. Те отказват да купуват. Резултатът е отрезвяващ спад на цените - до 10% от техните рекордни стойности. 100 години по-късно луковица August Semper се продава за 1/200 част от 1% от най-високата им историческа цена (Гарбър).

През 1720 г. във Великобритания се надува друг балон. Това е Компанията на южните морета. Тя разполага с монопол върху търговията с Южна Америка, но главната и дейност е свързана с британския национален дълг, който се увеличава вследствие на войната за Испанското наследство (1701-1714) и който е причина за създаването на компанията. През 1720 г. британското правителство емитира нови 2 милиона лири дълг, който компанията изкупува. По същото време инвеститорите са привлечени към цената на акциите и техният пазар тръгва по възходящата спирала на цена и търсене докато балонът най-накрая се спуква. За този балон сър Исак Нютон казва: „Мога да пресметна движението на звездите, но не и лудостта на хората.“

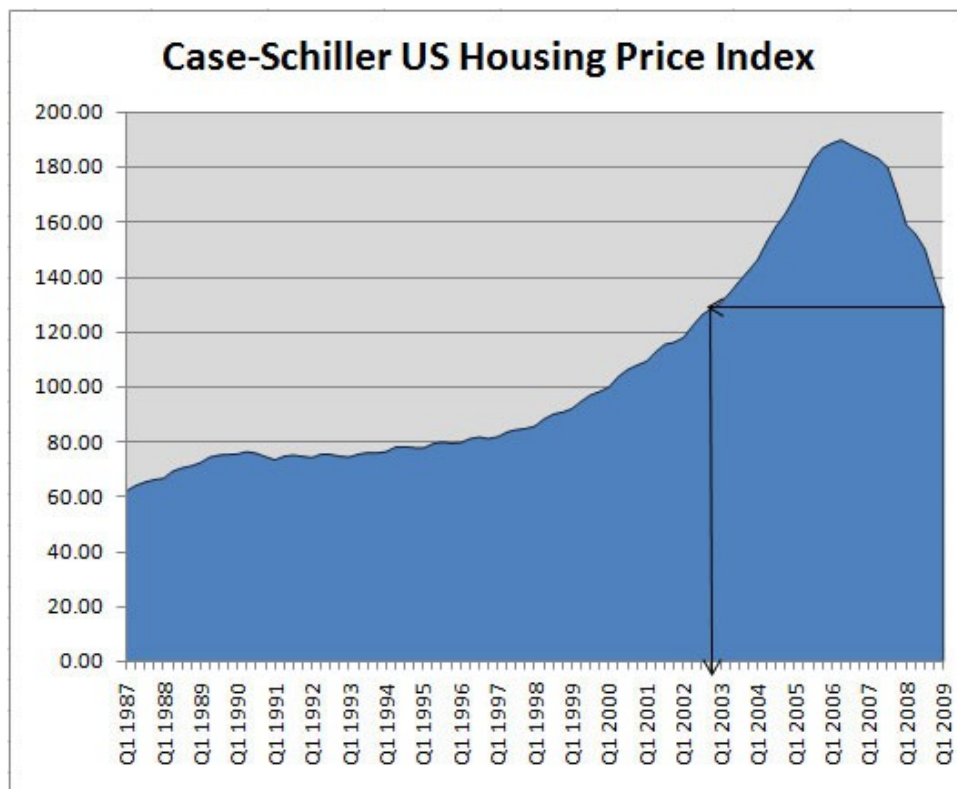
Какви измерения придобива финансовата лудост на хората днес? Двата най-големи балона за

изминалото десетилетие са dot-com балона от 1995-2000 и настоящият балон в жилищното кредитиране. През интернет манията от края на деветдесетте инвеститорите се обръщат към множеството нароили се интернет базирани компании - дот-коми, които извършват всякакви услуги в мрежата. През 2000 г. индексът на фондовата борса NASDAQ, който включва високотехнологични компании като Microsoft, Dell, Intel и други бележи най-високите си нива в историята – 5132.52. Причината да се появят толкова много дот-ком фирми са ниските лихви през 90те, които предоставят лесен капитал за започване на нов бизнес. Лесният кредит е полезен за започването на перспективни начинания, но също е и възможност за появата на по-малко смислени компании, като онлайн магазини за кучешка храна например. Инвеститорите се насочват към интернет сектора, като най-модерната сфера на икономиката. Започва масирано инвестиране във всякакви предприятия, чиито имена започват с „e-“ и завършват на „.com“. Краят на този балон настъпва, когато Федералният резерв решава да увеличи лихвите и така да оскъпи предлагането на пари, което се отразява зле на неблагонадеждните компании. След спукването на кризата дот-ком инвеститорите търсят нов пазар, в който да вложат парите си. Намират го в разрастващия нов балон на жилищата. Икономистът Питър Шиф сравнява приликите и разликите между двата балона и посочва, че и двата са причинени от ниските лихвени проценти, поддържани от централната банка. Голяма разлика между двата балона е, че в случая на дот-ком инвеститорите влагат предимно собствените си спестявания, докато в ипотечната криза се натрупва огромно количество дълг. Освен това във втората участват много повече хора.

Какво предизвика жилищния балон?

Не е достатъчно да посочим алчността на участниците на пазара, които се интересуват единствено от максимизирането на печалбата. Стратегическото преследване на личния интерес е основна и постоянна черта на капитализма още от времето на Адам Смит. За да разберем кризата трябва да потърсим причините в организацията на пазара днес и да ги анализираме. Може би причината се крие в твърде малката роля на държавата в икономиката. Някои европейски политици като френския президент Никола Саркози обявиха края на този вид безпрепятствен американски капитализъм. Дори пропазарно издание като *The Economist* излиза със заглавие „Vive la difference“, която признава достойнствата на френския модел в икономиката. Във Франция традиционно държавата играе по-голяма роля в дирижирането на икономиката, отколкото в САЩ. Сега по време на криза показва по-добри признаци на възстановяване. Но дали тази криза се дължи на неконтролируемия и дерайлирал свободен пазар „laissez – faire“ или точно обратното – на твърде голяма (и негативна) намеса на държавата в икономиката?

Настоящата криза започна като жилищен балон. Нека да разгледаме индекса на американските жилищни цени на Кейс-Шилер. До края на 90те цените на жилища растат плавно докато след това наблюдаваме рязък ръст до пиковите равнища от 2006.



Последва рязък спад. Една от причините за надуване на жилищния балон е неправилната паричната политика на системата на Федералния резерв на САЩ, която определя твърде ниски лихвени проценти и причинява свръхекспанзия на кредитирането, което не е необходимо. През 2001 г. Фед, ръководен от Алан Грийнспан решава да свали лихвите от 6.5% през 2001 г. до 1 % през 2003г. Причините са да се налее ликвидност в икономиката, за да се преодолеят негативните последствия от дот-ком балона и терористичните атаки от 11.09.2001 г. Фед поддържа лихвите ниски несъразмерно с реалностите на пазара. Когато през 2006 Фед вдига отново лихвите на 5.25%, това предвещава края на лесното кредитиране и в последвалото спукване на балона. Евтините пари стимулирани от централната банка (през 90те и между 2001 – 2006) карат търговските банки да отпускат все повече кредити на все повече и по-неплатежоспособни лица. Парите не се използват в достатъчно голяма степен за инвестиции в реално повишаване на производство, а по-скоро за надуване на кредитен балон в жилищния сектор. Банките от своя страна наемат все повече брокери, които да убеждават хората, че сега е точният момент да се купи жилище. Лихвите са ниски, банките снижават критериите си за доказване на доход, няма нужда от първоначална вноска. Така постепенно депозитните институции се опитват да привлекат и части от населението, които нямат добра кредитна история. Това води и до по-голям риск. За целта финансистите разработват сложни застрахователни и дългови инструменти, с които да минимализират риска.

Изглежда, че хората също печелят от ниските лихви. Сега дори по-рисковите длъжници (subprime) могат да си позволят собствено жилище. Собственият дом е неизменна част от американската мечта. Той има културна стойност. Домът допринася за чувството на автономност на индивида. Ти си независим, когато разполагаш със собствен имот. Твоят дом е твоята крепост. Затова не само демократическите администрации, но и републиканците предприемат периодически политически акции, които да помогнат на повече хора да се сдобият със собствен дом. Първата инициатива е на президента Франклин Делано Рузвелт. През 1938 г. е създадена държавната компания Fannie Mae като част от „Новия курс“, който да изведе страната от Голямата депресия. Fannie Mae започва дейността си като държавно предприятие, което трябва да изкупува ипотеките от банките и така да ги насърчава да отпускат

нови заеми на крайните потребители. През 1968 г. по времето на Виетнамската война президентът Линдън Джонсън иска да разтовари националния бюджет от бремето на Fannie Mae и оставя корпорацията да бъде приватизирана. За да се избегне монополното положение е създадена и втора подобна корпорация – Freddie Mac, която излиза на борсата през 1989 г. Макар и частни тези компании са много близки до Вашингтон и служат за прокарването на политиките свързани с разширяване на жилищната собственост. Статутът на тези дружества е правителствено спонсорирано предприятие. Съществува негласно споразумение, че при неуспех, държавата ще им се притече на помощ. Това споразумение се материализира през 09.2008 г., когато правителството национализира двете компании. Случаят с Fannie и Freddie е пример за най-неуспешното съжителство на частно и държавно. Това съжителство е източник на огромния морален риск да се приватизират печалбите и да се национализират загубите. Мениджърите на тези банки са склонни да поемат рискове, като изкупуват съмнителни ипотеките, които да препакетират и продават. Ако успеят добре да изпълнят тези операции акционерите ще приберат печалбата, а ръководството ще си раздаде щедри бонуси на края на годината. Ако обаче нещата не потръгнат, те няма да бъдат оставени да фалират според законите на пазара, защото държавата ще ги спаси.

Друга правителствена намеса в пазара на недвижимите имоти представляват юридическите актове, свързани с даването на кредит и купуването на жилище. По време на администрацията на Джими Картър е приет закон (Community Reinvestment Act), който задължава банките да отпускат част от заемите си на хора с по-ниски доходи. Покупката на къща е освободена от данъчно облагане. Рейгън остава това облекчение. Клинтън го развива като освобождава от данък продажбата на имот до половин милион долара. През 2003 г. по времето на Джордж Буш конгресът приема закон за Американската мечта. Това е правителствена програма, която да помогне на заемателите да покрият началната си вноска за жилище. Буш като консервативен политик обосновава действията си с желанието да създаде „общество на собственици“. Макар и на пръв поглед всички тези правителствени инициативи да са започнати с добри намерения, те създават условия за спекула и морална опасност и в крайна сметка допринасят за надуването на жилищния балон. Ефектът се обръща.

Къщите, които трябваше да са символ на американската мечта се превръщат в източник на лесни пари. Моят дом, не е моя крепост, а мой банкомат (Норберг). Потребителите виждат, че цената на имоти расте и решават да вложат парите си в там. Те теглят заем с ниска лихва, и без първоначална вноска, които могат да си позволят. С времето цената на техния имот се покачва вследствие на повишеното търсене. Те са доволни, че са станали по-богати едва ли не защото просто имат имот. Те могат да си позволят да изтеглят нов кредит, който да гарантират с нарасналата цена на собствеността. Така те трупат все повече и повече дълг. Отначало банките са съгласни на тази схема, защото дори и някой клиент да изпадне в несъстоятелност, нарастващите цени на имота ще покрият загубите. И все пак банките не обичат да се занимават с тръжни процедури за продаване на имоти, които отнемат твърде много време. Те се опитват да управляват риска посредством инструментите на секюритизацията. Банките събират много дългове и ги пакетират в дългови инструменти. Логиката на застрахователите е, че с увеличаването на количеството имоти в пакета рискът се разпределя по-добре. Ако някое домакинство в един щат фалира, друго в друг щат няма да фалира. Тези облигации CDOs могат да се препакетират да включват различни видове дълг: ипотеките, плащания по кредитни карти, лизинг на автомобили и т.н. Накрая никой не знае какво всъщност включват и още повече колко всъщност струват и каква е възможността да си възвърнеш парите. Тук важна роля изиграват кредитните агенции (Moody's, Standard & Poor's) които дават необосновано високи оценки на такива инструменти. CDOs получават оценка AAA, което ги приравнява по сигурност с държавни ценни книжа, но с много по-високи обещания за възвращаемост. Както се оказа – напълно погрешно. Една от слабостите при кредитните агенции е, че на тях плащат тези, които агенциите трябва да проверяват. Ако

дадат по-ниски оценки рискуват да загубят клиенти (Ако Fitch даде по-ниска оценка, потребителите ще се обърнат към S&P)

Високите кредитни оценки допълнително стимулират търговията с тези финансови деривати. В нея се включва и застрахователният бизнес, който предлага да застрахова част от активите чрез Credit default swap (CDS). Това е връзката с големите загуби на застрахователния лидер AIG. Комбинацията от свръхоптимизъм, висок риск, необмислени инвестиции, непокрити с нищо обещания, и неправилна държавна намеса създава токсичен микс, от който икономиката сега трябва да се отърси.

Хайман Мински казва, че стабилността причинява нестабилност. Проблемът не е, спукването на балона. Това е неговото решение. По този начин икономиката ще се изчисти от грешните си решения по време на „добрите дни“. По време на „добрите дни“ потребителите изпаднаха в сладко задлъжняване. Левъриджът е змията в райската градина на финансовите пазари – изкушението, което в крайна сметка ще доведе до неминуемото падение на рецесията.

Лари Съмърс разграничава два вида кризи. Бъдещите кризи ще попадат в един от двата случая: Ако централната банка се бори с инфлацията, тя ще вдигне лихвите. От това ще пострадат предприемачите и производството временно ще спадне, защото кредитът ще е скъп. Вторият вид криза се дължи на диаметрално противоположната парична политика, която Фед може да реши да провежда. Когато лихвите са ниски, се предизвиква балон: това може да са акции в дот-ком предприятия, както е през 2000 г., или жилищни дългове, както е днес. В бъдеще, ако лихвите са ниски, можем да видим отново завръщане към някоя ценна стока. Може да изживеем манията по лалетата наново. На мястото на лалета ще е сигурността на злато, нефт, или друг ресурс. Който и пазар да изберем за бъдещия ни балон, той първо ще се появи в съзнанието на хората. Той ще бъде надут от въздушен оптимизъм.

## Библиография:

Норберг, Й. *Финансовият крах*. София: МаК, 2010.

Атали, Ж. *Кризата, а след това*. София: Рива, 2009

*Кой е виновен за кризата. Отговорът на Австрийската икономическа школа* София: Сиела, 2010

Garber, P. *Famous First Bubbles*. The Journal of Economic Perspectives, Vol. 4, No. 2 (Spring, 1990), pp. 35-54

Shiller, R. *The Subprime Solution: How Today's Global Financial Crisis Happened, and What to Do about It*. New Jersey: Princeton University Press, 2008.

Summers, L. *Learning and Responding to the Financial Crisis*. <http://oyc.yale.edu/economics/financial-markets/content/transcripts/transcript-26-okun-lecture-learning-from-and>