

Ognjen Radonjić

Odeljenje za sociologiju
Filozofski fakultet, Univerzitet u Beogradu
oradonji@f.bg.ac.rs

Gvozdeni zakon finansijskih tržišta: samoispunjavajuća predviđanja i špekulativni usponi i padovi*

Apstrakt: U radu se razmatraju faktori zbog kojih, u odsustvu čvrste regulacije, Gvozdeni zakon finansijskih tržišta ima za rezultat špekulativne uspone i padove koji se javljaju više-manje redovno od 17. veka do danas. Prvi faktor je da su finansijska tržišta samoispunjavajuć sistem. Drugi je ljudska priroda koja se ne menja i zasniva se na egoizmu, materijalizmu, averziji prema gubitku, preteranim nadanjima i strahovima, imitiranju drugih, sklonosti kockanju, potpadanju pod uticaj masovne psihologije itd. Na kraju je izuzetna kratkoća finansijskog pamćenja. Kako bi ekonomske vlasti i/ili pojedinci bili u stanju da na vreme otkriju da je neodrživi uspon na putu, definisali smo zajednička obeležja istorijski zabeleženih špekulativnih epizoda. Faze kroz koje prolazi sistem od neodrživog uspona do neumitnog pada su: prestrojavanje, bum, prekomerno trgovanje ili pregrejavanje, finansijska nevolja i dekreditiranje ili animozitet prema manje likvidnoj aktivni od novca.

Ključne reči: špekulacije, špekulativni balon, samoispunjavajuća predviđanja, insajderi, autsajderi, masovna psihologija

Uvod

Živimo u svetu koji se ubrzano menja pod uticajem naučnog i tehnološkog progressa, intenzivne međunarodne trgovine i obilnih međunarodnih tokova finansijskog kapitala. Jedan od vladajućih zakona svetske ekonomije je, kako smo ga mi u ovom radu nazvali, Gvozdeni zakon finansijskih tržišta - da se periodi ubrzanog rasta finansijskih tržišta i potom, njihovog naglog pada (*speculative bubbles* ili *financial booms and busts*) javljaju više-manje redovno od 17. veka naovamo.¹

* Ovaj naučni rad je deo projekta broj 179035 koji finansira Ministarstvo prosvete, nauke i tehnološkog razvoja Republike Srbije.

¹ Gvozdeni zakon je termin koji je upotrebio Dejvid Rikardo (David Ricardo) prilikom definisanja ravnotežne cene rada. Gvozdeni zakon nadnica (*The Iron Law of Wages*) se na-

Pomenimo samo neke od najvažnijih, istorijski zabeleženih špekulativnih manija (*speculative mania*)²:

- Lalomanija (*Tulipmania*) 1636-1637.
- Misisipi mehur, (*Mississippi Bubble*) 1719-1720.
- Mehur kompanije "Južno more" (*South Sea Bubble*) 1719-1720.
- Velika depresija (*The Great Depression*) 1929-1932.

U skorijoj prošlosti, događaji koji su presudno uticali na zahuktavanje debate u vezi teorijskog objašnjenja špekulativnih balona su nagle ekspanzije i prateći krahovi brzorastućih tržišta (*emerging markets*):

- Meksička Tekila kriza 1994.
- Veliki Azijski slom 1997.
- Ruska finansijska kriza 1999.
- Brazilska finansijska kriza 1999.
- Argentinska finansijska kriza 2001-2002.
- Finansijska kriza u Istočnoj Evropi 2009., itd.

Često se, u akademskim krugovima vladajuće paradigme efikasnih finansijskih tržišta (*Efficient Markets Hypothesis*),³ finansijski baloni na brzorastu-

dovezuje na zakon o stanovništvu Tomasa Roberta Maltusa (Thomas Robert Malthus). Po Maltusu, stanovništvo se razmnožava po geometrijskoj stopi dok ponuda hrane raste po aritmetičkoj stopi. Krajnja posledica ovog zakona je da će, u odsustvu ograničenja (rat, glad, epidemije, kontracepcija, moralna suzdržljivost), stanovništvo oskudevati u hrani ili, posmatrano sa druge tačke gledišta, kada stanovništvo ne oskudevati u hrani ono se ubrzano razmnožava. Zbog toga je Maltus bio protiv tržišnih intervencija, to jest javnog i privatnog dobročinstva jer bi, u tom slučaju, stanovništvo počelo da se razmnožava brže od proizvodnje hrane čime bi se standard stanovništva vratio u prethodno stanje. Kako Galbrejt (Galbraith 1987) primećuje, Maltusova poruka je da su siromašni sami krivi zato što su siromašni. Prihvatajući Maltusov zakon o stanovništvu, Rikardo u svom Gvozdenom zakonu nadnica tvrdi da u dugom roku, u uslovima slobodne konkurencije na tržištu rada, realna nadnica teži minimalnoj nadnici koja obezbeđuje da se radnik prehrani. U tom smislu, Gvozdeni zakon finansijskih tržišta implicira da su, u odsustvu čvrste regulative, špekulativni usponi i padovi na finansijskim tržištima neminovnost.

² Prema Kindlbergeru (Kindleberger 1996, 20) manija se može poistovetiti sa masovnom histerijom (*mass hysteria*) ili ludilom (*insanity*) - ljudsko ponašanje koje je izgubilo vezu sa realnošću ili racionalnošću.

³ Prema ovoj paradigmi špekulativne manije su mit. Teorija efikasnih finansijskih tržišta pretpostavlja da su tržišni učesnici racionalni, da su u stanju da relativno pouzdano predvide budućnost i da cene finansijskih instrumenata sadrže sve važne informacije koje se tiču sadašnjosti, prošlosti i budućnosti. Ukoliko do finansijske krize dođe, to je posledica delovanja spoljnog (egzogenog) šoka čije se javljanje nije moglo

ćim tržištima pravdaju time da su ova tržišta mlada, nerazvijena, nedovoljno duboka i transparentna i iznad svega, često korumpirana. Ipak, paralelno sa snažnim potresima mladih tržišta u povoju, snažni potresi nisu zaobišli zrela, duboka, likvidna i transparentna finansijska tržišta naprednih kapitalističkih zemalja. Pomenimo, na primer:

- Krah Volstrita (*The Wall Street Crash*) 1987.
- Japanska "mehur ekonomija" (*Japanese "Bubble Economy"*) 1990.
- Američki dot-com krah (*dot-com Crash*) 2000.
- Krah američkog niskokvalitetnog tržišta hipoteka (*Subprime Mortgage Market Crash*) 2008.
- Dužnička kriza u evrozoni (*The Euro Area Debt Crisis*) 2009.

Ne samo da su špekulativni baloni u poslednjih trista godina više-manje redovna pojava, već je vidljiva tendencija da se u poslednjih tridesetak godina finansijske krize javljaju sve češće i teže da budu sve oštrije i zlokobnije. Pomenimo samo tekuću Veliku recesiju (*The Great Recession*).⁴ Nema sumnje da je tekuća globalna finansijska kriza posledica dugogodišnje akumulacije neravnoteža na međunarodnom nivou čije bi posledice bile zastrašujuće da vlade bogatih zemalja i nadnacionalne finansijske institucije nisu u koordinaciji masivno upumpavale likvidnost u finansijski sistem. Ipak, na ovaj način uzroci problema svakako nisu uklonjeni jer su oni koji su špekulisali, dok je špekulativni vrtlog trajao, privatizovali profite, dok je troškove socijalizovalo društvo.⁵ Tako se kreira moralni hazard, to jest šalje se poruka špekulantima da se rizično ponašanje, da ne kažemo kockanje, isplati. Na taj način, vremenom, problem postaje sve veći. Rešenja su palijativna jer se suočavamo se sa posledicama, to jest simptomima, a ne uzrocima.

Po ekonomskoj teoriji, finansijska tržišta imaju ulogu da efikasno i racionalno alociraju raspoložive novčane fondove u najproduktivnije svrhe. Drugim rečima, finansijska tržišta služe kao pomoćno sredstvo ubrzanom rastu realnog sektora. Ipak, kako stvari danas stoje, razvoj finansijskog sektora je potpuno odvojen od razvoja realnog sektora. Drugim rečima, finansijska tržišta su postala svrha sebi samima. Ilustracije radi dovoljno je napomenuti da je danas vrednost globalne finansijske aktive mnogostruko iznad vrednosti godiš-

predvideti. Najčešće je u pitanju promena u ekonomskoj politici kojom se remeti slobodno funkcionisanje sveznajućih tržišta. Ukoliko se egzogeni šok desi, na tržištu se automatski aktiviraju mehanizmi koji, ukoliko deluju neometano, u dugom roku vraćaju sistem u ravnotežu (Detaljnije videti Fama 1965, 1970; Radonjić 2009; Radonjić and Kokotović 2012).

⁴ U posleratnom periodu je u ekonomskoj nauci recesija eufemizam za depresiju.

⁵ Detaljnije videti Whalen 2007 i Wray 2007.

njih produktivnih investicija u realni kapital. Rečju, na bazi optimističkih očekivanja moguće je da finansijska tržišta nešto brže rastu od realnog sektora, ali dvanaest puta brži rast u istom periodu upućuje na preterani optimizam tržišnih igrača i dominaciju špekulanata u berzanskim poslovima.⁶ Sličan je slučaj kada uporedimo vrednost svetske finansijske aktive sa svetskim društvenim bruto proizvodom ili kada uporedimo dnevni obrt na svetskim valutnim tržištima (promptnim i terminskim) ili tržištima-preko-šaltera (*over-the-counter derivative markets*) sa godišnjom vrednošću svetske trgovine.⁷ Ove neravnoteže su osnovni uzrok nestabilnosti svetske ekonomije.

Napumpavanje i potom pucanje špekulativnog balona vodi sistem od euforije i sumanutosti do izneverenih očekivanja, razočarenja i preteranog pesimizma. Posledice neodrživog uspona tržišta mogu biti izrazito negativne,⁸ to jest mogu imati za rezultat egzistencijalnu patnju širokih slojeva stanovništva u dugom roku i redistribuciju bogatstva u korist male skupine najbogatijih ljudi na svetu. Stoga je ključno pitanje za društvene nauke kako, s obzirom na brojne i dugoročne negativne posledice koje izazivaju, sprečiti špekulativne manije?

Da bi dali odgovor na ovo pitanje prvo i osnovno je da ekonomske vlasti na vreme primete da je privreda na neodrživoj putanji razvoja čime se otvara prostor da se spreči nepovratan ulazak sistema u euforiju koja neminovno vodi ka slomu. Da bi ovaj težak zadatak bilo moguće valjano izvršiti neophodno je, na bazi ekstenzivne i detaljne analize, utvrditi koja su to zajednička obeležja većine istorijski zabeleženih špekulativnih epizoda. To je upravo zadatak ovog rada – identifikacija strukture špekulativnog balona, to jest njegovih pojava oblika koji već vekovima uporno opstaju. U tom pokušaju ćemo se oslanjati na naučna dostignuća četiri velika ekonomista: Džona Mejnarda Kejnza (John Maynard Keynes), Hajmana Minskog (Hyman Minsky), Čarlsa Kindlbergera (Charles Kindleberger) i Džona Keneta Galbrejta (John Kenneth Galbraith).

Moguća zamerka ovom pristupu bi mogla da bude da je svaka kriza specifična, da je proizvod specifičnih okolnosti i da su generalizacije naučno neodržive. Mi se slažemo da svaka kriza obiluje specifičnostima kao što su: uzroci poreme-

⁶ Racio, to jest količnik vrednosti globalne finansijske aktive i vrednosti preduzetih investicija u svetu je 2010. iznosio 1.385% (*The Economic Times*).

⁷ Racio, to jest količnik vrednosti globalne finansijske aktive i godišnjeg svetskog bruto domaćeg proizvoda je iznosio 109% 1980. i 313% 2010. Godine 2010. je vrednost globalne finansijske aktive bila jednaka 198 triliona američkih dolara dok je vrednost svetskog bruto domaćeg proizvoda (u tekućim cenama) bila jednaka 63,2 triliona američkih dolara. Iste godine je vrednost dnevnog prometa na svetskim valutnim tržištima iznosila blizu 4 triliona američkih dolara, dok je vrednost godišnjeg svetskog izvoza roba i usluga bila jednaka 18,9 triliona američkih dolara (*International Monetary Fund*; Lim Mah-Hui, M. 2008; *The Economic Times*).

⁸ Ukoliko ne dođe do pravovremene intervencije ekonomskih vlasti što, kao što smo pomenuli, jeste kratkoročno rešenje ali u dugom roku vodi moralnom hazardu.

ćaja posle kojih se privreda prestrojava iz putanje usporenog u putanju ubrzanog rasta; načini na koje finansijski sektor povećava ponudu novčanih sredstava kako bi izašao u susret ekspandirajućoj tražnji za kreditima; objekti špekulacija koji se razlikuju od krize do krize; sistemi spletkarenja, prevara i piramidalnih shemi; događaji koji presudno utiču na izbijanje krize itd. Međutim, stara francuska poslovica kaže da što se neke stvari više menjaju, to više ostaju iste: "Detalji se množe; struktura se pokorava" (Kindleberger 1996, 17).

Prvi korak u identifikaciji zajedničkih obeležja većine istorijski zabeleženih špekulativnih epizoda je definisanje špekulativnog balona i generalno, špekulacija.

Špekulanti, špekulacije i špekulativni baloni

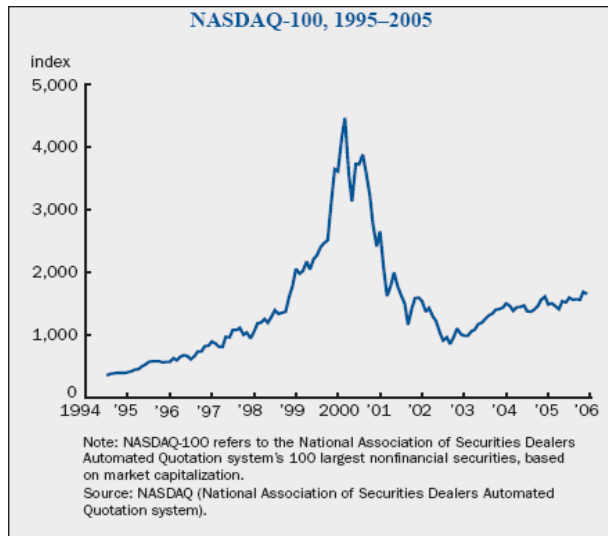
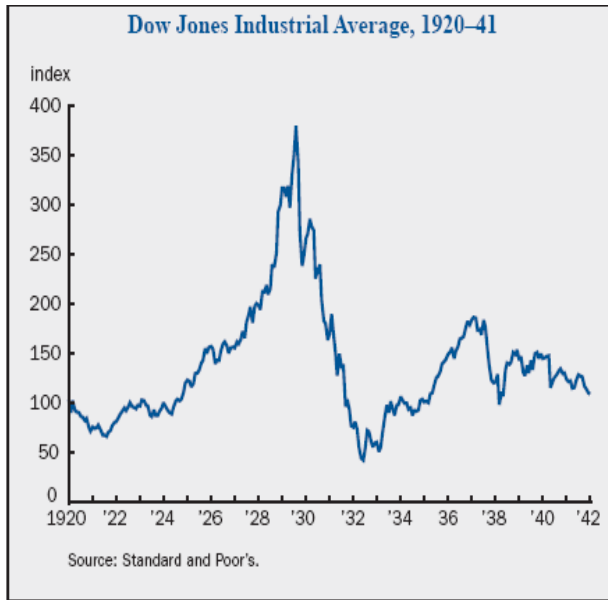
Definicija, to jest pojavni oblik špekulativnog balona je brz i dinamičan rast cene aktive⁹ (*assets* - to mogu biti hartije od vrednosti, nekretnine, umetnine, neka roba itd.) koji se ne može opravdati realnim poslovnim mogućnostima. Pošto se rast tržišta ne može opravdati realnim mogućnostima poslovanja, balon na kraju iznenada i naglo puca, što ima za posledicu strmoglav pad u ceni aktive.

Vizuelno, špekulativni balon liči na planinski vrh – sa leve strane strm uspon, vrh i sa desne strane strma nizbrdica (grafikoni 1, 2, 3, 4).¹⁰

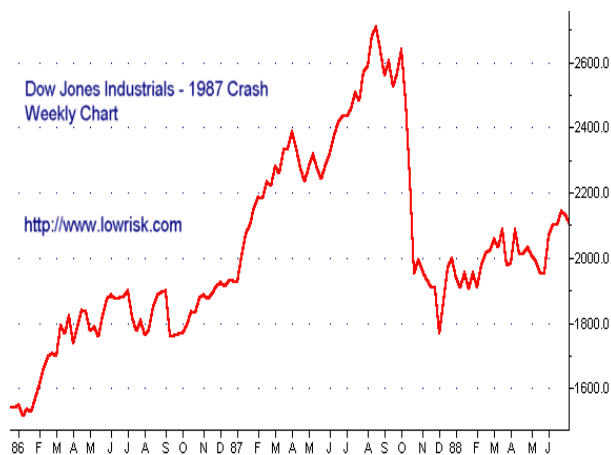
⁹ U najširem smislu, aktiva predstavlja vlasništvo koje ima vrednost u procesu razmene.

¹⁰ Statistički pokazatelj kojim se mere performanse berze naziva se berzanski indeks (*stock market index*). Berzanski indeks meri prosečno dnevno kretanje cena akcija koje se kotiraju na berzi. Najpoznatiji berzanski indeksi su *Dow Jones Industrial Average* (DJIA) koji meri prosek dnevnog kretanja akcija 30 najpoznatijih industrijskih preduzeća koja se kotiraju na berzi u Njujorku (NYSE), *Standard&Poor's 500* (S&P 500) prati kretanje cena akcija 400 industrijskih preduzeća, 20 transportnih preduzeća, 40 finansijskih kompanija i 40 kompanija koje vrše javne usluge, takođe na NYSE. U Japanu postoje dva najznačajnija indeksa i to *Tokyo Stock Price Index* (TSPI) i *Nikkei 225 Stock Average*. Na londonskoj berzi se koristi *Financial Times-Stock Exchange 100* (FTSE 100), na frankfurtskoj berzi DAX, u Parizu CAC 400 Index itd. Osim na berzama, akcijama j moguće trgovati i na vanberzanskom ili *Over the Counter* tržištima (OTC – tržišta preko šaltera). Za razliku od berzi, vanberzansko tržište nije fizičko mesto trgovine. Trgovina se obavlja elektronski. Najveće i najpoznatije vanberzansko tržište na svetu je američki NASDAQ (*National Association of Securities Dealers Automated Quotation*). Indeks koji prati kretanje cena akcija kojima se trguje na NASDAQ je *NASDAQ Composite Index*.

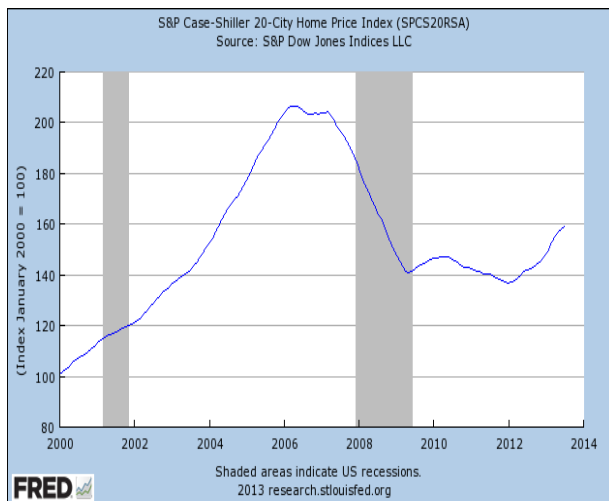
Grafikon 1 i 2. Kretanje DJIA indeksa u periodu 1920-42. i kretanje NASDAQ-100 indeksa u periodu 1994-2006.



Izvor: Barlevy, Gadi. 2007.

Grafikon 3. Kretanje DJIA indeksa u periodu 1986-88.

Izvor: Lowrisk.

Grafikon 4. S&P Case-Shiller 20-City Home Price Indeks¹¹

Izvor: Federal Reserve Bank of St. Louis.

¹¹ S&P/Case-Shiller 20-City Home Price indeks je jedan od najvažnijih indikatora kojim se meri kretanje cena kuća za stanovanje u 20 urbanih regija u Sjedinjenim Američkim Državama. Ovaj indeks meri promenu cene kuća nakon svake preprodaje kako bi eventualno registrovao trend u kretanju cena.

Ipak, na osnovu ove definicije slede pitanja kojima se dovodi u sumnju potpunost definicije: za koliko i koliko brzo cene aktive moraju porasti da bi se rast mogao okarakterisati kao špekulativan? Poenta je u tome da definicija *per se* ne daje odgovor na pitanje kada uzlet tržišta možemo okarakterisati kao špekulativan. Naime, dinamičan uzlet tržišta može biti posledica racionalno utemeljenih očekivanja da će na bazi materijalizovanih promena u okruženju u bliskoj i daljoj budućnosti korporativni profiti porasti, što opravdava rast u vrednosti realne i finansijske aktive.

Zbog toga je veoma važno povući jasnu razliku između investiranja i špekulisanja. Međutim, to je lakše reći nego uraditi jer su i špekulisanje i investiranje odluke vezane za budućnost. Kako Kejnz dalje primećuje (Keynes 1921, 1936, 1937), budućnost je fundamentalno neizvesna i kako se horizont predviđanja produžuje tako naša moć da predvidimo promene u okruženju eksponencijalno opada. Dakle, budućnost nije unapred zapisana, to jest predeterminisana (ergodična).¹² Ona nije egzogeno utvrđena unapred, već je proizvod endogenih sila ljudskog odlučivanja i delovanja. Zbog toga Kejnz ističe da investicione odluke, odluke koje se donose na finansijskim tržištima nisu rutinske i repetitivne, već su jedinstvene¹³:

"U stvarnosti, međutim, mi imamo, po pravilu, samo nejasnu ideju o direktnim posledicama naših dela. ...Sada, od svih ljudskih aktivnosti koje su pod uticajem ovih udaljenijih okupacija, ispada da je jedna od najvažnijih po prirodi ekonomska, naime, uvećanje bogatstva. Ukupan cilj akumulacije bogatstva je proizvodnja rezultata ili potencijalnih rezultata, za komparativno dalek, i ponekad neograničeno dalek, datum." (Keynes 1937, 213).

Budući da iz priloženog vidimo da se investicione odluke donose na bazi predviđanja budućih prinosa koje sa sobom nosi investiciona akvizicija za vreme njenog veka trajanja, ova predviđanja idu daleko u nejasnu, maglovitu i neizvesnu budućnost:

¹² Pol Dejvidson (Paul Davidson) na sledeći način objašnjava pretpostavku teorije efikasnih finansijskih tržišta da je sistem ergodičan (*ergodic*): "Svi modeli racionalnih očekivanja iziskuju za fundamentalnu logičku osnovu aksiom ergodičnosti. Ova pretpostavka nameće logičan uslov da su svi ekonomski odnosi 'prirodni' zakoni kretanja koji su programirani na samom početku kreacije celokupnog sistema. Ovi prirodni zakoni ne mogu biti promenjeni putem ljudske akcije. Racionalni donosioci odluka shvataju da su, zbog unapred programirane spoljne realnosti, budući ishodi bilo koje akcije preduzete svakog dana već određeni. Istorijski tržišni podaci obezbeđuju 'informaciju' za izračunavanje verovatnoće koja može biti upotrebljena za stvaranje statistički pouzdane prognoze budućeg ishoda bilo koje odluke koja je doneta danas" (Davidson 2002, 51).

¹³ U smislu da se rutinske odluke donose na svakodnevnoj bazi i da ih je moguće promeniti ili povući u kratkom roku po niskim troškovima. Sa druge strane, investicione odluke se ne donose svaki dan i kada su jednom preduzete veoma ih je skupo promeniti ili povući.

"Pod neizvesnim znanjem, dopustite mi da objasnim, ja ne mislim samo da napravim razliku između onoga što je sigurno i onoga što je samo verovatno. Igra ruleta nije predmet, u ovom smislu, neizvesnosti; niti je prospekt Viktorijanske obveznice da bude povučena. Ili opet očekivanje životnog veka je samo neznatno neizvesno. Čak su i vremenske prilike samo umereno neizvesne. Smisao u kojem ja koristim termin jeste taj u kojem je prospekt evropskog rata neizvestan, ili cena bakra i kamatna stopa kroz dvadeset godina, ili zastarelost nove invencije, ili pozicija bogatstva privatnih vlasnika u socijalnom sistemu 1970. Kod ovih stvari ne postoji naučna osnova na bazi koje je moguće formirati bilo kakvu kalkulabilnu verovatnoću. Mi prosto ne znamo." (Keynes 1937, 213-214).

Pošto u periodu kada donosimo investicionu odluku, odluku koja seže u daleku budućnost, "mi prosto ne znamo", mi špekulišemo, to jest nagađamo o mogućim ishodima donesene odluke. Zato se i često kaže da je špekulacija drugi naziv za investiciju koja nije uspela, dok je investicija drugi naziv za špekulaciju koja je uspela (Chancellor 2000). (Ne)stalnost investicija i motiv agenta su ključni faktori na osnovu kojih je teorijski moguće jasno diferencirati pojmove investiranja i špekulisanja. Špekulant aktivno traži prilike za brzu zaradu: njegove investicije su nestalne. Sa druge strane, preduzetnici preduzimaju investicije koje su više ili manje fiksne.¹⁴ Špekulisanje je aktivno, dok je investiranje u principu pasivno. Po Kejnzju je investiranje "...aktivnost koja se sastoji u predviđanju očekivanog prinosa kapitala u toku čitavog njihovog veka trajanja..." dok je špekulisanje "...aktivnost koja se sastoji u predviđanju psihologije tržišta" (Keynes 1936, 197). Motiv investitora je očuvanje vrednosti kapitala. Zarada investitora je tekući dohodak u vidu profita, dividende ili kamate. Sa druge strane, motiv špekulanta je uvećanje bogatstva ne na osnovu tekućeg prihoda, već na osnovu fluktuacija u cenama aktive. Drugim rečima, špekulant zauzima investicione pozicije na bazi očekivanja da će prihodovati kapitalnu dobit – prodajom aktive po ceni koja je iznad cene koju je platio ili kupovinom aktive po nižoj ceni od cene po kojoj je prodao.¹⁵ Dakle, špekulant na finansijskom tržištu nije zainteresovan za suštinsku vrednost hartije od vrednosti (HOV), to jest realnog kapitala na koji HOV glasi, već je zainteresovan da HOV proda što skuplje ili otkupi što jeftinije bez obzira na njenu realnu vrednost. Dakle, špekulativan uzlet je uzlet koji se ne može

¹⁴ U svojim razmišljanjima o tome kako sprečiti prevlast špekulacija nad preduzetništvom Kejnz kaže: "Prizor savremenih investicionih tržišta me je nekada dovodio do zaključka da bi protiv naših savremenih zala mogao predstavljati koristan lek ako bi se kupovina neke investicije učinila trajnom i nerazrešivom, kao što je brak, sem u slučaju smrti ili nekog drugog ozbiljnog razloga." (Keynes 1936, 199).

¹⁵ Špekulacija je uglavnom neuspešan pokušaj da se malo novca pretvori u mnogo, dok investiranje podrazumeva primenu strategija koje imaju za cilj da spreče da se mnogo novca pretvori u malo (Chancellor 2000).

opravdati realnim poslovnim mogućnostima i on je rezultat tržišne dominacije agenata kojima je primarni cilj prisvajanje kapitalne dobiti.

Nakon što smo povukli razliku između špekulisanja i investiranja, pitanje koje se sledeće postavlja jeste zašto su finansijska tržišta inherentno nestabilna, to jest sklona špekulativnim usponima i padovima?

Špekulativna finansijska tržišta

Na finansijskim tržištima se dominantno trguje HOV (akcije, obveznice, derivativi itd.) koje emituju preduzeća kako bi sakupila sredstva da preduzmu skupe i rizične investicione projekte. Kupujući vlasničke HOV (*shares* – akcije), sitni tržišni investitori dobijaju pravo na deo vlasništva nad kapitalnim dobrom. Ipak, zbog njihove nestručnosti da upravljaju kapitalnim dobrima dolazi do razdvajanja funkcije vlasništva i funkcije upravljanja. Kapitalnim dobrima upravljaju preduzetnici (menadžeri) i oni nisu toliko zainteresovani za vlasništvo nad kapitalnim dobrima koliko su zainteresovani za vrednost koju će to kapitalno dobro u budućnosti proizvesti. Zbog toga je i horizont predviđanja kod vlasnika i preduzetnika različit.

Investitori u finansijsku aktivu su stimulisani da uđu na finansijsko tržište jer se preko kupovine finansijskih instrumenata ne vezuju dugoročno za investiciju jer im likvidna finansijska tržišta omogućavaju da po potrebi prodaju svoju akciju (udeo u vlasništvu preduzeća, to jest udeo u investicionom projektu) brzo i po niskim transakcionim troškovima. Dakle, finansijska tržišta čine da su investicije fiksne za društvo kao celinu, istovremeno (naizgled) likvidne za pojedinca. Tako su na kontinuiranim i dubokim finansijskim tržištima individue spremne da se odreknu na određeni period gotovog novca u zamenu za određen iznos prinosa. To čine iz uverenja da, ukoliko nisu zadovoljni načinom na koji se situacija odvija, uvek mogu, u kratkom roku, da zatvore svoje pozicije i prebegnu u gotov novac.

Postojanje dubokih, dobro organizovanih finansijskih tržišta ima dvostruki uticaj na stabilnost i razvoj privrede. U mirnim i stabilnim periodima finansijska tržišta olakšavaju investiranje. Dakle, kada tržišni agenti ne percipiraju veće promene u okruženju troškovi kapitala su niski. Na taj način su preduzetnici u stanju da za kratko vreme koncentrišu sredstva većeg broja sitnih investitora i investiraju u proizvodnju skupih kapitalnih dobara. Da nije finansijskih tržišta, na prvom mestu bi bilo mnogo teže sakupiti potrebna sredstva, dok bi na drugom mestu troškovi kapitala bili znatno viši.

Negativna strana finansijskih tržišta je u tome što se sitnim investitorima samo čini da mogu uvek, u kratkom roku, ako se za to ukaže potreba, da prodaju HOV i prebegnu u gotov novac. Naime, osnovni preduslov mogućnosti da se brzo izađe sa tržišta jeste taj da istovremeno veliki broj tržišnih učesnika

ne krene u akciju zatvaranja svojih pozicija.¹⁶ Međutim, ukoliko agenti anticipiraju dolazak značajnih promena u okruženju, ali nisu tačno sigurni koja je priroda tih promena, većina njih će, iz straha od potencijalno značajnih kapitalnih gubitaka, pohrliti da zatvori svoje pozicije. To je razlog nastanka krize likvidnosti koja može imati za posledicu krah tržišta i ulazak privrede u fazu duboke depresije.

Pošto su sitni investitori prvenstveno zainteresovani za likvidnost HOV, nisu stručni da upravljaju realnim kapitalom i pošto je daleka budućnost fundamentalno neizvesna, oni nemaju motiv i nemaju potrebe da vrše dugoročna predviđanja – njihov horizont predviđanja je kratkoročan. Njima je u fokusu špekulativna, to jest kapitalna dobit: "...nema nikakvog smisla platiti za neku investiciju 25, čiji će budući prinos po vašem mišljenju opravdati vrednost od 30, ako isto tako verujete da će je posle tri meseca tržište procenjivati 20" (Keynes 1936, 194).

Kratkoročna predviđanja agenata na finansijskim tržištima su izrazito intersubjektivna jer buduće kretanja tržišta zavisi od predviđanja, pa samim tim i odluka koje na bazi tih predviđanja donose agenti na finansijskim tržištima. Naime, kako Kejnz kaže:

"Znajući da je naša individualna procena bezvredna, mi nastojimo da se oslonimo na procenu ostatka sveta koji je možda bolje informisan. Tačnije, mi nastojimo da se povinujemo ponašanju većine, to jest proseku. Psihologija društva individua u kojem svako nastoji da oponaša druge vodi nečemu što bismo striktno mogli da nazovemo konvencionalna procena." (Keynes 1937, 214).

Način donošenja odluka po principu pokoravanja ponašanju većine, to jest predviđanja psihologije tržišta, Kejnz upoređuje sa aktivnošću izbora za najlepše lice (*beauty contest*):

"...profesionalno investiranje se može uporediti s onim nagradnim takmičenjima dnevnih listova na kojima učesnici moraju da odaberu između sto fotografija šest najlepših lica, s tim da se nagrada dodeljuje onom učesniku čiji izbor najpribližnije odgovara prosečnom izboru svih ovih učesnika zajedno, tako da svaki učesnik ne sme da odabere ona lica za koje on smatra da su najlepša, već ona za koje misli da je najverovatnije da će se svideti ostalim učesnicima, koji, opet, svi gledaju problem s iste tačke gledišta." (Keynes 1936, 195).

U ovoj vrsti nadmudrivanja uspešan je onaj špekulant koji formira mišljenje (na osnovu kojeg preduzima akciju) korak pre ostalih, pri čemu je tačno

¹⁶ Sličan je slučaj kod banaka. Bankarski sektor posluje na bazi poverenja. Ukoliko poverenje usahne i dođe do "juriša na banke" i najsolidnija banka će propasti jer se u bankarskim trezorima i trezoru centralnih banaka drži samo deo gotovog novca depozitara. Ostatak se plasira u cilju prihodovanja profita na osnovu razlike između aktivnih i pasivnih kamatnih stopa.

anticipirao pravac u kojem će se tržište kretati.¹⁷ U tom smislu jasno je da su tržišta samoispunjavajuć sistem, to jest buduće kretanje sistema zavisi od očekivanja agenata koja su samoispunjavajuća (*self-fulfilling prophecies*). Rečju, ukoliko je prosečno mišljenje da će cene HOV porasti, špekulanti će krenuti automatski u kupovanje HOV kako bi što ranije zauzeli pozicije i na taj način došli u priliku da u skorijoj budućnosti prodaju skuplje nego što su platili i na taj način prisvoje kapitalni dobitak. Tako, ukoliko većina agenata počne istovremeno da kupuje HOV, tražnja će biti iznad ponude i cene će porasti.

Kao što smo rekli, budućnost nije unapred zapisana (predeterminisana) već je kreiraju odluke koje ljudi preduzimaju na osnovu svojih predviđanja. U konkretnom slučaju, predviđanje da će cene HOV porasti ima za posledicu odluku kupovine HOV. Simultana kupovina HOV od strane većine tržišnih učesnika ima za rezultat da se očekivanje pretvorilo u realnost – cene su zaista porasle (predviđanja su samoispunjavajuća). Činjenica da su finansijska tržišta samoispunjavajuć sistem je pomogla Sorošu (George Soros) da povuče razliku između alhemije i društvenih nauka. Po njemu je alhemija kao prirodna nauka propala, dok društvene nauke imaju mogućnost da postanu alhemija kroz samoispunjavajuća predviđanja (Soros 2003).

Stoga, pošto na finansijskim tržištima dolazi do razdvajanja funkcije upravljanja od funkcije vlasništva, pošto su samoispunjavajuć sistem i pošto se odluke donose na bazi konvencionalne procene, finansijska tržišta su inherentno nestabilna:

"Konvencionalna procena, plod masovne psihologije velikog broja neupućenih pojedinaца, izložena je žestokim kolebanjima usled nagle promene mišljenja prouzrokovane činocima koji stvarno i nemaju neki veliki uticaj na očekivani prinos, a sve zbog toga što ubedenju nedostaju jaki koreni koji bi mu omogućili da se održi." (Keynes 1936, 193).

Insajderi i autsajderi

Na osnovu svega navedenog jasno je da na finansijskom tržištu istovremeno operišu profesionalci (insajderi) i amateri (autsajderi), to jest laici. Profesionalcima (*insiders*) je finansijsko tržište radno mesto i njihov osnovni prihod potiče od zarade na ime kamata i dividendi. Istovremeno, ukoliko se stvore uslovi za špekulisanje, to jest prisvajanje kratkoročnih dobitaka na ime kapitalne dobiti, profesionalci će, koristeći se predviđanjem psihologije tržišta, uvek iskoristiti ovu priliku. Tu priliku im, u principu, pružaju autsajderi (*out-*

¹⁷ Kupovati pre ostalih kada agent anticipira uzlet i prodavati pre ostalih kada anticipira pad: "Međutim, sa gledišta pojedinaca, ispada da je danas stvarni cilj najvećeg investiranja da 'bude brže od taneta', kako lepo kažu Amerikanci, da nadmudri masu i da proturi falsifikovanu ili oštećenu paru." (Keynes 1936, 194).

siders), euforični, loše obavešteni investitori kojima je osnovni izvor zarade kratkoročni dobitak na ime kapitalne dobiti.

Po Kindlbergeru (1996), racionalni investitori, to jest insajderi će, ukoliko se stvore uslovi, iskoristiti preterani optimizam privrednih učesnika i destabilizovati tržište simultanim odlukama da se HOV kupe čime se tržište u više iterativnih faza, putem samoispunjavajućih očekivanja gura nagore. Tokom čitavog procesa, profesionalni investitori su svesni da konvencionalna procena, to jest igra predviđanja psihologije tržišta ne mora da ima bilo kakvu dugoročnu vrednost, jer je to:

"...takoreći igra 'Šnipšnap', 'Crnog Petra' i 'Muzičke stolice' – rasonode u kojoj je pobedilac onaj ko kaže šnip ni suviše rano ni suviše dockan, ko preda 'Crnog Petra' svom susedu pre nego što se igra završi ili ko osigura sebi stolicu u času kada muzika prestane da svira." (Keynes 1936, 195).

U toj situaciji "...ove igre se mogu da igraju uzbudljivo i veselo iako svi igrači dobro znaju da 'Crni Petar' ide iz ruku u ruku ili da će, kada muzika prestane da svira, neki od igrača ostati bez stolice" (Keynes 1936, 195).

U periodima preteranog optimizma i euforije koja nije podržana fundamentima cilj insajdera je da kupe jeftino i prodaju skupo autsajderima. Ukoliko im strategija destabilizacije tržišta uspe, generišu se rastući kapitalni dobitci, čime, na tržište, u potrazi za brzom zaradom, pristižu u sve većem broju autsajderi, loše obavešteni, euforični investitori. Insajderi vrše konačnu likvidaciju svojih pozicija na vrhuncu tržišta tako što prodaju svoju finansijsku aktivu autsajderima. Dakle, insajderi, kao što smo rekli, kupuju jeftino i prodaju skupo. Sa druge strane, autsajderi kupuju skupo na vrhuncu i prodaju jeftino u fazi kada je tržište krenulo da se stropoštava. Destabilizirajući, to jest manipulativan racionalan faktor predstavljaju insajderi, dok autsajderi nisu destabilizirajuća sila, to jest nisu manipulatori, već samo žrtve svoje loše obaveštenosti, euforičnih očekivanja i pohlepe. Kada konačno dožive gubitke, autsajderi izlaze sa finansijskih tržišta i vraćaju se svojim uobičajenim aktivnostima. Važno je istaći da poslovna i naučna javnost posle pada tržišta, u principu, za krah ne krivi insajdere, već autsajdere koji u cilju spašavanja uloženi sredstva panično pokušavaju da prodaju finansijske instrumente u momentu kada je jasno da tržište više nema kuda sem da padne.

Galbrejt (1994) je definisao psihološki profil autsajdera i insajdera. U prvu grupu spadaju učesnici koji smatraju da je u okruženju došlo do neke trajne i revolucionarne promene koja omogućava tržištu da kontinuirano raste u nedogled. Za njih je novi vrli svet u nastanku. Druga grupa učesnika je znatno malobrojnija i nju čine investitori koji shvataju da je tržište zahvatio talas euforije. Njihova strategija je da "jašu" špekulativni talas (*ride the upward wave*) i da iz njega isplave tačno pre nego što tržište počne da pada. Ovi učesnici za

sebe misle da su veoma pametni i promućurni. Ono što je zajedničko za obe grupe učesnika je da niko ne želi da veruje da je njegovo naglo bogaćenje nezasluzeno ili splet sretnih okolnosti. Svako veruje da se bogati zahvaljujući svojoj natprosečnoj inteligenciji i intuiciji.

Po Galbrejtu (1994) verovanje privrednih učesnika u svoju izuzetnost zapravo predstavlja mehanizam odbrane kojim ljudi, kao racionalna bića, pokušavaju da opravdaju okolnosti koje ih čine bogatim. Time se špekulisanje štiti i podržava: "...(š)pekulacija potkupljuje, na veoma praktičan način, inteligenciju onih koji su involvirani." (Galbraith 1994, 5). Ovo je posebno tačno za autsajdere. Međutim, insajderi takođe često upadnu u zamku špekulacija zahvaljujući preteranom samopouzdanju, to jest verovanju da su u stanju da pobeđu na tržištu. Ovo verovanje ih, u želji za prisvajanjem stalno rastućih kapitalnih dobitaka, često drži predugo u igri, tačno onoliko koliko je dovoljno da podnesu ponekad i kolosalne gubitke. Slično Galbrejtu, Kindleberger (1996) stoji na stanovištu da je za drugu grupu, grupu racionalnih investitora, racionalno da "jašu" špekulativni talas sve dok traje. Međutim, kako on napominje, nisu svi racionalni investitori u stanju da na vreme reaguju i povuku se sa tržišta. To je privilegija samo retkih.

Bihejvioralni ekonomisti objašnjavaju zašto je moguće da pored autsajdera i profesionalni investitori, koji znaju da će kada muzika prestane da svira neko ostati bez stolice, predugo ostanu u igri. Razlog je empirijski utvrđena činjenica da su ljudi skloni da veruju da je nešto istina ili da je moguće samo zato što oni žele da je nešto istinito ili moguće (*wishful thinking bias*). Tako, na primer, fudbalski navijači često precenjuju verovatnoću da će njihov klub pobediti samo iz razloga zato što i emotivno žele da se to u stvarnosti i desi. Isto tako, glasači pojedinih političkih partija često precenjuju verovatnoću pobeđe tih partija na izborima (Shiller 2001). Kada se emotivna želja spoji sa materijalnom, što se dešava na finansijskom tržištu, posle izvesnog vremena tržišnog poleta tržišni učesnici počinju zbilja da veruju da će se polet i dalje nastaviti jer im to donosi bogatstvo (ispunjenje njihovih želja). U želji da sačuvaju svoju veru u rastuće tržište, investitori manipulišu svim informacijama koje dolaze na tržište sa ciljem da ih usklade sa njihovim postojećim verovanjem. Ova vrsta ponašanja se u psiholološkoj literaturi nalazi pod nazivom kognitivna disonanca (*cognitive dissonance*). Odnosno, kada na tržište počnu da pristižu informacije koje su u suprotnosti sa poželjnim ishodom, odnosno sa verovanjem da će tržište nastaviti sa rastom neograničeno u budućnosti, investitori su skloni da disonantne informacije namerno previđaju i da ih izbegavaju (Chancellor 2000). Oni su stimulirani da previđaju disonantne informacije ukoliko su sa druge strane i pored već prisvojenih značajnih profita očekivani prinosi izuzetno visoki. U tim situacijama je za verujuće važan i značajan istup u javnosti eminentnih ličnosti iz sveta finansija ili politike koji će, i pored signala koji najavljuju suprotno, podržavati iluziju da su lažna nadanja investitora istinita.

Ne manje važno, bihejvioralni ekonomisti tvrde da ljudi nisu toliko averzivni prema riziku koliko su averzivni prema gubitku. Ova anomalija takođe može biti objašnjena zašto investitori često predugo ostaju na pozicijama koje donose gubitke. U situaciji kada određena pozicija donosi gubitke, racionalno je likvidirati poziciju. Međutim, likvidiranje gubitničke pozicije nosi sa sobom priznanje da je prethodno zauzimanje ove pozicije bila greška. Averzija prema gubitku u kombinaciji sa egom čini da investitori neretko nepotrebno snose gubitke koje su mogli izbeći jer često neracionalna nadanja investitora da će vreme pokazati da su ipak oni ti koji su bili u pravu dominiraju nad racionalnim proračunom (Bernstein 1998).

Pošto smo definisali sve neophodne inpute za identifikaciju strukture špekulativnog balona koja odoleva zubu vremena, sledeći korak je definisanje pogodnih uslova za aktiviranje neodrživog uspona tržišta jer je empirijska činjenica da u većem delu vremena finansijska tržišta funkcionišu normalno i kontinuirano. Ipak, s vremena na vreme se u spoljnom okruženju reprodukuju uslovi koji su plodno tle za špekulativni uzlet. Zbog toga Kejnz upozorava da špekulanti "...mogu da budu bezopasni kada su mehuri na mirnoj reci preduzumljivosti. Međutim, stanje je ozbiljno kada preduzumljivost postane mehur na vrtlogu spekulacije." (Keynes 1936, 198). U slučaju, "...kada kapitalni razvoj neke zemlje postane uzgredni proizvod aktivnosti kockarnice, onda je verovatno da će posao biti loše urađen. Ako se stane na gledište da je pravi društveni cilj efektne berze da novo investiranje kanališe u najpovoljnijim pravcima, sa stanovišta budućeg prinosa, onda se ne može tvrditi da ona vrsta uspeha koju je ostvario Wall Street predstavlja jednu od značajnih pobeda *laissez-faire*-a kapitalizma." (Keynes 1936, 198).

Anatomija tipičnog špekulativnog balona

Teorijska osnova za Kindlbergerovu (1996) strukturu tipičnog špekulativnog balona je Minskijeva Hipoteza finansijske nestabilnosti (*Financial Instability Hypothesis*; Minsky 1975, 1986, 1992). Po Kindlbergeru (1996), uobičajene faze kroz koje prolazi sistem na putu od neodrživog uspona do kraha su:

1. Prestrojavanje (*displacement*).
2. Bum (*boom*).
3. Prekomerno trgovanje ili pregrevavanje (*overtrading*).
4. Finansijska nevolja (*financial distress*).
5. Dekreditiranje (*discredit*) ili animozitet prema manje likvidnoj aktivi od novca (*revulsion*).¹⁸

¹⁸ Trka za likvidnošću, to jest panika.

Prestrojavanje

Hajman Minski analizu dinamičkog kretanja privrede sa protokom kalendar-skog vremena započinje u periodu kada je sistem iz faze dna poslovnog ciklusa (*trough*) ušao u početnu fazu oporavka, to jest fazu u kojoj ekonomija počinje da raste po stopi koja je dovoljna da pokrene proces redukcije nezaposlenosti. U ovoj fazi su realizovani profiti i očekivani profiti na niskom nivou. Portfolio menadžment firmi je takođe vrlo konzervativan: količnik dug prema vlasničkom kapitalu je nizak i pokrivenost kamata profitima je visoka. Slično preduzećima, banke su takođe konzervativne u svom poslovanju i u principu su voljne da kratkoročno finansiraju situacije u kojima se preduzeće susreće sa nedostatkom likvidnih sredstava kao i investicije sa niskim rizikom. Razlog izražene averzije prema riziku je finansijski slom koji se desio u nedavnoj prošlosti. Finansijski slom je za posledicu imao veliki broj bankrota preduzeća i nekih finansijskih institucija. Takođe, kao posledica nedavnog finansijskog sloma, u današnjem trenutku posluje veliki broj preduzeća i finansijskih posrednika koji su opstali, ali koji su u ovu fazu preneli dugove iz prošle faze poslovnog ciklusa.

Prestrojavanje sistema iz putanje usporenog na putanju ubrzanog rasta, pa samim tim i prelaz sistema u kolosek koji nepovratno vodi privredu ka neodrživom usponu je obično provocirano dešavanjem nekog egzogenog događaja (*displacement*) koji pozitivno utiče na rast poverenja i optimizma kod privrednih učesnika. Događaj u okruženju, koji je u stanju da izazove prestrojavanje sistema, po svom obimu i snazi može biti veoma skroman, ali i veoma značajan. Priroda događaja koji su kroz istoriju provocirali prestrojavanje, odnosno koji su bili dovoljno značajni da učine da agenti veruju da postoji nešto novo u svetu što ima potencijal da značajno doprinese ekonomskom razvoju, se razlikuje od jedne do druge krize. Prestrojavanje je kroz istoriju bilo izazvano kolonizacijom, otkrićem zlata, srebra i drugih plemenitih metala, novih izvora energije, izbijanjem ili završetkom ratova, tehnološkim dostignućima, rastom i razvojem novih propulzivnih proizvodnih grana kao što su železnica, automobilska, filmska i high-tech kompjuterska industrija, promenom monetarne ili fiskalne politike koja nije bila očekivana ili liberalizacijom i deregulacijom trgovinskih i finansijskih tokova, nekim političkim događajem itd.

Prestrojavanje kritično utiče na promene u očekivanjima tržišnih učesnika. Drugim rečima, prestrojavanjem se otvaraju novi profitni horizonti u novim ili postojećim proizvodnim granama, dok sa druge strane dolazi do istiskivanja nekih drugih sektora sa tržišta. Konsekventno, pojedinačni investitori i finansijske institucije u potrazi za višim profitima, povlače svoja sredstva iz nepropulzivnih sektora i usmeravaju ih ka sektorima u procvatu. Ukoliko nove profitne prilike dominiraju nad onima koje gube, rastu proizvodnja i investicije. Bum je na putu.

U ovoj fazi i na početku faze uspona tržišta (bum), na nove profitne prilike domaćinstva, firme, finansijski posrednici i drugi učesnici reaguju na racional-

lan i ograničen način: privučeni su da investiraju u HOV radi očekivanih rastućih zarada na ime kamati i dividendi.

Bum

U drugoj fazi razvoja špekulativnog balona na nove profitne prilike i rast optimizma kod privrednih učesnika reaguju banke. Dolazi do ekspanzije kredita koja ide u susret povećanoj tražnji za finansijskim sredstvima. Svež novac doprinosi značajnom podgrevanju sistema. U okviru postojećeg monetarnog sistema ponuda novca ne mora da ekspandira samo kroz sistem postojećih banaka. Do ekspanzije dolazi i osnivanjem novih banaka i drugih finansijskih institucija, zaduživanjem lokalnih finansijskih institucija na međunarodnom tržištu, direktnim investiranjem inostranih investitora u postojeća ili nova preduzeća putem stranih direktnih investicija ili putem portfolio plasmana, dolaskom na tržište novih individualnih investitora, osnivanjem raznih finansijskih shemi i razvojem novih finansijskih instrumenata.¹⁹ U slučaju da domaće monetarne vlasti žele da spreče monetarnu ekspanziju prelaskom na restriktivniju monetarnu politiku, njihova moć je ograničena zbog proliferacije finansijskih inovacija. Suština finansijskih inovacija je da se izbegnu regulatorni nameti koji imaju za cilj da zauzdaju ekspanziju tržišta putem nametanja troškova. Pošto je finansijska inovacija u tom trenutku van regulatornog domašaja države, ekspanzija tržišta nije više pod kontrolom ekonomskih vlasti. Samim tim se troškovi zaduživanja smanjuju. Cilj finansijskih inovacija je da olakšaju zaduživanje koje je garantovano sa što manjim iznosom zaloga. Pošto su u ekspanziji tržišni učesnici preterano optimistični, bankari su spremni da odobre zajam pod rizičnijim uslovima. Po Galbrejtu se istorijski posmatrano sve finansijske inovacije svode na isti zadatak: kako što jeftinije i lakše emitovati kredit. Zbog toga "...svet finansija pozdravlja invenciju točka iznova i iznova, često u nešto nestabilnijoj verziji" (Galbraith 1994, 19).

Tražnja za finansijskim sredstvima brže raste od ponude što izaziva rast tržišnih kamatnih stopa. S druge strane, rast kamatnih stopa dalje stimuliše razvoj i širu upotrebu finansijskih inovacija.

Povećana i finansijski podržana tražnja za dobrima i/ili finansijskim instrumentima vrši pritisak na preopterećene proizvodne kapacitete i/ili postojeću količinu finansijskih instrumenata što implicira rast cena na tržištu dobara i finansijske aktive. Rast cena, mehanizmom pozitivne povratne sprege²⁰, utiče

¹⁹ U prošlim vremenima kada banke nisu bile toliko razvijene, bum se u najvećoj meri finansirao ličnim kreditima (Kindleberger and Aliber 2005).

²⁰ Pozitivna povratna sprega (*positive feedback investment strategies*) je termin koji koriste bihejvioralni ekonomisti i odnosi se na rast koji *per se* provocira novi rast i obrnuto u slučaju pada (Shleifer 2000).

na pojavu novih profitnih prilika što dalje utiče na dolazak novih investitora na tržište. Takođe, nove investicije u realni kapital (stimulisane povećanom tražnjom i rastućim cenama) utiču na porast u očekivanim profitima, što dalje stimuliše rast u cenama finansijske aktive što dalje stimuliše investicije i tako u krug. Tržištem počinje da vlada euforija. Delatnost koja počinje da dominira finansijskim tržištem je špekulisanje, to jest kupovina finansijske aktive radi preprodaje u cilju prisvajanja kapitalnog dobitka. Kako tržište kontinuirano i dinamično raste, tako poslovna javnost primećuje da je špekulisanje isplativije u odnosu na investicije u realna kapitalna dobra. Početak dominacije špekulacija nad realnim investiranjem označava ulazak sistema u treću fazu.

Na kraju ove faze i u sledećoj, trećoj fazi u celosti, visoke zarade na ime kamati i dividendi nisu više primarni motiv ulaska agenata na finansijsko tržište. Primarni motiv postaje kapitalni dobitak. Kapitalni dobitak na tržište privlači široke narodne mase i finansijere i javne ličnosti koje uživaju ugled konzervativnih investitora. Faza prekomernog trgovanja je manična faza ili Kindlbergerovim rečima, faza u kojoj je tržište vođeno euforičnim investitorima izgubilo veze sa realnošću.

Prekomerno trgovanje

U ovoj fazi, usled preteranog optimizma, preduzetnici precenjuju prinose na investicije u kapitalna dobra, dok špekulanti očekuju dalji dinamičan rast tržišta. Talas preteranog optimizma uzrokuje gubitak osećaja investitora za "realnu vrednost" (*intrinsic value*). Mehanizam pozitivne povratne sprege nastavlja da deluje. Cene rastu, otvaraju se nove profitne prilike. Kamatne stope i brzina optičaja novca rastu, pri čemu se dominantno povećava tražnja za kapitalom koji će biti uložen u špekulantske poslove. Po višim kamatnim stopama su zajmodavci spremni da emituju dug, dok su zajmoprimci spremni da se zaduže jer i jedni i drugi imaju preterano optimistička očekivanja - špekulanti ne prezaju da se zaduže po rastućim kamatnim stopama jer očekuju da će cene HOV koje kupuju pomoću kredita rasti brže od kamatne stope na uzete kredite.

Na tržište pristižu, pod uticajem opšte euforije, široke narodne mase koje nisu redovni učesnici na finansijskim tržištima. Oni su zavedeni iluzijom da mogu sa malo uloženog novca da se na brzinu obogate:

"Novac je, opet, obmanuo mnoge. Trezvene nacije su odjednom postajale beznađežni kockari i rizikovale skoro celo svoje postojanje samo zbog običnog parčeta papira. ...Ljudi, kao što je tačno rečeno, razmišljaju kao krdo; videćemo da čoporativno polude, dok se vraćaju zdravom razumu polako, jedan po jedan." (Mackay 1841, xvi).

Tržište zapljuskuju nova likvidna sredstva. U susret njihovoj tražnji za finansijskim instrumentima izlaze dobro informisani trgovci (insajderi). Svaka

kupovina aktive od strane outsajdera ima svoju kontrastranu u prodajama insajdera. Pošto je tržište u uzletu to znači da samo mali broj insajdera likvidira svoje pozicije i u ovoj fazi prisvaja profit. Veći deo insajdera očekuje dalji rast tržišta i čeka svoj trenutak jer procenjuju da će tražnja outsajdera i dalje nadmašivati ponudu od strane insajdera. Sa druge strane, nošeni euforijom, outsajderi u sve većem broju dolaze na tržište jer žure da "...uđu u voz pre nego što napusti stanicu i ubrza" (Kindleberger and Aliber 2005, 31).

Objekti, to jest aktiva koja je bila predmet špekulacija varira od jedne do druge krize. To su bila primarna dobra iz uvoza od kojih se očekivalo da naprave prodajni bum, dobra koja su se proizvodila za izvoz na udaljena tržišta, domaće i inostrane vlasničke i dužničke HOV, devize, derivativi, zemljište, kuće, zgrade, stanovi, hoteli, šoping centri, umetnine itd. Kako Mekej (Charles Mackay) primećuje, ono što je karakteristika špekulativnih manija je da aktiva koja je predmet špekulacija postaje obožavana do sumanutosti:

"Čitave zajednice odjednom svu svoju pažnju usmere na jedan objekat i ulažu luđačke napore da dođe u njihov posed; milioni ljudi istovremeno bivaju zaludeni običnom obmanom i jure za njom sve dok njihovu pažnju ne okupira neka nova glupost koja je još zavodljivija od prethodne" (Mackay 1841, xv).

U ovoj fazi masovne histerije su ljudi zaludeni. Sve je veći broj njih koji žele da učestvuju u privrednoj ekspanziji, bez pravog razumevanja situacije. Zbog toga nije nimalo iznenađujuć procvat trgovaca kojima uspeva da na tržištu "prodaju maglu" kroz neodržive finansijske sheme. Najpoznatije sheme ovog tipa su lanac pisama (*chain letters*), piradimalne sheme (*pyramid schemes*) i Ponzi finansiranje (*Ponzi finance*). Lanac pisama je vrsta piradimalne sheme čiji je mehanizam da učesnik, kada primi pismo, pošalje, na primer, 20 evra čoveku koji se nalazi na vrhu piramide i da potom pošalje pismo sa istim sadržajem na pet adresa svojih prijatelja ili poznanika u roku od pet dana. Kako bi se učesnik stimulisao da ovo uradi obećava mu se da će na svaki evro investicije zaraditi pedeset.

Piradimalna shema se najčešće zasniva na podeli zarade između onih koji prodaju HOV, hranu ili kozmetiku sa onima koji su ih regrutovali da budu prodavci. Ponzi shema ili Ponzi finansiranje je invencija Čarlsa Ponzija, bostonskog prevaranta iz dvadesetih godina prošlog veka. Mehanizam se zasniva na obećanju izuzetno visokih mesečnih kamatnih stopa od 30, 40 ili 50% mesečno, pri čemu kreatori ovih shema tvrde da su otkrili način da zarađuju ogromne svote novca u kratkom roku. Suština je da se visoke kamatne stope plaćaju depozitarima na bazi novoprispelih depozita (Kindleberger and Aliber 2005). Kada nova ulaganja u shemu prestanu shema se ruši, a vlasnik sheme završi u zatvoru ili pobjegne u neku egzotičnu zemlju.²¹

²¹ *Historia magistra vitae est*. Da su Srbi bili bolji đaci i revnosno učili, možda ne bi masovno bili uvučeni u Ponzi sheme Dafiment banke srpske majke Dafine Milano-

Pošto su profesionalni špekulanti sa jedne i loše obavešteni špekulanti sa druge strane preplavili tržište, ono postaje nesposobno da efikasno kanališe sredstva od štediša ka preduzetnicima sa potencijalno produktivnim investicionim prilikama. Ovo stanje je samo kratkoročno održivo. U dužem vremenskom horizontu, nemogućnost finansijskih tržišta da efikasno funkcionišu neizbežno ima za posledicu oštru privrednu kontrakciju.

Takođe, ne treba zanemariti činjenicu da se prekomerno trgovanje na domaćem tržištu često proširi na inostrana putem različitih kanala. Rast cena dobara i/ili finansijskih instrumenata koji su predmet međunarodne trgovine na jednom tržištu će putem međunarodne arbitraže uticati na rast njihovih cena i na drugim tržištima. Zatim, porast dohotka u zemlji koja je u privrednoj ekspanziji utiče putem spoljnotrgovinskog multiplikatora na rast dohotka u zemljama koje su njeni značajni trgovinski partneri. Porast dohotka je dobra osnova za ulazak privrede u ekspanziju. Treći kanal su kapitalni tokovi jer kada inostrani kapital kupuje domaće HOV njihova cena raste isto kao što raste i vrednost domaće valute (Kindleberger and Aliber 2005). Na kraju, svakako ne treba izostaviti psihološki efekat gde pozitivna ili negativna poslovna očekivanja u jednoj zemlji, utiču na poslovna očekivanja investitora u drugim zemljama.

Kako se špekulativni uzlet nastavlja, cene, kamatne stope i brzina opticaja novca nastavljaju da rastu. Finansijski sistem se približava vrhuncu i ulazi u fazu finansijske nevolje.²²

Finansijska nevolja

U četvrtoj fazi sistem doživljava svoj vrhunac. Efekat pozitivne povratne sprege je iscrpljen. Do ovog trenutka se većina učesnika nalazila na strani kupovine. U ovoj fazi splašnjava žudnja autsajdera da kupe dok istovremeno raste žudnja insajdera da prodaju. Insajderi shvataju da je tržište na vrhuncu i da je vreme da se finansijska aktiva konvertuje u gotov novac. Ovu konverziju valja učiniti što pre jer, kao što smo pomenuli, ukoliko se odjednom svi nađu u ulozi prodavaca, tržište će kolabirati. Sprema se trenutak kada će učesnici početi da se guraju ko će pre da prođe kroz vrata pre nego što se zalupe. Kada

vić i Gazda Jezdinog Jugoskandika početkom 1990-ih. Opet, isto važi i za desetine hiljada Amerikanca koji su bili žrtve najveće Ponzi sheme u istoriji vredne oko 65 milijardi američkih dolara. Ova tvorevina (*Bernard L. Madoff Investment Securities LLC*) je bila čedo poznatog finansijskog trgovca Bernarda Mejdofa (*Bernard Madoff*). Zbog ove prevare, Mejdof je 2009. osuđen na 150 godina zatvora.

²² Finansijska nevolja je termin koji se koristi u korporativnim finansijama i odnosi se na firmu za koju postoji mogućnost da u nekom trenutku neće moći da izađe u susret svojim obavezama.

se zalupe, Đavo dolazi po svoje (*Devil take the hindmost*).²³ Većina insajdera postaje svesno da će trka za likvidnošću uskoro početi što će imati za posledicu strmoglav pad cena dobara i HOV. Insajderi kreću u prodaju. Pošto je sada više onih koji žele da prodaju nego onih koji žele da kupe, cene počinju da padaju. U ovoj fazi signal koji može ubrzati dolazak krize se može javiti u vidu bankrotstva neke značajne finansijske institucije ili korporacije, otkrića velike prevare ili objavljivanja nekog finansijskog skandala. Sistem ulazi u fazu dekređitiranja.

Dekreditiranje ili animozitet prema manje likvidnoj aktivi od gotovog novca

U ovoj fazi počinje prvi talas prodaje, cene padaju dok su bankroti sve učestaliji. Sistem je krenuo nizbrdo. Pad cena HOV i učestali bankroti čine da su učesnici svesni da u sistemu nema dovoljno novca koji će svima omogućiti da likvidiraju svoje pozicije. Preterano optimistička očekivanja su vodila tržište ka neodrživom vrhuncu. Sada, kada su tržišni učesnici postali svesni toga, rađaju se opet ekstremna osećanja, ali ovoga puta u suprotnom smeru. Veštački "naduvane" cene moraju da eksplodiraju. Banke i finansijski posrednici prestaju da odobravaju nove kredite jer se u ulozi kolateralala nalazi aktiva koja je manje likvidna od novca i koja iz trenutka u trenutak gubi na vrednosti.

Pošto je špekulativna aktivnost bila podržana značajnim nivoom duga, ova faza može voditi panici:

"Svojtveno je organizovanim investicionim tržištima, pod uticajem kupaca koji, uglavnom, nisu upućeni u ono što kupuju i špekulanata koji su više zainteresovani predviđanjem iduće promene raspoloženja tržišta nego razumnom procenom buduće dobiti od kapitalnih dobara da se, kada razočarenje zahvati tržište koje je preterano optimistički raspoloženo i na kome tražnja daleko prevazilazi ponudu, ono ruši iznenadnom pa čak i katastrofalnom snagom." (Keynes 1936, 342-344).

Ovo je vreme krize:

"Praksa mirnoće i nepokretnosti, sigurnosti i izvesnosti iznenada se raspada. Novi strahovi i nadanja će, bez upozorenja, preuzeti vlast nad ljudskim ponašanjem. Snage razočarenja mogu iznenada nametnuti novu konvencionalnu bazu za vrednovanje. Sve te ugodne, podesne tehnike napravljene za panel prostorije upravnog odbora i fino regulisana tržišta podložne su kolapsu. I sve vreme nejasni panični strahovi i podjednako nejasna i nerazumna nadanja u suštini nisu uljuljkani i leže odmah ispod površine" (Keynes 1937, 215).

²³ Fraza koja kaže da onima koji zaostaju neće biti pomognuto.

Na kraju ove faze se formira "negativan" mehur. Cene aktive koja je bila predmet špekulacija padaju najčešće između 80 i 99% u odnosu na vrhunac dostignut početkom faze finansijske nevolje. Takođe, tokom ove faze je uobičajeno da se panika proširi na bankarski sektor. To se najčešće dešava posle bankrota neke emitentne finansijske institucije ili velike korporacije. Ukoliko je, na primer, propala neka velika i moćna banka, depozitari ostalih banaka će se zabrinuti za svoja potraživanja. Ukoliko je propala neka velika korporacija za koju javnost zna da se obilno zaduživala kod jedne ili više banaka depozitari tih banaka će upasti u paniku. Sledi "juriš na banke" koji se sistemom širi poput kuge. Depozitari će u nedostatku pouzdanih informacija nasrnuti i na zdrave i likvidne banke, što, ukoliko ne dođe do intervencije centralne banke, izaziva domino efekat bankrota kroz bankarski sistem.

Na ovom mestu možemo izdvojiti još jednu veoma važnu karakteristiku špekulativnih epizoda koja se javlja pošto je tržište krahiralo. Pojedinci i/ili pojedinačne institucije koje su se eksponirale u špekulativnim radnjama će biti najviše kritikovane i neretko, sudski gonjene. Takođe, finansijske inovacije koje su bile predmet divljenja i oduševljenja tokom euforije će biti označene kao važan faktor koji je doprineo nestabilnosti sistema. Posledično će regulatorne vlasti doneti zakone kojima se ograničava upotreba ovih, prethodno poželjnih, finansijskih instrumenata (Galbraith 1994).

Jedino o čemu neće biti reči, kako Galbrejt ističe, je o samoj špekulaciji, to jest o preteranom optimizmu koji se nalazi u osnovi špekulativnog talasa: "Ništa nije očiglednije od ovoga: posle špekulativne epizode realnost će biti ignorisana" (Galbraith 1994, 22). Dva su razloga zbog čega je to tako. Prvi, javnost će svoj bes usmeriti na pojedince ili pojedinačne institucije kao glavne krivce, ali neće sebi priznati da su pohlepa, glupost, naivnost i posledično pogrešne odluke bile opšta karakteristika ponašanja agenata tokom euforičnog uzleta jer je to u kontradikciji sa opšteprihvaćenom predrasudom da finansijska zajednica nije sklona velikim greškama. Drugi razlog je akademske prirode i odnosi se na doktrinarno verovanje da su ljudi racionalni i da su tržišta nepogrešiva. Dakle, tržišta teže ravnotežnom stanju i ne postoje faktori inherentni sistemu čije delovanje ima za posledicu da su tržišta po prirodi nestabilna i da ravnoteža nije njihovo prirodno stanje. Stoga se uzroci kraha finansijskog tržišta nalaze u eksternom okruženju ili u praksama (mere državne ekonomske politike) koje su ometale normalno funkcionisanje tržišta.

Zaključna razmatranja

Ono što sve nas koji se bavimo ovom temom zanima je kada će, gde i da li će doći ponovo do neodrživog uspona finansijskih tržišta? Na prvo i drugo pitanje odgovor ne znamo. Odgovor na treće pitanje je potvrđan ukoliko izosta-

ne čvrsta regulacija finansijskog sektora u bliskoj budućnosti. Tri su razloga zašto mislimo da će se, bez sveobuhvatne regulatorne reforme, pre ili kasnije, desiti špekulativni uzlet u nekom delu sveta ili na nivou celog sveta. Pod jedan, finansijsko pamćenje je ekstremno kratko, što ima za posledicu da se finansijski slom vrlo brzo zaboravi (Galbraith 1994). Kada se u nekom kratkom ili srednjem roku nakon finansijskog sloma ponovo stvore uslovi za neodrživi uspon izostaće oprez: "Postoji veoma malo polja ljudskog angažovanja u kojima je istorija toliko malo važna kao što je u svetu finansija." (Galbraith 1994, 13). Na drugom mestu, kao što smo videli, finansijska tržišta su inherentno nestabilna zbog svog ustrojstva – to su samoispunjavajući sistemi. Na trećem mestu su psihološke karakteristike ljudi: "...špekulacije se nikada ne menjaju jer se ne menja ljudska priroda." (Chancellor 2000, 57). Čoveku je sopstveni interes na prvom mestu i veoma mu je važan uspeh u materijalnom smislu. Ne manje važno, čovek ima averziju prema gubitku, teži da imitira druge učesnike, sklon je kockanju i utapanju u masu. Čovek je periodično nošen svojim nadanjima i strahovima i na taj način strahovi i nadanja, s vremena na vreme, od 17. veka pa sve do danas, preuzimaju vlast nad finansijskim tržištima.

Mark Tven je lepo primetio: "Prošlost se ne ponavlja, ali se rimuje." Moгуće je izdvojiti određene karakteristike koje su istorijski bile zajedničke svim špekulativnim epizodama. Oni koji nauče ove lekcije će u doba preteranog optimizma i javljanja investicionih prilika koje će, po mišljenju javnosti, svima doneti bogatstvo i promeniti svet, biti oprezni i neće ući u vrtlog špekulacija. U vrtlogu špekulacija gube oni koji su naivni, pohlepni i loše informisani, ali neretko i oni koji destabilizuju tržište u cilju prisvajanja ekstraprofita. Sujeta, averzija prema gubitku, preterano samopouzdanje i pohlepa često suviše dugo drže "jahače" u igri "...Šnipsnap', 'Crnog Petra' i 'Muzičke stolice' ..."

Literatura

- Barlevy, Gadi. 2007. Economic Theory and Asset Bubbles. *Economic Perspectives*, Q III: 44-59.
- Bernstein, L. Peter. 1998. *Against the Gods. The Remarkable Story of Risk*. New York: John Wiley & Sons, Inc.
- Chancellor, Edward. 2000. *Devil Take the Hindmost: A History of Financial Speculation*. New York: A Plume Book.
- Davidson, Paul. 2002. *Financial Markets, Money and the Real World*. Cheltenham, UK and Northampton, USA: Edward Elgar Publishing Limited.
- Fama, Eugen. 1965. Random Walks in Stock Market Prices. *Financial Analysts Journal*, September–October: 55-59.
- Fama, Eugen. 1970. Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work. *Journal of Finance*, 25 (1): 383-417.
- Galbraith, John K. 1987. *Ekonomija u perspektivi. Krićka povijest*. Zagreb: Mate d.o.o., 1995.

- Galbraith, John K. 1994. *A Short History of Financial Euphoria*. New York: Penguin Books.
- Keynes, John, M. 1921. *A Treatise on Probability*. London: Macmillan and Co., Limited, 1952.
- Keynes, John, M. 1936. *Opšta teorija zaposlenosti, kamate i novca*. Beograd: Kultura, 1956.
- Keynes, John M. 1937. The General Theory of Employment: Summary. *Quarterly Journal of Economics*, February: 209-23.
- Kindleberger, Charles P. 1996. *Manias, Panics and Crashes: A History of Financial Crises*. 3rd ed. New York: John Wiley & Sons, Inc.
- Kindleberger, Charles P., and Robert Z. Aliber. 2005. *Manias, Panics and Crashes: A History of Financial Crises*. 5th ed. New York: John Wiley & Sons, Inc.
- Lim Mah-Hui, Michael. 2008. Old Wine in a New Bottle: Subprime Mortgage Crisis – Causes and Consequences. The Levy Economics Institute of Bard College, Working Paper No. 532.
- Mackay, Charles. 1841. *Extraordinary Popular Delusions and The Madness of Crowds*, Hertfordshire: Wordsworth Reference, 1995.
- Minsky, Hyman P. 1975. *John Maynard Keynes*. New York: The McGraw-Hill, 2008.
- Minsky, Hyman P. 1986. *Stabilizing an Unstable Economy*. New York: The McGraw-Hill, 2008.
- Minsky, Hyman P. 1992. Financial Instability Hypothesis. The Jerome Levy Economics Institute of Bard College, Working Paper No. 74.
- Radonjić, Ognjen. 2009. *Finansijska tržišta: rizik, neizvesnost i uslovna stabilnost*. Beograd: Službeni glasnik.
- Radonjić, Ognjen., and Srdjan Kokotović. 2012. *The Second Decade of Transition in Emerging Europe: The Age of Capital Inflows, Macroeconomic Imbalances and Financial Fragility*. Beograd: Filozofski fakultet.
- Shleifer, Andrei. 2000. *Inefficient Markets: An Introduction to Behavioral Finance*. USA: Oxford University Press.
- Shiller, Robert J. 2001. "Bubbles, Human Judgment and Expert Opinion." Cowles Foundation Discussion Paper No. 1303.
- Soros, George. 2003. *The Alchemy of Finance*. New York: John Wiley & Sons, Inc.
- Whalen, Charles J. 2007. The U.S. Credit Crunch of 2007. The Levy Economics Institute of Bard College, Public Policy Brief No. 92.
- Wray, Randall L. 2007. Lessons from the Subprime Meltdown. The Levy Economics Institute of Bard College, Working Paper No. 522.

Izvori

- Federal Reserve Bank of St. Louis, Dostupno na: <http://research.stlouisfed.org/fred2/graph/?g=j14>
- International Monetary Fund, World Economic Outlook Database, Dostupno na: <http://www.imf.org>
- Lowrisk, Dostupno na: <http://www.lowrisk.com>
- The Economic Times, Dostupno na: <http://economictimes.indiatimes.com/>

Ognjen Radonjić

Department of Sociology
Faculty of Philosophy, University of Belgrade

The Iron Law of Financial Markets: Self-fulfilling Prophecies and Speculative Booms and Busts

This paper discusses the factors which, in the absence of strong financial regulation, sustain the Iron Law of the Financial Markets asserting that speculative booms and busts occur more or less regularly from 17 century to the present. The first factor is that financial markets are self-fulfilling system. The second is that human nature does not change and is based on egoism, materialism, loss aversion, exaggerated hopes and fears, emulation, propensity to gamble, herd behavior and so on. Lastly, there is the extreme brevity of the financial memory. In order to enable economic authorities and/or individuals to detect timely that the unsustainable boom is under the way, we have identified the common features of historically recorded speculative episodes. Stages through which the system passes on its way from unsustainable rise to inevitable fall are: displacement, boom, overtrading, financial distress and discredit or revulsion.

Key words: speculation, speculative bubble, self-fulfilling prophecies, insiders, outsiders, mass psychology

La loi de fer des marchés financiers: prophéties autoréalisatrices et ascensions et chutes spéculatives

Dans cet article sont analysés les facteurs en raison desquels, dans l'absence de régulation ferme, la loi de fer des marchés financiers résulte par des ascensions et chutes spéculatives qui apparaissent plus ou moins régulièrement depuis le XVII^e siècle jusqu'à nos jours. Le premier facteur consiste dans le fait que les marchés financiers constituent un système autoréalisateur. Le deuxième n'est autre que l'inaltérable nature humaine basée sur l'égoïsme, le matérialisme, l'aversion envers la perte, les espérances et les peurs exagérées, l'imitation des autres, le penchant pour les jeux de hasard, le risque de tomber sous l'influence de la psychologie des masses, etc. À la fin est évoquée la très grande brièveté de mémoire financière. Pour que les autorités économiques et/ou les particuliers soient en mesure de découvrir à temps que l'ascension non durable est en cours, nous avons défini les traits communs des

épisodes spéculatifs notés dans l'histoire. Les phases à travers lesquelles passe le système depuis son ascension non durable jusqu'à sa chute inéluctable sont: remaniement, boom, commerce excessif ou surchauffe, ennui financier ou animosité à l'égard d'un actif moins liquide que l'argent.

Mots clés: spéculations, bulle spéculative, prophéties autoréalisatrices, insiders, outsiders, psychologie de masse

Primljeno / Received: 16.10.2013.

Prihvaćeno / Accepted for publication: 26.10.2013.