

KRITIČKA ANALIZA ULOGE NOVCA, DUGA, MONETARNOG SISTEMA I FINANSIJSKOG SEKTORA U SAVREMENOJ EKONOMIJI

CRITICAL ANALYSIS OF THE ROLE OF MONEY, DEBT, MONETARY SYSTEM AND FINANCIAL SECTOR IN MODERN ECONOMY

dr Mladen R. Perić, docent²⁴⁷

Sadržaj: Osnovni cilj ovog rada je objašnjenje uloge monetarnog sistema, novca i finansijskog sektora u savremenoj ekonomiji, njihove uloge u kreiranju ekonomskih kriza i nepravednom tretmanu koji oni nameću najširim slojevima stanovništva. U tom kontekstu, ova studija nudi pristupe ekonomskih škola misli o ulozi savremenog novca i monetarnog sistema. Studija takođe analizira retrogradnost monetarnog sistema u savremenoj ekonomiji, sa konačnim osvrtom na ulogu novca i kredita u stvaranju spekulativnih finansijskih mehura. Osnovna svrha rada je da ukaže na realne opasnosti koje ovakav model novca i monetarnog sistema ima u stvaranju finansijskih i ekonomskih kriza.

Ključne reči: novac, monetarni sistem, finansijski mehur, ekonomska kriza.

Abstract: The main objective of this paper is to explain the role of monetary system, money and financial sector in modern economy, their role in creating economic crises and unfair treatment that they impose on general population. In this context, this study offers overview of approaches with reference to different schools of economic thought about the role of contemporary money and monetary system. The study also analyzes the retrogression of the monetary system in today's economy, with the ultimate focus on the role of money and credit in the creation of speculative financial bubbles. The basic aim of the paper is to point out real dangers which this type of model for money and monetary system has in creating financial and economic crises.

Keywords: Money, Monetary system, Financial bubble, Economic crisis.

1. UVOD

Jedan od ključnih ekonomskih fenomena u poslednje tri decenije je bio tranzicija SAD-a od industrijskog giganta i izvoznika industrijskih roba u proizvođača finansijskih inovacija i izvoznika dolara (zbog uloge dolara kao svetske rezervne valute).²⁴⁸ Pored SAD, i ostatak razvijenih zemalja zapada (uglavnom zemlje EU) se deindustrijalizovao i preselio svoju proizvodnju u zemlje istoka, koje obiluju jeftinim resursima i radnom snagom. To možemo oceniti kao osnovni uzrok aktuelne krize, jer se nova ekonomska vrednost kao

²⁴⁷ Visoka škola modernog biznisa, Beograd

²⁴⁸ Naravno, to nije moglo biti postignuto bez podrške drugih zemalja i regiona – na prvom mestu Kine, Evrope, Japana i mnogih azijskih zemalja, koje su htele da investiraju ostvarene viškove u trgovini sa energentima, robom široke potrošnje i trajnim potrošnim dobrima.

izvor uvećanja materijalnog bogatstva može stvoriti samo proizvodnjom, dok su trgovina i preraspodela u tom smislu impotentne. Zemlje razvijenog zapada su odabrale suprotnu strategiju – ulaganja u špekulativne finansijske inovacije i predimenzionirani finansijski sektor – i zbog toga su prinuđene na saniranje posledica krize izazvane tržišnom korekcijom špekulativnog finansijskog mehura.

Neverovatan rast finansijskog kapitala – kao značajnog faktora određenja savremenog kapitalističkog poretka – omogućen je političkom i intelektualnom podrškom monetarnom sistemu koji favorizuje zajmodavce naspram dužnika i bogate naspram siromašnih, deregulacijom finansijskih tržišta, smanjenjem radničkih prava i uticaja sindikata, slabljenjem i nedoslednom primenom antimonopolske regulative, itd. Rastući uticaj finansijskog sektora u globalnoj ekonomiji bio je jedan od najvažnijih pokretača dislociranja kapitala od produktivnih ka špekulativnim ciljevima ulaganja sredstava. Jednom rečju, novac i finansije su postale sopstveni *raison d'être* i umesto da obezbeđuju sredstva za finansiranje poslovanja i ekonomskog rasta, cilj finansijskog sektora je izgleda bio samo da uveća i proširi samoga sebe [9]. Cilj ovog rada je objašnjenje uloge monetarnog sistema, novca i finansijskog sektora u savremenoj ekonomiji, njihove uloge u kreiranju ekonomskih kriza i nepravednom tretmanu koji oni nameću najširim slojevima stanovništva; što na kraju dovodi do narušavanja društvenog ugovora savremenog kapitalizma i podstiče njegovu legitimacijsku krizu.

2. RETROGRADNOST MONETARNOG SISTEMA

Većina ekonomista i teoretičara ekonomije osnovne funkcije novca definiše na sledeći način: novac ima ulogu *sredstva razmene, čuvara vrednosti i obračunske jedinice vrednosti* [8]. Takođe, u literaturi su prisutni i stavovi da je sistem plaćanja uznapredovao, pa ljudi danas sve transakcije mogu da završe platnim i kreditnim karticama, umesto da kao nekada nose sa sobom velike količine plemenitih metala [12]. To sve jeste tačno, ali takav pristup nam ne osvetljava ulogu novca i monetarnog sistema u kreiranju ekonomski nepravednog društva u kojem oni koji imaju pravo i privilegiju da kreiraju novac ostvaruju velike ekonomske koristi na račun najšireg sloja stanovništva. Takođe, napredak sistema plaćanja ne znači da je i monetarni sistem savremen i u skladu sa potrebama stanovništva.

Autor J. Robertson navodi da je neizrečena svrha monetarnog sistema (od njegovog nastanka, pa sve do sada) da transferiše bogatstvo od siromašnih i slabijih ka bogatijima i moćnijim državama i pojedincima, uz maksimalno nastojanje potonjih da tu činjenicu zamaskiraju mitovima, misterijama i tehničkim trikovima. U poslednjih nekoliko vekova su se razvile i dve dodatne svrhe: monetarni sistem treba da pomogne u razvijanju tehničkih, ekonomskih i vojnih prednosti država u takmičenju sa drugim državama i maksimalno iskorišćavanje prirodnih resursa zemlje radi postizanja tih ekonomskih i političkih ciljeva [11].

Takođe, u postojećim ekonomsko-monetarnim odnosima onaj koji kreira novčanu masu ostvaruje senioražu, odnosno emisionu dobit. Drugim rečima, ako novac nema pokriće u nekoj realnoj vrednosti, prilikom njegovog prvog ubacivanja u opticaj kreator razmenjuje bezvredne papire (ili elektronske unose) za dobra sa ekonomskom vrednošću.

U dosadašnjoj monetarnoj istoriji, iskristalisala su se dva osnovna modaliteta kreiranja i ubacivanja novca u opticaj: kao privatni novac sa inkorporiranim dugom na koji se plaća kamata i kao državni novac bez duga i kamate. Prvi kreiraju poslovni subjekti u privatnom vlasništvu (najčešće banke), dok je drugi poveren državnim institucijama (najčešće centralnoj banci). Iako nas ekonomska ortodoksija uči da centralne banke kreiraju novac, to je samo

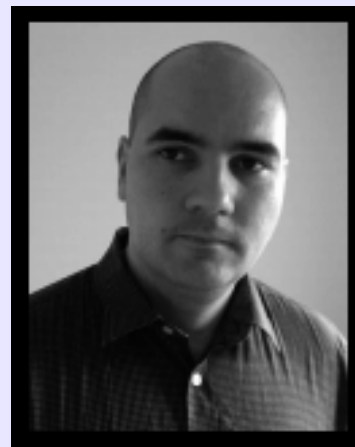
malim delom tačno, jer su one odgovorne za kreiranje monetarne baze na osnovu koje banke kreiraju depozite i kredite u opticaju, a oni čine većinu novčane mase. Takođe, uticajem na visinu referentne kamatne stope, centralne banke utiču na ponudu i tražnju za novcem, ali su banke te koje ga zapravo stvaraju i uništavaju odobravanjem i naplatom kredita.

Danas u velikoj većini zemalja prevladuje model dužničkog novca – kada se sa novcem paralelno kreira i dug – koji je ne samo nepravedan, nego je i retrogradan. To je tako zbog toga što je nastao kao potreba nekadašnjih kraljeva i njihovih bankara da iskoriste svoj povlašćeni položaj i raspodele resurse u skladu sa sopstvenim interesima, a, vrlo često, na štetu stanovništva koje je te resurse i proizvelo. Takav monetarni sistem sigurno nije po meri velike većine stanovništva, tekovinama demokratskog društvenog uređenja i dosadašnjim civilizacijskom progresom. U nastavku ćemo se pozabaviti pogledom ekonomskih škola misli na problematiku novca i monetarnog sistema.

3. POGLED EKONOMSKIH ŠKOLA NA PITANJE NOVCA I MONETARNOG SISTEMA

I danas su aktuelne rasprave među ekonomistima da li je novac roba kao i svaka druga, ili ima neke samosvojstvene osobine koje ga razlikuju od drugih roba. Klasičari i neoklasičari gledaju na novac kao neutralni „lubrikant” koji omogućava lakše funkcionisanje privrede i ekonomije. Zbog toga se u literaturi mogu naći nazivi kao što su „novčani veo” (*veil of money*) ili neutralnost novca (*neutrality of money*).²⁴⁹ Iza toga se krije kvantitativna koncepcija, da samo apsolutni nivoi cena roba mogu biti pod uticajem promene količine novca u opticaju, a da relativne cene, kamatne stope i privreda ne trpe nikakve posledice te promene. Jednostavno, klasičari i neoklasičari na novac gledaju samo kao na robu koja je dobila ulogu razmenskog ekvivalenta za neometano odvijanje trgovine.

Austrijska škola ekonomske misli ima slično shvatanje, s tim što njeni predstavnici smatraju da količinu novca treba da određuje tržište (banke, ili da treba uvesti zlatni standard), a ne



Doc. dr Mladen Perić je rođen 1979. godine u Novom Sadu. Diplomirao je 2004. i magistrirao 2007. godine na Fakultetu za uslužni biznis Univerziteta Educons u Novom Sadu, a doktorirao na Fakultetu za trgovinu i bankarstvo Univerziteta Alfa u Beogradu 2013. godine. Predmet njegovog interesovanja su ekonomija, finansijska tržišta i investiciono bankarstvo. Bio je učesnik brojnih domaćih i međunarodnih naučnih i stručnih simpozijuma i objavio je veliki broj članaka u zemlji i inostranstvu. Objavio je i četiri monografije: “Tržište korporativne kontrole” (2008), “Instrumenti tržišta obveznica” (2011), “Špekulativni finansijski mehuri savremenog kapitalizma” i “Ekonomske aspekte korporativnih bankrotstava i stečajnih procesa” koje su izazvale značajno interesovanje u krugovima ekonomista i finansijskih stručnjaka. Docent je na Visokoj školi modernog biznisa iz Beograda i predaje Uvod u ekonomiju i Upravljanje investicijama.

²⁴⁹ Prvi put je te sintagme uveo J. Schumpeter [13].

centralna banka ili neka druga državna institucija. Samim time, može se zaključiti da oni za razliku od klasičara i neoklasičara priznaju aktivnu ulogu novcu i smatraju da su poslovni ciklusi izazvani promenama u novčanoj masi pod uticajem državnih institucija.

Sa druge strane, post-kejnzijanska škola tvrdi da iako postoji iluzija da država i njene institucije kontrolišu ponudu novca, kompleksna struktura i dinamika u okviru savremenog finansijskog sistema i njegovih institucija dovodi do svojevrsnog paradoksa. Naime, umesto da država kontroliše ponudu novca pomoću sopstvene kontrole izdavanja (štampanja) novca i stepena do kojeg dozvoljava da banke plasiraju taj novac (pomoću obavezne rezerve), događa se suprotno: banke i druge nebankarske kreditne finansijske institucije nameću državi i centralnoj banci svoje potrebe za novcem. Dakle, ponuda novca je endogeno uslovljena potrebama uticajnih tržišnih subjekata, umesto nametnuta od strane države i centralne banke.

Post-kejnzijanci takođe tvrde da je ponuda novca određena tražnjom za kreditima i preferencijama tržišnih subjekata i da centralna banka ne može efikasno kontrolisati ponudu novca. Za njih, kauzalnost između depozita i kredita je obrnuta, jer banke ne moraju imati pristup depozitima da bi odobravale kredite. Kreacija kredita – i samim time novca i depozita – se čini *ex nihilo* bez prethodne potrebe za rezervama ili zlatom. Sve što je potrebno za odobravanje kredita je zajmoprimalac sa adekvatnim bonitetom i obezbeđenjem (kolateralom). Takođe, kreacija kredita (kreditnog novca) nije rezultat dodatnih rezervi banaka. I u tom slučaju je kauzalnost obrnuta. Banke prvo odobravaju kredite, a depoziti se sami kreiraju u tom procesu primenom računovodstvenog načela dvostranog obuhvatanja poslovnih promena (preko dugovne i potražne strane). Ako tada klijenti banke zahtevaju gotov novac, banke se obraćaju centralnoj banci i odatle dolaze do potrebnih sredstava. Propisane rezerve banke, isto tako, dobijaju se od centralne banke [7].

Dakle, radi se o kreditnom poimanju novca, jer on ne može biti plasiran u privredu za zadovoljenje njenih potreba a da nije stigao kreditnim putem. Drugim rečima, ukoliko se neki od ekonomskih aktera ne zadužuju, u ekonomiji neće biti novca, odnosno uslediće nestašica i deflacija.²⁵⁰ U kapitalističkoj ekonomiji novac je uglavnom dug fizičkih lica, korporacija ili državnih institucija bankama i on se neprekidno kreira i uništava. Takva je priroda savremenog novca, kojeg možemo oceniti kao sredstvo za preraspodelu društvenog materijalnog bogatstva od deprivilegovanih ka privilegovanima, jer ga kreatori stvaraju računovodstvenim unosom u svoje finansijske izveštaje, a iznos kamate koju treba da plate dužnici nije stvoren u inicijalnom periodu, tako da je u samu strukturu monetarnog i finansijskog sistema institucionalizovana Ponzi šema – tako da je čitav sistem osuđen na konstantni ekonomski rast u ekonomiji čiji su resursi ograničeni.

4. ULOGA MONETARNOG SISTEMA, NOVCA I KREDITA U PROMOVISANJU ŠPEKULATIVNIH FINANSIJSKIH MEHURA

Predimenzionirane investicije i špekulacije su svakako značajni uzroci špekulativnih finansijskih mehura. Međutim, efekti tih uzroka bi bili značajno manji da investicije i špekulacije nisu finansirane pozajmljenim novcem (koliki uticaj pozajmljena sredstva imaju na kretanje tržišta akcija se može sagledati na Slici br. 1., i neverovatno visokom stepenu korelacije između kretanja odobrenih zajmova kod brokerskih kuća i indeksa tržišta akcija). Isto se može reći i za psihološke uzroke mehura, odnosno neracionalno optimističke procene tržišnih subjekata u pogledu mogućnosti za ostvarenje dobiti na tržištu. Jednostavno, važno je

²⁵⁰ Empirijski dokazi podržavaju taj post-kejnzijanski stav. Šire videti: Kydland i Prescott [5].

shvatiti da banke zarađuju novac kada se tržišni subjekti zadužuju i zbog toga su one motivisane da što je moguće više zaduže privatni i javni sektor. Ukoliko je ekonomija u ekspanzivnoj fazi, banke ostvaruju dobit od kamata na plasirana sredstva – kreirana *ex nihilo* – a, ukoliko usledi korekcija i pad, banke ostvaruju gubitke na sredstva koja su same stvorile i ako gubici dostignu veće razmere, država i centralna banka ih rekapitalizuju, spasavaju i/ili preuzimaju (nacionalizuju). Time su banke u dobroj meri zaštićene od posledica svojih loših procena i poslovnih strategija, dakle od tržišta i njegovih zakonitosti [10].



Slika 1. Zajmovi odobreni investitorima od brokerskih kuća i Dow Jones indeks tržišta akcija (DJIA) [6]

Revolucija u finansijskom sektoru pokrenuta seljenjem finansijske medijacije od banaka ka finansijskom tržištu (dezintermedijacija) je sa jedne strane donela mogućnost lakšeg pribavljanja finansijskih sredstava za tržišne transaktoare i donela je olakšanje trgovine finansijskom aktivom. Sa druge strane, to olakšano kretanje kapitala je omogućilo “naduvavanje” brojnih špekulativnih finansijskih mehura i sa time su predimenzionirano pozajmljivanje sredstava, zaduživanje i investiranje postali norma i pravilo. To naravno dovodi do nestabilnosti i fragilnosti finansijskog sistema i mogućnosti “prelivanja” kriznih impulsa iz finansija u privredu. Takođe, jedna od normi kapitalističkog poretka – a naročito njegove neoliberalne faze – je finansiranje dugoročnih potreba kratkoročnim i visoko mobilnim finansijskim sredstvima – tzv. *vruć novac* (*hot money*). To čini ekonomske jedinice ranjivim na promene kratkoročnih kamatnih stopa i mogućnosti brzog povlačenja i “seljenja” kapitala u profitabilnije sektore i/ili regione.

M. Schularick i M. A. Taylor su utvrdili da je prekretnica u izgledu i institucionalnoj strukturi finansijskog sistema bila II Svetski rat (a ništa manji značaj u tom kontekstu ima i Velika depresija koja je prethodila). Pre toga, naši prethodnici su živeli u ekonomskom okruženju gde je kredit bio čvrsto povezan i zavistan od agregatnog novca, pa je i novac, između ostalog, bio dobra osnova za proučavanje kredita i predviđanja u tom pogledu. Današnje vreme se za razliku od toga može nazvati “Doba kredita” (*Age of credit*), jer su finansijske inovacije i deregulacija omogućile kreditnom sistemu da se odvoji od monetarnih agregata, što je dovelo do značajnije uloge kredita u ekonomiji. Implicitne i eksplicitne garancije vlada

(država) i centralnih banaka i intelektualni zaokret ka *laissez faire* ekonomiji su stvorili uslove za spektakularan rast kredita i duga. Sa namerom da spreče efekte „prelivanja” finansijskih kriza u privredu, kreatori ekonomske politike i regulatori su onemogućili kontrateže nekontrolisanom zaduživanju: neophodne periodične procese razduživanja (*deleveraging*), što je dovelo do skoro neprekinutog trenda zaduživanja koji je trajao sve do 2008. godine. Zanimljivo je da je za vreme trajanja tog trenda prevladajuća ekonomska ortodoksija smatrala dug nevažnim makroekonomskim agregatom, a mikroekonomski je naglašavana njegova pozitivna uloga u finansijama korporacija. Autori ističu da je rast duga (kreditni) dobar makroekonomski pokazatelj i prediktor kriza i da su krize u periodu od 1870. do 2008. godine u 14 ekonomski razvijenih zemalja bile posledica kreditnih mehura (velike ekspanzije kreditiranja i zaduživanja). Njihova analiza ukazuje i na to da kreditni sistem ima znatno važniju ulogu u izazivanju kriza u odnosu na ono što tvrde pristalice modela finansijskog akceleratora (*financial accelerator model*) [2], po kojima kreditni sistem samo pojačava krizne tendencije nastale u privredi [14]. Kreditni sistem ipak ima i mogućnost da stvori sopstvene ekonomske šokove.

Pristup potrebnim finansijskim sredstvima za razvoj savremenim korporacijama je sve više uslovljen neadekvatnom kapitalizovanošću (visokim učešćem sopstvenih sredstava u kapitalnoj strukturi) ili profitabilnošću, nego mogućnošću i sposobnošću da se obezbede krediti iz drugih izvora. Drugim rečima, profitabilnost i finansijska stabilnost više nisu osnovni kriterijumi za ocenu boniteta korporativnih klijenata. Sada je to položaj korporativnog dužnika kod drugih kreditnih institucija i sposobnost kontinuiranog zaduživanja. Permanentno zaduživanje se jednostavno nalazi u srcu postojećeg monetarnog sistema zbog toga što je uvek potrebno više novca u ekonomiji u svakoj narednoj vremenskoj fazi da bi mogao da se otplati dug kreiran u inicijalno posmatranoj fazi. To je naravno nemoguće, jer je inflatorni rast baziran na zaduživanju nestabilan i sklon tržišnim korekcijama (krizama).

5. ZAKLJUČAK

Neprikladnost monetarnog sistema potrebama savremenog demokratskog društva, bujanje finansijskog sektora, sve veće zahvatanje BDP od strane finansijskih usluga nasuprot industrijskim proizvodima, eksplozija finansijskih i kreditnih derivata, česte finansijske krize, računovodstveni skandali u finansijskim institucijama, prekršajna i krivična odgovornost upravljačkih struktura finansijskih institucija, “seljenje” finansijskih transakcija u *offshore* centre (poreske rajeve); sve je to dovelo do gubitka poverenja u monetarni sistem, finansijske institucije i tržišta. Čak i u ekonomiji koja se zasniva na vulgarnom materijalizmu, individualizmu i tržišnom fundamentalizmu, poverenje je pokretač ekonomije i društva uopšte.

U poslednjoj krizi su bankari izgubili poverenje investitorske i šire javnosti, ali su i međusobno postali nepoverljivi. Iako je finansijski sektor doživeo eksplozivan rast i razvoj u poslednje tri decenije, njegov opstanak i dalje se zasniva na međusobnom poverenju internih aktera i investitora, depozitara, klijenata i ostalih stejkholdera. To je još jedna lekcija o zakonitostima finansijskog sektora i finansijskim krizama koju ne bi trebalo zaboraviti.

Učinak monetarnog sistema i finansijskog sektora se ne meri samo novčanim obrtom, ostvarenim profitima i veličinom finansijskih institucija. U merenje njihovog uspeha bi trebalo uključiti i dobrobit koju oni donose običnim građanima, jer taj sektor vrši i veoma važnu društveno-korisnu funkciju. Uprkos inovacijama kojima se eksperti finansijskog

sektora često hvale, pokazalo se da značajan deo njih nije doprineo uspehu globalne ekonomije, ili rastu životnog standarda većine stanovništva [3]. Finansijski sektor bi trebao da ima i ulogu javnog dobra i u tom smislu njegov zadatak bi trebalo da bude snabdevanje potrebnim sredstvima tržišnih transaktora. On nije uspeo u tom nastojanju (ukoliko je tog nastojanja uopšte i bilo), a račun za sanaciju krize – za koju je i najviše odgovoran – je ispostavio poreskim obveznicima, jer je posedovao potrebnu veličinu i političku moć da to izvede [9]. Banke su uspešno uspele da krivicu za krizu prenesu na državu i da je optuže za „rasipničko ponašanje”, iako se najveći deo porasta budžetskog deficita može pripisati nastojanjima država da spasu banke. Zbog toga smo svi danas prinuđeni da „štedimo” i „stežemo kajiš”.

REFERENCES

- [1] Aglietta, M. (1996) “Systemic Risk, Financial Innovations, and the Financial Safety Net”, u: Deleplace, G. i Nell, J.E. (editors), *Money in Motion: The Post Keynesian and Circulation Approaches*, Macmillan Press, London, pp. 552-581.
- [2] Bernanke, B. S., Gertler, M. (1995) “Inside the Black Box: The Credit Channel of Monetary Policy Transmission,” *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 9, No. 4, pp. 27–48.
- [3] Issing, O. (2013) “Systemic Risk and the Role of Financial Innovation”, u: Haliassos, M. (editor) *Financial Innovation: Too Much or Too Little?*, The MIT Press, Massachusetts, pp. 185-190.
- [4] Kornai, J., Maskin, E. S., Roland, G. (2003) “Understanding the soft budget constraint”, *Journal of Economic Literature*, Vol. 41, No. 4, pp. 1095–1136.
- [5] Kydland, E.F., Prescott, E.C. (1990) “Business Cycles: Real Facts and a Monetary Myth”, *Federal Reserve Bank of Minneapolis Quarterly Review*, Vol. 14, No. 2, pp. 3–18.
- [6] Keen, S. (2013) “A Bubble So Big We Can’t Even See It”, *Real-World Economics Review*, No. 64, pp. 3-10.
- [7] Lavoie, M. (2006) *Introduction to Post-Keynesian Economics*, Palgrave Macmillan, New York, pp. 57.
- [8] Mishkin, F.S. (2012) *Macroeconomics: Policy and Practice*, Pearson Education, pp. 103 i 104.
- [9] Perić, R. M. (2011) “Posledice predimenzionisanosti finansijskog sektora u savremenoj ekonomiji”, *Realni sektor, finansijske institucije i usluge u globalnoj krizi*, Educons, Sremska Kamenica, No. 4., pp. 361-374.
- [10] Perić, R. M. (2015) *Špekulativni mehuri savremenog kapitalizma*, Visoka škola modernog biznisa, Beograd.
- [11] Robertson, J. (2012) *Future Money: Breakdown or Breakthrough*, Green Books, Totnis, pp. 21.
- [12] Schlichte, D. S. (2011) *Paper Money Collapse: The Folly of Elastic Money and the Coming Monetary Breakdown*, John Wiley & Sons, New Jersey.
- [13] Schumpeter, J. (1982) *The Theory of Economic Development: An Inquiry into Profits, Capital, Credit, Interest, and the Business Cycle*, Transaction Publishers, New Jersey.
- [14] Schularick, M., Taylor, A.M. (2012) “Credit Booms Gone Bust: Monetary Policy, Leverage Cycles, and Financial Crises, 1870-2008”, *American Economic Review*, Vol. 102, No. 2, pp. 1029-1061.
- [15] Frame, W. S., White, L. J. (2004) “Empirical Studies of Financial Innovation: Lots of Talk, Little Action?”, *Journal of Economic Literature*, Vol. 42, No. 1, pp. 116-144.