

Ana Odorović, master\*

Nicola Gennaioli, Andrei Shleifer, *A Crisis of Beliefs: Investor Psychology and Financial Fragility*, Princeton University Press, Princeton 2018, 252.

Deceniju posle propasti Liman bradersa (*Lehman Brothers*), koja je najavila globalnu finansijsku krizu, svetska privreda uveliko beleži pozitivne stope rasta. Nakon više stotina hiljada naučnih radova koji su se bavili tim fenomenom<sup>1</sup>, mnogi će se složiti da je došao trenutak da se najvažniji nalazi o uzrocima i efektima globalne finansijske krize sistematizuju i pretoče u stranice monografija i udžbenika iz finansija i drugih srodnih disciplina. To je trenutak kada po prirodi stvari interesovanje za određeni fenomen u akademskoj javnosti jenjava, posebno među vodećim istraživačima koji žure da objasne nove pojave, koje u svetu finansija ne zaostaju za najnovijim tehnološkim potresima. Danas verovatno i prosečno informisan čitalac dnevne štampe, makar u SAD i Zapadnoj Evropi, može da pojmi najvažnije karike u lancu svetske finansijske krize: mehur na tržištu nekretnina, visokorizični hipotekarni krediti (*subprime mortgages*), sekuritizacija, veliki leveridž banaka i drugih finansijskih institucija i, konačno, moralni hazard oličeni u sloganu „previše veliki da bi propali“ (*Too big to fail*).

U trenutku kada se ponovno interesovanje za ovu temu čini zakašnelo, Nikola Đenajoli (Nicola Gennaioli) i Andrej Šlajfer (Andrei Shleifer) vraćaju pitanje predvidljivosti finansijske krize u žižu svog istraživanja. Njihova namera je da ponude novo teorijsko objašnjenje za činjenicu da je kriza, uprkos mnogim pokazateljima koji su je najavljivali, uspela da iznenadi investitore, finansijske institucije i regulatore. Osnovna nit koja povezuje sve delove knjige jeste teorija dijagnostičkih očekivanja, zasnovana na doprinosima u oblasti biheviorističke ekonomije, koja objašnjava zašto ljudi prave predvidljive greške u rasuđivanju. Zanimlji-

---

\* Autorka je asistent na Pravnom fakultetu Univerziteta u Beogradu, [ana.odorovic@ius.bg.ac.rs](mailto:ana.odorovic@ius.bg.ac.rs).

<sup>1</sup> Kao rezultat pretrage na *Google scholar* unošenjem reči „*financial crisis*“, dostupno je 596.000 naučnih radova.

vo je da autori koriste teoriju očekivanja da objasne celokupan kreditni ciklus: od toga kako je nastao mehur na tržištu nekretnina i zašto su tržišni učesnici precenjivali vrednost finansijskih instrumenata čija su bazna aktiva bili hipotekarni krediti, do toga zašto je baš pad Liman bradersa pokrenuo deflatorsnu spiralu koja je imala nesrazmerno velike efekte na privredu u celini.

Na samom početku, autori opisuju događaje i ponašanje tržišnih učesnika koji su izazvali globalnu finansijsku krizu i njene dalekosežne posledice. Iz metodoloških razloga, pravi se distinkcija između dva perioda. U prvom periodu, koji je trajao od 2000. godine do leta 2007. godine, cene na tržištu nekretnina su rasle, uz simultano omasovljavanje hipotekarnih kredita i proces sekuritizacije<sup>2</sup>. U drugom periodu, cene nekretnina počinju sporo i postepeno da padaju, uz prve naznake da finansijske institucije imaju problem kratkoročnog finansiranja, čega su tržišni učesnici najzad postali svesni tek propašću Liman bradersa, koje se neretko uzima kao okidač finansijske krize. Tom hronološkom distinkcijom autori najavljuju dva nalaza koja predstavljaju početne premise teorijskih razmatranja u narednim poglavljima.

Prvi nalaz se odnosi na očekivanja domaćinstava, finansijskih institucija i investitora koja su održavala rast cena nekretnina, hipotekarnih kredita i cena finansijskih instrumenata koji su se na njima zasnivali.<sup>3</sup> Oslanjajući se na veliki broj izvora, pre svega ankete, studije i javna saopštenja, autori nastoje da pokažu da je mehur nastao kao posledica toga što su različiti učesnici na tržištu sistematski precenjivali mogući rast cena nekretnina u budućnosti. U prilog tome da su i banke delile neopravdan optimizam tržišta, govori činjenica da su u svojoj aktivni zadržale veliki broj finansijskih instrumenata nastalih u procesu sekuritizacije i da su obezbeđivale garancije za druge tržišne učesnike koji su bili kupci tih instrumenata.<sup>4</sup>

Drugi nalaz se odnosi na očekivanja tržišnih učesnika u trenutku kada je mehur na tržištu nekretnina „probušen“ u leto 2007. godine. Autori nastoje da objasne zašto je reakcija tržišta dugo izostala iako je postalo jasno da su hipotekarne hartije od vrednosti rizičnije zbog manje vrednosti kolateralna. Pozivanjem na finansijske prognoze, kreditne rejtinge nezavisnih agencija i činjenicu da su neposredno pre krize finansijske institucije obilatno isplaćivale dividende, autori žele da pokažu da su tržišni učesnici potcenjivali izloženost banaka i drugih finansijskih institucija

---

<sup>2</sup> Sekuritizacija je proces u kome se slabo prenosiva potraživanja iz više različitih ugovora (na primer, ugovora u kreditu) pretvaraju u hartije od vrednosti, sa ciljem diverzifikacije rizika i obezbeđivanja veće likvidnosti.

<sup>3</sup> Hipotekarne hartije od vrednosti (eng. *Mortgage-backed-securities*).

<sup>4</sup> Ti finansijski posrednici se često označavaju kao „banke u senci“ (eng. *Structured-investment-vehicles*).

tom riziku i da su posebno zanemarivali sistematski rizik koje je nastao kao posledica njihove velike međuzavisnosti. Državna intervencija u vidu obezbeđivanja kratkoročne likvidnosti i spasavanja prve institucije kojoj je pretio bankrot (*Bear Stearns*) samo je uljuljkala uverenja investitora u stabilnost finansijskog sistema.

Može se učiniti da su ova dva nalaza gotovo tautološka budući da samo pokazuju da je postojao sklad između iskazanih i otkrivenih preferencija učesnika na tržištu. Međutim, autori smatraju da oni indirektno opovrgavaju dve vodeće teorije o uzroku finansijske krize i da stoga postoji potreba da se formuliše nova. Oni najpre osporavaju teoriju moralnog hazarda, prema kojoj je do krize došlo usled toga što su finansijske institucije, oslanjajući se na mogućnost da će ih država finansijski izbačiti, svesno preuzimale prekomeran rizik. Autori smatraju da se, u meri u kojoj su pokazali da finansijske institucije nisu imale superiorne informacije o visini rizika u odnosu na druge učesnike na tržištu niti su uspele da izbegnu svoj udeo u gubicima, ne može govoriti o njihovoj svesnoj nameri da troškove svog ponašanja prevale na poreske obveznike.

Autori zatim dovode u pitanje objašnjenje krize koje se zasniva na teoriji „juriša na banke“ (eng. *Bank run models*). U osnovi, ta teorija predviđa da, kada postoji mali nagoveštaj da određena finansijska institucija ima problem likvidnosti, veliki broj njenih poverilaca, poput vlasnika depozita, želi istovremeno da povrati svoja sredstva. Budući da finansijska institucija ne može u kratkom roku da obezbedi veliku likvidnost dugoročnih plasmana, prinuđena je da svoju imovinu prodaje „u besce-nje“ (eng. *fire sales*). U meri u kojoj su najčešći kupci njene aktive druge finansijske institucije koje se takođe suočavaju sa problemom likvidnosti, vrednost aktive se dalje obezvređuje, a krajnja posledica može da bude insolventnost. Iako autori ne osporavaju da se takav scenario obistinio uoči izbijanja krize, naglašavaju da on nije bio nepredvidljiv, kako se to često smatra, i da su iskrivljena očekivanja tržišnih učesnika doprinela da fragilnost finansijskog sistema bude dugo zanemarena. Drugim rečima, kriza nije bila rezultat neočekivanog „juriša na banke“ već sistemskih grešaka u rasuđivanju tržišnih učesnika koji su spoznali rizik isuviše kasno, što je odgodilo smanjivanje leveridža i prouzrokovalo prodaju imovine „preko noći“.

Ako za trenutak pretpostavi da je tačna teza autora da ponašanje tržišnih učesnika odstupa od racionalnog modela, čitalac će se verovatno zapitati kakva je vrednost takvog nalaza. Da li nas to samo udaljava od predviđanja nove krize i kreiranja adekvatnog regulatornog okvira koji bi predupredio okolnosti koje dovode do njenog nastupanja? Pre nego što objasne svoju teorijsku alternativu racionalnim očekivanjima, koju su nazvali dijagnostička očekivanja, autori predstavljaju svoj model nastanka krize koji se zasniva na pretpostavci „zanemarenog rizika“. Taj model treba da objasni zašto u uslovima kada učesnici na tržištu, investitori i

finansijske institucije potcenjuju rizik neizvršenja finansijska kriza može da nastupi nezavisno od situacija koje su opisane modelima moralnog hazarda i juriša na banke. U njihovom modelu privredni subjekti su investitori koji su zainteresovani za sigurne finansijske instrumente i finansijski posrednici, investicione banke, koje kupuju hipotekarne kredite na tržištu i jedan deo svog portfolija transformišu u hipotekarne hartije od vrednosti u procesu sekuritizacije, a drugi deo, koji čine rizičnija potraživanja, zadržavaju u sopstvenoj aktivi kao opšte obezbeđenje svih poverilaca. Prva intuitivna posledica koju model predviđa jeste da u uslovima potcenjenog rizika dolazi do prekomernog izdavanja hipotekarnih hartija od vrednosti, budući da veći deo portfolija zadovoljava prag rizika investitora. Sama činjenica da je došlo do neefikasne alokacije rizika, odnosno da su investitori zapravo izloženi riziku preko željenog praga, dovodi do toga da, jednom kada ga postanu svesni, žele da prodaju svoje hartije od vrednosti, što u uslovima male likvidnosti izdavaoca stvara veliki pritisak koji obara cene tih instrumenata. Autori naglašavaju da njihova cena često pada ispod realne vrednosti, što može da prouzrokuje insolventnost finansijskih posrednika. Model takođe predviđa da se u uslovima velike tražnje za hipotekarnim hartijama od vrednosti, usled potcenjenog rizika, hipotekarni krediti odobravaju korisnicima niskog kreditnog rejtinga. Konačno, prekomerno plasiranje kredita ima za posledicu malu likvidnost banaka koja, u trenutku kada tržište spozna stvarni rizik nenaplativosti kredita, ubrzava prodaju imovine na sekundarnom tržištu, što dalje dovodi u pitanje njihovu solventnost.

Budući da pogrešna percepcija rizika zauzima centralno mesto u opisanom modelu finansijske krize, autori u narednom poglavlju nude pregled empirijskih istraživanja koja pokazuju da očekivanja tržišnih učesnika opovrgavaju hipotezu racionalnih očekivanja. Cilj tih istraživanja je da objasne da su greške u predviđanju kretanja na finansijskom tržištu ne samo sistematske, već i da se mogu predvideti na osnovu informacija koje su postojale u trenutku kada su ta očekivanja formirana. Greške se javljaju kao posledica ekstrapolacije – procesa koji podrazumeva da investitori, finansijske institucije, analitičari i menadžeri formiraju svoja očekivanja budućih kretanja na tržištu na osnovu kretanja u neposrednoj prošlosti. Posledica ekstrapolativnih očekivanja je preterani optimizam u dobrim vremenima, odnosno preterani pesimizam u lošim i uopšte preterana reakcija tržišta na finansijske vesti bilo koje vrste. Autori veliku pažnju posvećuju nalazima anketa, odnosno iznose mišljenje da one imaju važnu analitičku vrednost u predviđanju finansijskih kriza. Istraživanja na koja se pozivaju najpre pokazuju da su očekivanja tržišnih učesnika iskazana u anketama konzistentna sa njihovim finansijskim odlukama. Osim toga, rezultati anketa potvrđuju hipotezu o ekstrapolativnim očekivanjima. Konačno, postoji visoka korelacija između snažno pozitivnih očekivanja iskazanih u anketama i nižih prinosa u narednom periodu, kao

posledica precenjivanja vrednosti finansijskih instrumenata. Sa nešto manje kredibilitnosti autori nastoje da objasne sličnu uzročno-posledičnu vezu na tržištu kredita i dužničkih hartija od vrednosti. Preterani optimizam tržišta, iskazan u prinosima akcija banaka i drugih kreditnih institucija, podstiče veliku ekspanziju kredita koja, naročito kada su u pitanju visokorizični krediti, izaziva nastupanje krize i recesije. Oslanjajući se na empirijska istraživanja koja koriste duge vremenske serije, u tom delu knjige autori žele da pokažu da vrednost njihovog nalaza prevazilazi razmatranja situacije iz 2008. godine.

Pre nego što obrazlože sveobuhvatnu teoriju kreditnih ciklusa kao krajnji cilj svog istraživačkog poduhvata, Đenajoli i Šlajfer se osvrću na psihološki mehanizam koji objašnjava iskrivljena očekivanja. Kao polaznu osnovu svog modela koriste doprinose u oblasti biheviorističke ekonomije, posebno Kanemana i Tverskog, koji su prvi ukazali na pristranost rasuđivanja, koju su nazvali reprezentativnošću. Ona podrazumeva da pojedinci procenjuju verovatnoću na osnovu sličnosti sa nekom karakteristikom ili događajem koji mogu lako da prizovu. Reprezentativnost utiče na očekivanja tako što menja percepciju verovatnoće – reprezentativne tipove je lakše prizvati i zato se precenjuje njihova učestalost u populaciji. U kontekstu finansijskih tržišta, informacija koja menja verovatnoću nekog ishoda, kao što je, na primer, rast cena nekretnina ili finansijskih instrumenata u neposrednoj prošlosti, postaje reprezentativna, zbog čega tržišni učesnici imaju sklonost da precenjuju potencijalni rast cena u budućnosti. Na osnovu tih nalaza, Đenajoli i Šlajfer su stvorili model dijagnostičkih očekivanja koji se zasniva na zanemarivanju rizika i ekstrapolaciji informacija na finansijskim tržištima. Model pretpostavlja da informacija koja je reprezentativna utiče na to da privredni subjekti pristrasno percipiraju raspodelu verovatnoće, što se odnosi i na njenu srednju vrednost i na njenu varijansu. Distinkcija između ta dva elementa raspodele verovatnoće je, prema mišljenju autora, važna jer se promene srednje vrednosti vezuju za ekstrapolaciju, a promena varijanse za zanemarivanje rizika. Period pre krize u kome su porasle cene nekretnina i u kome je došlo do ekspanzije hipotekarnih kredita i hipotekarnih hartija od vrednosti autori objašnjavaju procesom ekstrapolacije dobrih rezultata iz prošlosti, koji su istovremeno uticali na rast očekivane vrednosti prinosa i učinili loše rezultate manje reprezentativnim, što je uticalo na potcenjivanje rizika. Interesantno je da u periodu nakon što su cene na tržištu nekretnina počele da padaju u leto 2007. godine do propasti Liman bradersa, reakcija tržišta nije bila dramatična, osim što je usporeno izdavanje hipotekarnih hartija od vrednosti. Autori smatraju da je to posledica promene očekivane vrednosti prinosa na te instrumente, ali ne i varijanse, budući da je proces sekuritizacije ulivao sigurnost da finansijske institucije nisu izložene prekomernom riziku. Upravo je propast Liman bradersa uticala na to da tržišni učesnici revidiraju svoju percepciju varijanse pri-

nosa, pošto je propast jedne važne finansijske institucije taj rizik učinila reprezentativnim. Pošto proces ekstrapolacije deluje i u odnosu na negativne vesti, reakcija tržišta koja je usledila rezultat je precenjenog rizika, odnosno prekomernog pesimizma.

Poslednji deo knjige posvećen kreditnim ciklusima na analitičkom planu ne donosi ništa novo, osim što inkorporira sve prethodne nalaze u makroekonomski model u kome se ciklusi ekspanzije i kontrakcije kredita smenjuju kao posledica promene u dijagnostičkim očekivanjima. Najvažnija razlika u odnosu na model racionalnih očekivanja je to što tržišni učesnici prekomerno reaguju na dostupne informacije, što uzrokuje snažnu ekspanziju rizičnih kredita, kao posledicu dobrih vesti, i snažnu kontrakciju, kao posledicu loših vesti, uz visoko kolebanje prinosa. Osim rizičnih kredita, modelom je predviđen sličan obrazac kretanja kreditnog raspona između visokorizičnih i niskorizičnih finansijskih instrumenata kao i investicija u realnoj privredi.

Prvi utisak čitaoca o knjizi jeste njena pažljivo osmišljena struktura, u kojoj svako poglavlje daje odgovor na specifično pitanje, iako čitalac ni u jednom trenutku ne gubi iz vida koje je njegovo mesto u argumentaciji zašto su dijagnostička očekivanja najvažniji, ako ne i jedini pokretač kreditnih ciklusa. Iako se pitanja smenjuju, pomalo zamara da se iza zahtevnih, često formalnih modela, krije gotovo identično objašnjenje. To već ukazuje na osnovnu slabost knjige, a to je da je želja za generalizacijom jedne teze odnela prevagu nad naučnom temeljnošću. Tako autori, čini se sasvim neutemeljeno, pretpostavljaju da su očekivanja svih tržišnih učesnika uvek i svugde ista – da nema razlike u percepciji tržišnih prilika između domaćinstava, investitora, menadžera, analitičara, finansijskih institucija i regulatora. Zatim, u odgovoru na mnoga pitanja autori stavljaju znak jednakosti između tržišta zajmovnog kapitala i ostalih finansijskih tržišta, na kojima, iako su snažno povezana, važe nešto drugačija pravila igre. Autori takođe pretenduju da ponude univerzalnu teoriju o tome kako nastaju finansijske krize, iako okolnosti drugih istorijskih primera kriza jasno ukazuju na njenu ograničenu eksplanatornu moć, posebno imajući u vidu finansijske inovacije koje su omogućile da izlaganje finansijskih institucija riziku bude izvan dometa regulatora.

Nije jasno zašto autori toliko potenciraju vrednost anketa, koje, osim uobičajenih kritika, imaju naročito ograničenu vrednost na finansijskim tržištima, na kojima je svako obelodanjivanje stvarnih namera vrlo upitno, bilo da je reč o preduzećima koja trguju hartijama od vrednosti za koje bi to značilo manji prinos ili o kreditnim institucijama koje javnim iskazivanjem svojih bojazni mogu samo da ubrzaju svoju propast. Konačno, finansijski analitičari svoje izveštaje čine javnim tek onda kada su ih prodali licima koja na osnovu njih trguju, a do tada su cene finansijskih instrumenata već usklađene sa njihovim nalazima. S tim u vezi,

vrlo je neubedljiva teza da činjenica da su banke delile očekivanja drugih tržišnih učesnika isključuje mogućnost moralnog hazarda. Jedan važan aspekt te analize koji je neopravdano zanemaren jesu eksterni efekti koje potencijalna propast kreditne institucije stvara za privredu u celini, a koje postojeći regulatorni okvir nije internalizovao. Čak i ako se pretpostavi da očekivanja iskazana putem anketa mogu da predvide nastupanje krize, da bi do toga došlo, potrebno je da veliki broj tržišnih učesnika u isto vreme nastoji da proda određene finansijske instrumente, što implicira, makar delimično, teorijsko objašnjenje teorije „juriša na banke“. I teoriji ekstrapolativnih očekivanja se može uputiti nekoliko reči kritike. Kao što autori i sami zapažaju u poslednjem poglavlju, ključno pitanje je kako odrediti do koje granice je reakcija tržišta zasnovana na fundamentalnoj vrednosti finansijskih instrumenata, odnosno informacijama o njihovoj promeni, a kada se ona pretvara u prekomerni optimizam ili pesimizam. Zbog nepostojanja jasnog metoda kojim se pravi pomenuta distinkcija, teorija dijagnostičkih očekivanja ima malu vrednost u sprečavanju novih kriza. Konačno, empirijska istraživanja na koja se autori oslanjaju mahom se zasnivaju na korelacijama, što pojedine nalaze o dokaznim uzročno-posledičnim vezama čini pomalo „nategnutim“. Uprkos opisanim nedostacima koji proizilaze iz prevelike ambicije autora, osnovna ideja je vrlo zanimljiva i nudi inovativno objašnjenje za tri različita perioda koja su imala specifičnu ulogu u nastupanju globalne finansijske krize. Ovo nije knjiga namenjena neakademskej publici, a stručna javnost će je verovatno lepo primiti – povezuje toliko različitih oblasti da iz nje svako može nešto da nauči.