

## Uzroci financijskih kriza: središnje banke, kreditni mjehuri i zabluda učinkovitog tržišta

PRIKAZ KNJIGE

George Cooper  
Zagreb: Masmmedia, 2009, 158 str.  
Prijevod: Zvonimir Baletić

Nakon početka globalne financijske krize (kriza drugorazrednih hipotekarnih zajmova u SAD-u započela je 17. kolovoza 2007., dok je globalna financijska kriza započeta bankrotom američke investicijske banke Lehman Brothers 15. rujna 2008. godine, kada je nastupio tzv. «Minskyjev moment»), objavljene su brojne analize, studije i knjige o uzrocima globalne financijske i ekonomske krize<sup>1</sup>. Analiza uzroka krize izuzetno je važna zbog različitih pristupa njezinom rješavanju. Vrlo brzo nakon pojave krize pokrenute su i teoretske rasprave te je započeo proces preispitivanja teorije makroekonomske politike i ekonomske teorije općenito. Ove rasprave još uvijek traju, a posebice su intenzivirane nakon ponovne pojave opasnosti od «recesije s dvostrukim dnom», u kolovozu 2010.

Već na početku knjige Cooper navodi da je njegov cilj omogućiti razumijevanje financijske nestabilnosti i funkcioniranja središnjih banaka što širem krugu publike, u nadi da će to izazvati stručnu raspravu o nužnim promjenama u makroekonomskoj politici.

Središnja je postavka ove knjige da se financijski sustav ne ponaša prema hipotezi učinkovitog tržišta (*efficient market hypothesis*), kako to sugerira konvencionalna mudrost vladajuće ekonomske teorije. Naime, ova knjiga dokazuje da je moderni financijski sustav inherentno nestabilan, da nije

<sup>1</sup> Vidjeti, primjerice, Reinhart i Rogoff (2008), Soros (2008), Krugman (2009), Roubini i Mihm (2010), Stiglitz (2010) i dr.

u stanju stabilne ravnoteže te da je sklon stvaranju ciklusa prosperiteta i pada. Očito je Cooper pristalica teze o inherentnoj nestabilnosti financijskog tržišta koju je razradio Hyman P. Minsky (2008b). Druga izuzetno važna poruka knjige je da inherentna nestabilnost financijskog sustava traži od središnjih banaka da upravljaju procesom stvaranja kredita te aktivno djeluju u neutralizaciji dugovno-deflatornog ciklusa. Ovdje je važno reći kako Cooper time afirmira dugovno-deflatornu teoriju Irvinga Fishera (1933)<sup>2</sup>.

Cooper podvrgava kritici hipotezu učinkovitog tržišta, čija je ključna poruka da tržišne cijene – bez obzira o kojim je cijenama riječ – odražavaju prave vrijednosti imovine na osnovi tekućih ekonomskih uvjeta. Prema toj financijskoj teoriji, svako kretanje cijena imovine mora biti posljedica vanjskih šokova. Hipoteza učinkovitog tržišta ne ostavlja prostor za mjehure ili ispuhivanje cijena imovine. Ova teorija, dakle, sugerira da sva ekscesivna volatilnost cijena odražava tržišne reakcije na temelju promjene odrednica cijena i stalnog tijeka novih informacija. Ideja hipoteze učinkovitog tržišta bila je u osnovi politika središnjih banaka, koje nisu pokušavale probušiti mjehure cijena imovine ili, barem, spriječiti njihov nastanak, jer su brzorastuće cijene imovine smatrane realnim tržišnim cijenama. Druga je posljedica hipoteze učinkovitog tržišta, kako navodi Cooper, da se ona može koristiti kako bi se utvrdio način na koji se cijene imovine kreću, što dopušta izračunavanje ukupne distribucije vjerojatnosti potencijalnih budućih prinosa. Međutim, teorijska nekonzistentnost hipoteze učinkovitog tržišta u slučaju normalne distribucije vjerojatnosti potencijalnih budućih prinosa uočena je kao problem «debelih repova». Izraz «debeli repovi» odnosi se na tendenciju da distribucija prinosa na imovinu ne slijedi lijepo oblikovanu «normalnu» krivulju distribucije, nego ima višak zabilježenih događaja na repovima distribucije. Vrlo često distribucija prinosa od imovine izgleda posve različito od normalne distribucije i nerijetko može imati dva vrha.

---

<sup>2</sup> Zanimljivo je da Cooper u svojoj knjizi uopće ne spominje istraživanja Stiglitz i Greenwalda (2003), koji su nastavili istraživanja Irvinga Fishera. Osim toga, Stiglitz je dobio Nobelovu nagradu za ekonomiju na temelju radova o «nesavršenosti tržišta» i «asimetričnosti informacija», što je dodatno dovelo u pitanje hipotezu učinkovitog tržišta.

Nakon globalne financijske krize ponovno se afirmirala alternativna teorija o tome kako financijska tržišta funkcioniraju, koja može objasniti uzroke sadašnje financijske krize. Riječ je o hipotezi financijske nestabilnosti koju je razvio američki ekonomist Hyman P. Minsky, za kojeg se smatra da je mnoge svoje ideje preuzeo od Johna Maynarda Keynesa, koji je također u nekim svojim radovima odbacivao teoriju učinkovitih tržišta (Minsky, 2008a; 2008b)<sup>3</sup>. Znatno je i utjecaj drugog američkog ekonomista Irvinga Fishera (1933). Ključna razlika između hipoteze učinkovitog tržišta i Minskyjeve hipoteze inherentne financijske nestabilnosti svodi se na pitanje: «Što pokreće cijene na financijskom tržištu?» Prema prvoj hipotezi, cijene se formiraju pod utjecajem temeljnih ekonomskih uvjeta i uvijek su u stanju ravnoteže te ostaju stabilne sve dok se ne promijene pod utjecajem neočekivanih «vanjskih šokova». Naglasak je na vanjskoj prirodi sile koja pokreće financijska tržišta, koja su, dakle, prema ovoj teoriji, inherentno stabilna. Prema Minskyjevoj teoriji, financijska tržišta mogu stvarati unutarnje sile, čija su posljedica razdoblja kreditne ekspanzije i inflacije cijena imovine, nakon čega slijede valovi kontrakcije i deflacije cijena imovine. Implikacije su da financijska tržišta nisu stabilna te ne vode optimalnoj alokaciji resursa. Ukratko, Minskyjeve teze dovode u pitanje prevladavajuću ortodoksiju, kao što su to ranije činili Keynesovi argumenti. Minskyjeva teorija bavi se problemom identificiranja destabilizirajućih sila inherentnih financijskim tržištima, sila koje nastaju u bankarskom sustavu i šire u procesu stvaranja kredita.

Prema Keynesovoj/Minskyjevoj školi, tržišta nisu stabilna i nisu automatski optimizirajuća pa zahtijevaju nadzor i upravljanje. Osim toga, postoji i problem «dvosmjerne uzročnosti» između financijskih tržišta i temeljnih ekonomskih odrednica i to je temelj teorije refleksivnosti Georgea Sorosa (2008). Ukratko, općenito je naglašena uloga države u upravljanju preko državnih rashoda i fiskalnih mjera. Središnje banke treba gledati iz slične perspektive, kao i fiskalne mjere, jer središnje bankarstvo mora biti u funkciji «stabiliziranja nestabilnog gospodarstva». Prema tome, financijska tržišta su neučinkovita, dok ih središnje banke čine učinkovitijima.

---

<sup>3</sup> Vidjeti opširnije u *Runde i Mizuhara (2005)*.

Cooper se u knjizi bavi i teorijom kreditnog procesa. Naime, danas je široko rasprostranjeno pogrešno mišljenje da stvaranje kredita privatnog sektora uzrokuje inflaciju. Kreditni proces je mnogo suptilniji. Odobravanjem zajma stvara se inflacijski impuls. Međutim, kada je zajam otplaćen, kredit je poništen i stvara se deflacijski impuls. Ako se inflacijski impulsi poništavaju deflacijskima, proces kreiranja kredita održat će cijene stabilnima. Nasuprot tome, ako stvaranje kredita ili njegovo poništavanje postane dominantno u nekoj vremenskoj točki, onda se stvara privremena, tranzitorna inflacija, odnosno deflacija. Primjerice, kreditna kriza i deflacijski pritisak na cijene nekretnina danas se mogu razumjeti kao neposredan rezultat pretjeranog stvaranja kredita u prethodnim razdobljima. Također, pojava moralnog rizika i postojanje središnjih banaka, kao «zajmodavaca posljednjeg utočišta», te «bankarstva s djelomičnim pokrićem» (emisija novca ima djelomično pokriće u zlatu, odnosno u deviznim rezervama) stvorili su suboptimalnu strukturu u bankarskoj industriji. Osim procesa kreiranja kredita, moderna shvaćanja uloge središnje banke ogledaju se i u tome da središnje banke moraju upravljati potražnjom. Podupiranje potražnje znači snižavanje kamatnih stopa kako bi se potaknulo novo uzimanje kredita.

Konsenzus monetarnih stručnjaka nastao je na osnovi prepoznavanja nastanka mjehura cijena imovine, jer pucanje mjehura dovodi do financijske krize i kreditne kontrakcije te dugovno-deflatorne krize. Koje su to varijable koje omogućuju prepoznavanje pojave mjehura i nestabilnosti u financijskom sustavu? Najbolji je pokazatelj ako je rast kreditne aktivnosti znatno veći od ekonomskog rasta, jer onda će se sam taj rast poticati stvaranjem kredita i neće se održati kada prestane kreditna ekspanzija. Uostalom, takva indikacija nije nova, iako se izvrsno uklapa u Keynesovu/Minskyjevu teoriju financijske nestabilnosti. Već dulje vrijeme u ekonomskoj literaturi postoji «pravilo» da rast domaćih kredita ne smije premašiti ekonomski rast neke zemlje, izražen rastom BDP-a, iznad koeficijenta 2:1. Naime, rast bankovnih kredita veći od dvostrukog iznosa rasta BDP-a smatra se «neodrživim» na dulji rok. Detaljnija analiza radova Keynesa i Minskog, ali u kontekstu aktualne globalne krize i moderne ekonomske znanosti, nije predmet ovog kratkog prikaza. Međutim, možda je ključna spoznaja da nepravilna priroda ciklusa uzleta i padova, koju predviđa hipoteza financijske nestabilnosti,

dovodi u pitanje oslanjanje nosilaca makroekonomske politike – u skladu s hipotezom učinkovitog tržišta – na predvidljivo ponašanje ekonomskih subjekata. Naime, nameće se zaključak da vođenje ekonomske politike, zapravo, predstavlja upravljanje neizvjesnošću.

Naposljetku, bolji uvid u ekonomsku teoriju i teoriju kreditnih ciklusa te nove strategije monetarne politike središnjih banaka koje su usmjerene na stabiliziranje nestabilnog financijskog sustava i gospodarstva, mogu se naći u izvornim radovima ranije spomenutih ekonomista. Cooperova knjiga izvrstan je uvod za takvo ozbiljnije proučavanje ove složene problematike moderne ekonomske teorije i politike, primjereno financijskoj i ekonomskoj krizi.

Na kraju, kakva je relevantnost ove knjige za hrvatske uvjete? Knjiga Georgea Coopera pojavila se u pravo vrijeme, vrijeme velikih kontroverzi i teorijske nespremnosti ekonomista na izazove aktualne globalne krize, koja još uvijek nije završena. Svjedočimo kako se povećavaju rizici pojave globalne recesije s dvostrukim dnom, odnosno kako su izuzetno porasli rizici dugotrajne recesije u Hrvatskoj. Iako se zadržala pretežito na financijskim aspektima krize, Cooperova knjiga doprinosi i za teoriju općih kriza te daje veliki doprinos pronicanju uzroka krize i koncipiranju optimalne antikrizne politike. Ukratko, njezinu relevantnost treba primarno vidjeti u kontekstu povratka izučavanju ekonomske teorije i teorije ekonomske politike. Posebice je ova knjiga važna zbog reafirmacije kejnzijanske teorije u Hrvatskoj, odnosno istraživanja tzv. postkejnzijanske ekonomske škole, koja je – iako je postala glavnom strujom u većini tržišnih ekonomija – praktički ostala nepoznata najvećem broju hrvatskih ekonomista<sup>4</sup>. Knjiga služi i boljem razumijevanju modernih autora koji se bave teorijom krize (Nouriel Roubini, Paul Krugman itd.). Praktične implikacije ove knjige mogle bi biti u sagledavanju prevladavajućih paradigmi, posebice u monetarnoj ekonomici i monetarnoj politici, gdje se uvelike stvara novi stručni konsenzus.

---

<sup>4</sup> *Od hrvatskih ekonomista, jedini rad o Irvingu Fisheru napisao je Baletić (2002).*

## Literatura

---

Baletić, Zvonimir, 2002, "Dugovno-deflacijska teorija velikih depresija Irvinga Fishera", *Ekonomija*, 9(3), str. 443-453.

Fisher, Irving, 1933, "The Debt-Deflation Theory of Great Depressions", *Econometrica*, 1(4), str. 337-357.

Krugman, Paul, 2009, *The Return of Depression Economics and the Crisis of 2008*, New York, NY: W.W. Norton.

Minsky, Hyman P., 2008a, *John Maynard Keynes*, New York, NY: McGraw Hill.

Minsky, Hyman P., 2008b, *Stabilizing an Unstable Economy*, New York, NY: McGraw Hill.

Reinhart, Carmen M. i Kenneth S. Rogoff, 2008, "Is the 2007 U.S. Sub-Prime Financial Crisis So Different? An International Historical Comparison", Harvard University i University of Maryland, neobjavljeni rad, veljača.

Roubini, Nouriel i Stephen Mihm, 2010, *Crisis Economics: A Crash Course in the Future of Finance*, New York, NY: The Penguin Press.

Runde, Jochen i Sohei Mizuhara, 2005, *The Philosophy of Keynes's Economics: Probability, Uncertainty and Convention*, New York, NY: Routledge.

Soros, George, 2008, *The New Paradigm for Financial Markets: The Credit Crisis of 2008 and What It Means*, New York, NY: Public Affairs.

Stiglitz, Joseph, 2010, *Freefall: Free Markets and the Sinking of the Global Economy*, New York, NY: Allen Lane.

Stiglitz, Joseph i Bruce Greenwald, 2003, *Towards a New Paradigm in Monetary Economics*, Cambridge, MA: Cambridge University Press.

Dubravko Radošević  
Ekonomski institut, Zagreb