

Ана Одоровић, мастер\*

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

Деценију после пропасти Лиман брадерса (*Lehman Brothers*), која је најавила глобалну финансијску кризу, светска привреда увелико бележи позитивне стопе раста. Након више стотина хиљада научних радова који су се бавили тим феноменом<sup>1</sup>, многи ће се сложити да је дошао тренутак да се најважнији налази о узроцима и ефектима глобалне финансијске кризе систематизују и преточе у странице монографија и уџбеника из финансија и других сродних дисциплина. То је тренутак када по природи ствари интересовање за одређени феномен у академској јавности јењава, посебно међу водећим истраживачима који журе да објасне нове појаве, које у свету финансија не заостају за најновијим технолошким потресима. Данас вероватно и просечно информисан читалац дневне штампе, макар у САД и Западној Европи, може да појми најважније карике у ланцу светске финансијске кризе: мехур на тржишту некретнина, високоризични хипотекарни кредити (*subprime mortgages*), секуритизација, велики левериџ банака и других финансијских институција и, коначно, морални хазард оличен у слогану „превише велики да би пропали“ (*Too big to fail*).

У тренутку када се поновно интересовање за ову тему чини закаснело, Никола Ђенајоли (Nicola Gennaioli) и Андреј Шлајфер (Andrei Shleifer) враћају питање предвидљивости финансијске кризе у жижу свог истраживања. Њихова намера је да понуде ново теоријско објашњење за чињеницу да је криза, упркос многим показатељима који су је најављивали, успела да изненади инвеститоре, финансијске институције и регулаторе. Основна нит која повезује све делове

---

\* Ауторка је асистент на Правном факултету Универзитета у Београду, [ana.odorovic@ius.bg.ac.rs](mailto:ana.odorovic@ius.bg.ac.rs).

<sup>1</sup> Као резултат претраге на *Google scholar* уношењем речи „*financial crisis*“, доступно је 596.000 научних радова.

књиге јесте теорија дијагностичких очекивања, заснована на доприносима у области бихевиористичке економије, која објашњава зашто људи праве предвидљиве грешке у расуђивању. Занимљиво је да аутори користе теорију очекивања да објасне целокупан кредитни циклус: од тога како је настао мехур на тржишту некретнина и зашто су тржишни учесници прецењивали вредност финансијских инструмената чија су базна актива били хипотекарни кредити, до тога зашто је баш пад Лиман брадерса покренуо дефлаторну спиралу која је имала несразмерно велике ефекте на привреду у целини.

На самом почетку, аутори описују догађаје и понашање тржишних учесника који су изазвали глобалну финансијску кризу и њене далекосежне последице. Из методолошких разлога, прави се дистинкција између два периода. У првом периоду, који је трајао од 2000. године до лета 2007. године, цене на тржишту некретнина су расле, уз симултано омасовљавање хипотекарних кредита и процес секуритизације<sup>2</sup>. У другом периоду, цене некретнина почињу споро и постепено да падају, уз прве назнаке да финансијске институције имају проблем краткорочног финансирања, чега су тржишни учесници најзад постали свесни тек пропашћу Лиман брадерса, које се неретко узима као окидач финансијске кризе. Том хронолошком дистинкцијом аутори најављују два налаза која представљају почетне премисе теоријских разматрања у наредним поглављима.

Први налаз се односи на очекивања домаћинстава, финансијских институција и инвеститора која су одржавала раст цена некретнина, хипотекарних кредита и цена финансијских инструмената који су се на њима заснивали.<sup>3</sup> Ослањајући се на велики број извора, пре свега анкете, студије и јавна саопштења, аутори настоје да покажу да је мехур настао као последица тога што су различити учесници на тржишту систематски прецењивали могући раст цена некретнина у будућности. У прилог томе да су и банке делиле неоправдан оптимизам тржишта, говори чињеница да су у својој активи задржале велики број финансијских инструмената насталих у процесу секуритизације и да су обезбеђивале гаранције за друге тржишне учеснике који су били купци тих инструмената.<sup>4</sup>

Други налаз се односи на очекивања тржишних учесника у тренутку када је мехур на тржишту некретнина „пробушен“ у лето 2007. године. Аутори настоје да објасне зашто је реакција тржишта

<sup>2</sup> Секуритизација је процес у коме се слабо преносива потраживања из више различитих уговора (на пример, уговора у кредиту) претварају у хартије од вредности, са циљем диверзификације ризика и обезбеђивања веће ликвидности.

<sup>3</sup> Хипотекарне хартије од вредности (енг. *Mortgage-backed-securities*).

<sup>4</sup> Ти финансијски посредници се често означавају као „банке у сенци“ (енг. *Structured-investment-vehicles*).

дуго изостала иако је постало јасно да су хипотекарне хартије од вредности ризичније због мање вредности колатерала. Позивањем на финансијске прогнозе, кредитне рејтинге независних агенција и чињеницу да су непосредно пре кризе финансијске институције обилато исплаћивале дивиденде, аутори желе да покажу да су тржишни учесници потцењивали изложеност банака и других финансијских институција том ризику и да су посебно занемаривали систематски ризик које је настао као последица њихове велике међузависности. Државна интервенција у виду обезбеђивања краткорочне ликвидности и спасавања прве институције којој је претио банкрот (*Bear Stearns*) само је уљуљкала уверења инвеститора у стабилност финансијског система.

Може се учинити да су ова два налаза готово таутолошка будући да само показују да је постојао склад између исказаних и откривених преференција учесника на тржишту. Међутим, аутори сматрају да они индиректно оповргавају две водеће теорије о узроку финансијске кризе и да стога постоји потреба да се формулише нова. Они најпре оспоравају теорију моралног хазарда, према којој је до кризе дошло услед тога што су финансијске институције, ослањајући се на могућност да ће их држава финансијски избавити, свесно презимале прекомеран ризик. Аутори сматрају да се, у мери у којој су показали да финансијске институције нису имале супериорне информације о висини ризика у односу на друге учеснике на тржишту нити су успеле да избегну свој удео у губицима, не може говорити о њиховој свесној намери да трошкове свог понашања превале на пореске обвезнике.

Аутори затим доводе у питање објашњење кризе које се заснива на теорији „јуриша на банке“ (енг. *Bank run models*). У основи, та теорија предвиђа да, када постоји мали наговештај да одређена финансијска институција има проблем ликвидности, велики број њених поверилаца, попут власника депозита, жели истовремено да поврати своја средства. Будући да финансијска институција не може у кратком року да обезбеди велику ликвидност дугорочних пласмана, принуђена је да своју имовину продаје „у бесцење“ (енг. *fire sales*). У мери у којој су најчешћи купци њене активе друге финансијске институције које се такође суочавају са проблемом ликвидности, вредност активе се даље обезвређује, а крајња последица може да буде инсолвентност. Иако аутори не оспоравају да се такав сценарио обистинио уочи избијања кризе, наглашавају да он није био непредвидљив, како се то често сматра, и да су искривљена очекивања тржишних учесника допринела да фрагилност финансијског система буде дуго занемарена. Другим речима, криза није била резултат неочекиваног „јуриша на банке“ већ системских грешака у расуђивању тржишних учесника који су спознали ризик исувише касно, што је

одгодило смањивање леверица и проузроковало продају имовине „преко ноћи“.

Ако за тренутак претпостави да је тачна теза аутора да понашање тржишних учесника одступа од рационалног модела, читалац ће се вероватно запитати каква је вредност таквог налаза. Да ли нас то само удаљава од предвиђања нове кризе и креирања адекватног регулаторног оквира који би предупредио околности које доводе до њеног наступања? Пре него што објасне своју теоријску алтернативу рационалним очекивањима, коју су назвали дијагностичка очекивања, аутори представљају свој модел настанка кризе који се заснива на претпоставци „занемареног ризика“. Тај модел треба да објасни зашто у условима када учесници на тржишту, инвеститори и финансијске институције потцењују ризик неизвршења финансијска криза може да наступи независно од ситуација које су описане моделима моралног хазарда и јуриша на банке. У њиховом моделу привредни субјекти су инвеститори који су заинтересовани за сигурне финансијске инструменте и финансијски посредници, инвестиционе банке, које купују хипотекарне кредите на тржишту и један део свог портфолија трансформишу у хипотекарне хартије од вредности у процесу секуритизације, а други део, који чине ризичнија потраживања, задржавају у сопственој активи као опште обезбеђење свих поверилаца. Прва интуитивна последица коју модел предвиђа јесте да у условима потцењеног ризика долази до прекомерног издавања хипотекарних хартија од вредности, будући да већи део портфолија задовољава праг ризика инвеститора. Сама чињеница да је дошло до неефикасне алокације ризика, односно да су инвеститори заправо изложени ризику преко жељеног прага, доводи до тога да, једном када га постану свесни, желе да продају своје хартије од вредности, што у условима мале ликвидности издаваоца ствара велики притисак који обара цене тих инструмената. Аутори наглашавају да њихова цена често пада испод реалне вредности, што може да проузрокује инсолвентност финансијских посредника. Модел такође предвиђа да се у условима велике тражње за хипотекарним хартијама од вредности, услед потцењеног ризика, хипотекарни кредити одобравају корисницима ниског кредитног рејтинга. Коначно, прекомерно пласирање кредита има за последицу малу ликвидност банака која, у тренутку када тржиште спозна стварни ризик ненаплативости кредита, убрзава продају имовине на секундарном тржишту, што даље доводи у питање њихову солвентност.

Будући да погрешна перцепција ризика заузима централно место у описаном моделу финансијске кризе, аутори у наредном поглављу нуде преглед емпиријских истраживања која показују да очекивања тржишних учесника оповргавају хипотезу рационалних очекивања. Циљ тих истраживања је да објасне да су грешке у

предвиђању кретања на финансијском тржишту не само систематске, већ и да се могу предвидети на основу информација које су постојале у тренутку када су та очекивања формирана. Грешке се јављају као последица екстраполације – процеса који подразумева да инвеститори, финансијске институције, аналитичари и менаџери формирају своја очекивања будућих кретања на тржишту на основу кретања у непосредној прошлости. Последица екстраполативних очекивања је претерани оптимизам у добрим временима, односно претерани песимизам у лошим и уопште претерана реакција тржишта на финансијске вести било које врсте. Аутори велику пажњу посвећују налазима анкета, односно износе мишљење да оне имају важну аналитичку вредност у предвиђању финансијских криза. Истраживања на која се позивају најпре показују да су очекивања тржишних учесника исказана у анкетама конзистентна са њиховим финансијским одлукама. Осим тога, резултати анкета потврђују хипотезу о екстраполативним очекивањима. Коначно, постоји висока корелација између снажно позитивних очекивања исказаних у анкетама и нижих приноса у наредном периоду, као последица прецењивања вредности финансијских инструмената. Са нешто мање кредибилности аутори настоје да објасне сличну узрочно-последичну везу на тржишту кредита и дужничких хартија од вредности. Претерани оптимизам тржишта, исказан у приносима акција банака и других кредитних институција, подстиче велику експанзију кредита која, нарочито када су у питању високоризични кредити, изазива наступање кризе и рецесије. Ослањајући се на емпиријска истраживања која користе дуге временске серије, у том делу књиге аутори желе да покажу да вредност њиховог налаза превазилази разматрања ситуације из 2008. године.

Пре него што образложе свеобухватну теорију кредитних циклуса као крајњи циљ свог истраживачког подухвата, Ђенајоли и Шлајфер се осврћу на психолошки механизам који објашњава искривљена очекивања. Као полазну основу свог модела користе доприносе у области бихевиористичке економије, посебно Канемана и Тверског, који су први указали на пристрасност расуђивања, коју су назвали репрезентативношћу. Она подразумева да појединци процењују вероватноћу на основу сличности са неком карактеристиком или догађајем који могу лако да призову. Репрезентативност утиче на очекивања тако што мења перцепцију вероватноће – репрезентативне типове је лакше призвати и зато се прецењује њихова учесталост у популацији. У контексту финансијских тржишта, информација која мења вероватноћу неког исхода, као што је, на пример, раст цена некретнина или финансијских инструмената у непосредној прошлости, постаје репрезентативна, због чега тржишни учесници имају склоност да прецењују потенцијални раст цена у будућности.

На основу тих налаза, Ђенајоли и Шлајфер су створили модел дијагностичких очекивања који се заснива на занемаривању ризика и екстраполацији информација на финансијским тржиштима. Модел претпоставља да информација која је репрезентативна утиче на то да привредни субјекти пристрасно перципирају расподелу вероватноће, што се односи и на њену средњу вредност и на њену варијансу. Дистинкција између та два елемента расподеле вероватноће је, према мишљењу аутора, важна јер се промене средње вредности везују за екстраполацију, а промена варијансе за занемаривање ризика. Период пре кризе у коме су порасле цене некретнина и у коме је дошло до експанзије хипотекарних кредита и хипотекарних хартија од вредности аутори објашњавају процесом екстраполације добрих резултата из прошлости, који су истовремено утицали на раст очекиване вредности приноса и учинили лоше резултате мање репрезентативним, што је утицало на потцењивање ризика. Интересантно је да у периоду након што су цене на тржишту некретнина почеле да падају у лето 2007. године до пропасти Лиман брадерса, реакција тржишта није била драматична, осим што је успорено издавање хипотекарних хартија од вредности. Аутори сматрају да је то последица промене очекиване вредности приноса на те инструменте, али не и варијансе, будући да је процес секуритизације уливао сигурност да финансијске институције нису изложене прекомерном ризику. Управо је пропаст Лиман брадерса утицала на то да тржишни учесници ревидирају своју перцепцију варијансе приноса, пошто је пропаст једне важне финансијске институције тај ризик учинила репрезентативним. Пошто процес екстраполације делује и у односу на негативне вести, реакција тржишта која је уследила резултат је прецењеног ризика, односно прекомерног песимизма.

Последњи део књиге посвећен кредитним циклусима на аналитичком плану не доноси ништа ново, осим што инкорпорира све претходне налазе у макроекономски модел у коме се циклуси експанзије и контракције кредита смењују као последица промене у дијагностичким очекивањима. Најважнија разлика у односу на модел рационалних очекивања је то што тржишни учесници прекомерно реагују на доступне информације, што узрокује снажну експанзију ризичних кредита, као последицу добрих вести, и снажну контракцију, као последицу лоших вести, уз високо колебање приноса. Осим ризичних кредита, моделом је предвиђен сличан образац кретања кредитног распона између високоризичних и нискоризичних финансијских инструмената као и инвестиција у реалној привреди.

Први утисак читаоца о књизи јесте њена пажљиво осмишљена структура, у којој свако поглавље даје одговор на специфично питање, иако читалац ни у једном тренутку не губи из вида које је његово место у аргументацији зашто су дијагностичка очекивања

најважнији, ако не и једини покретач кредитних циклуса. Иако се питања смењују, помало замара да се иза захтевних, често формалних модела, крије готово идентично објашњење. То већ указује на основну слабост књиге, а то је да је жеља за генерализацијом једне тезе однела превагу над научном темељношћу. Тако аутори, чини се сасвим неутемељено, претпостављају да су очекивања свих тржишних учесника увек и свугде иста – да нема разлике у перцепцији тржишних прилика између домаћинстава, инвеститора, менаџера, аналитичара, финансијских институција и регулатора. Затим, у одговору на многа питања аутори стављају знак једнакости између тржишта зајмовног капитала и осталих финансијских тржишта, на којима, иако су снажно повезана, важе нешто другачија правила игре. Аутори такође претендују да понуде универзалну теорију о томе како настају финансијске кризе, иако околности других историјских примера криза јасно указују на њену ограничену експланаторну моћ, посебно имајући у виду финансијске иновације које су омогућиле да излагање финансијских институција ризику буде изван домета регулатора.

Није јасно зашто аутори толико потенцирају вредност анкета, које, осим уобичајених критика, имају нарочито ограничену вредност на финансијским тржиштима, на којима је свако обелодањивање стварних намера врло упитно, било да је реч о предузећима која тргују хартијама од вредности за које би то значило мањи принос или о кредитним институцијама које јавним исказивањем својих бојазни могу само да убрзају своју пропаст. Коначно, финансијски аналитичари своје извештаје чине јавним тек онда када су их продали лицима која на основу њих тргују, а до тада су цене финансијских инструмената већ усклађене са њиховим налазима. С тим у вези, врло је неубедљива теза да чињеница да су банке делиле очекивања других тржишних учесника искључује могућност моралног хазарда. Један важан аспект те анализе који је неоправдано занемарен јесу екстерни ефекти које потенцијална пропаст кредитне институције ствара за привреду у целини, а које постојећи регулаторни оквир није интернализовао. Чак и ако се претпостави да очекивања исказана путем анкета могу да предвиде наступање кризе, да би до тога дошло, потребно је да велики број тржишних учесника у исто време настоји да прода одређене финансијске инструменте, што имплицира, макар делимично, теоријско објашњење теорије „јуриша на банке“. И теорији екстраполативних очекивања се може упутити неколико речи критике. Као што аутори и сами запажају у последњем поглављу, кључно питање је како одредити до које границе је реакција тржишта заснована на фундаменталној вредности финансијских инструмената, односно информацијама о њиховој промени, а када се она претвара у прекомерни оптимизам или песимизам. Због непостојања јасног ме-

тода којим се прави поменута дистинкција, теорија дијагностичких очекивања има малу вредност у спречавању нових криза. Коначно, емпиријска истраживања на која се аутори ослањају махом се заснивају на корелацијама, што поједине налазе о доказним узрочно-последичним везама чини помало „натегнутим“. Упркос описаним недостацима који произилазе из превелике амбиције аутора, основна идеја је врло занимљива и нуди иновативно објашњење за три различита периода која су имала специфичну улогу у наступању глобалне финансијске кризе. Ово није књига намењена неакадемској публици, а стручна јавност ће је вероватно лепо примити – повезује толико различитих области да из ње свако може нешто да научи.