

Dr Ranko Sovilj¹
Dr Sanja Stojković-Zlatanović²

Pregledni naučni rad
UDK 338.124.4

POSLEDICE FINANSIJSKIH KRIZA – UPOREDNOPRAVNA ANALIZA

Apstrakt

Sa svakom novom finansijskom krizom aktuelizuje se pitanje regulisanja i delotvornosti predloženih mera i rešenja u cilju suzbijanja krize. U radu autor se služi uporednopravnim i istorijskopравnim metodom, analizirajući posledice finansijskih kriza na tržište kapitala, kao i na tržište u celini. U uvodnom delu objašnjava se nastanak berzanskog kraha, navodeći brojne činioce koji mogu dovesti do kraha berze i sloma finansijskog tržišta. U drugom delu dat je prikaz najznačajnijih berzanskih krahova u istoriji, sa posebnim osvrtom na posledice koje su proizveli ti krahovi. U poslednjem delu ukratko se ukazuje na poslovanje Beogradske berze, kao i na osobenosti domaćeg finansijskog tržišta. U zaključku se ističe značaj berzi u savremenim uslovima poslovanja, s ciljem sprečavanja kriza, i/ili ublažavanja postojećih kriza.

Ključne reči: finansijska kriza, berzanski mehur, Velika ekonomska kriza, globalna recesija, Beogradska berza

1. Uvod

Privredna kriza predstavlja proces opadanja tržišne vrednosti robe, kapitala, tj. vrednosnih papira i novca na određenom tržištu. Proces nastupa usled delovanja ekonomskih zakona vrednosti na tržištu, kad god je opšta ponuda predmeta trgovine permanentno veća od opšte potražnje za njima u određenoj sredini. U tom slučaju dolazi do opadanja njihove cene na tržištu, s obzirom da kupci nemaju novca, te prodavci moraju da ih snižavaju da bi povratili uloženi kapital u njihovu nabavku. Na tržištu vrednosnih papira kriza se ispoljava u opadanju cena, jer je njihova ponuda (tj. tražnja za ušteđenim kapitalom – novcem) veća od tražnje (tj. ponude ušteđenog kapitala), pa su ulagači nesporni da ih kupe.³

¹ Istraživač saradnik, Institut društvenih nauka, Beograd, e-mail: rsovilj@idn.org.rs.

² Istraživač saradnik, Institut društvenih nauka, Beograd, e-mail: szlatanovic@idn.org.rs.

³ N. Jovanović, *Berzansko pravo*, Pravni fakultet Univerziteta u Beogradu, Beograd 2009., 193.

SPZ_1_2017 Da bi se smatralo da je nastupila privredna kriza neophodno je da se ispuni nekoliko uslova. Kao prvo, potrebno je da bude opšta, tj. da obuhvati celokupno tržište, ili značajan segment tog tržišta. Drugo, privredna kriza nužno mora da je izazvana ekonomskim uzrocima, a ne događajima izvan ekonomije, npr. ratovi, štrajkovi, sankcije. Treće, neophodno je da je kriza permanentnija, minimum šest meseci neprekidno. Kratkotrajn poremećaj na tržištu, u preovlađujućoj stabilnosti ili usponu, ne smatra se krizom, već prolaznom neusklađenošću ponude i tražnje. Četvrto, neophodno je da je pad cena neuobičajeno visok, stoga što se blagi padovi cena dešavaju i na najstabilnijim tržištima.⁴

Kada govorimo o uzrocima nastajanja finansijskih kriza, treba istaći da su raznovrsni i u nauci sporni, s obzirom da postoje brojne teorije. Zastupnici monetarne teorije uzrok vide u nekontrolisanom povećanju i smanjenju količine novca u opticaju, kreditiranjem privrede, pri čemu dolazi do inflacije i kočenja privrednih aktivnosti. Predstavnici tehničkih teorija zastupaju stanovište da do kriza dolazi uvođenjem novih pronalazaka i tehničkih unapređenja, čime se smanjuje potreba za ljudskim radom, i povećava nezaposlenost, a smanjuje kupovna moć stanovništva. Marksističke teorije kao glavni uzrok kriza vide kontradiktornost kapitalizma, koja se ispoljava u sukobu težnje kapitalista za što većim bogaćenjem, uz konstantno povećanje proizvodnje, a na drugoj strani isplatom niskih nadnica radnicima. I na kraju, predstavnici političkih teorija uzrok kriza vide u neodgovornom ponašanju političara, koji manipulišu monetarnom i poreskom politikom s ciljem što dužeg ostajanja na vlasti.⁵

Finansijske krize su često izbijale u vidu krahova na berzama, usled naglog pada berzanskih kurseva. Naročito su ozbiljni krahovi efektnih berzi (berzi hartija od vrednosti), usled masovnog izigravanja neukih investitora. Po pravilu, krahovi nastaju kao posledica neobuzdanih manipulacija i špekulacija na berzi, trgovinom nepouzdatih vrednosnih papira, ili usled stanja privrednog sistema u okviru kojeg je neki sektor finansiranja veštački prenaduvan i neophodno ga je vratiti na nivo stabilnosti. Ponekad su krahovi na berzama doveli i do sloma finansijskog sistema jedne zemlje, a često su se preivali i na druge zemlje, označavajući početak dugotrajnih privrednih kriza i velikih depresija.

2. Nastajanje berzanskog kraha i mehura

Berzanski krah predstavlja pad berzanskih kurseva, odnosno pad ukupne vrednosti tržišta. U tom trenutku nastupa panika među ulagačima, koji počinju nekontrolisano da prodaju svoje vrednosne papire usled

⁴ *Ibid.*

⁵ *Ibid.*, 198.

gubitka njihove vrednosti, što dovodi i do znatne nestabilnosti tržišta. Između berzanskih krahova i balona postoji uzročno-posledična veza, s obzirom da jedno prouzrokuje nastanak drugog.

Špekulativni berzanski baloni ili mehuri (asset price bubble ili speculative bubble) predstavljaju situacije u kojima tržišne cene u dužem periodu i u istom smeru beleže kretanje koje odstupa od putanje određene osnovnim faktorima. Na berzama akcija najčešće je to oštar i trajan uspon cena akcija, koji nema uporište u očekivanom porastu dobiti i dividendi, a dimenzije balona se mere rastom odnosa tržišne cene i dobitka po akciji. Kada mehur i suviše naraste, dolazi do njegovog pucanja, što ukazuje da cene menjaju smer i približavaju se realnom nivou. Prema Šileru, špekulativni balon jeste situacija u kojoj se privremeno visoke cene odražavaju zahvaljujući entuzijazmu investitora, a ne konzistentnoj proceni realne vrednosti.⁶

Naduvavanje balona cena na finansijskom tržištu, kao i njegovo prskanje predstavljaju pojave koje nisu jasno definisane i istražene i pored mnogobrojnih berzanskih krahova u istoriji finansijskih tržišta. Često je do sloma na berzi dolazilo i kada se to nije očekivalo, dok je u drugim situacijama tržište opstajalo na visokom nivou i pored najava o prilagođavanju cena na dole.

U nauci postoje različita shvatanja o nastanku špekulativnih mehura. Jedan deo naučne javnosti zagovara tezu da su baloni racionalna pojava, koja proističe iz racionalnih očekivanja investitora o svetloj budućnosti korporativnog sektora i finansijskog tržišta, što se odražava na trajan uspon cena akcija. Polazi se da je tržište efikasno u informacionom smislu, i da verno odražava sve raspoložive informacije. Stoga uspon cena ne predstavlja balon, već odražava očekivanja o rastućim tokovima gotovine, koje će akcije u dužem roku odbacivati. Zagovornici ovog pristupa objašnjavaju prvobitne berzanske krahove isključivo fundamentalnim faktorima.⁷

Čini se ipak, da su i pored dejstva objektivnih ekonomskih snaga, razvoj i pucanje mehura tesno povezani sa neracionalnim očekivanjima i psihologijom tržišta.

Određen deo naučne javnosti negira tezu o postajanju racionalnih balona. Oni ističu da je svako doba karakteristično po “novoj ekonomiji”,

⁶ S. Vučković, „Zašto nastaju špekulativni baloni?“, *Ekonomске teme* 2/2009, 216.

⁷ Jedan od prvih zabeleženih berzanskih krahova je slom tržišta lala u Holandiji početkom 17. veka. Tulipomanija je zavladała Holandijom, a ljudi su prodavali celokupnu imovinu ne bi li ostvarili enormne zarade. U jednom trenutku cene lala su postigle izuzetno visoku cenu, da kada su cene krenule naniže, lavina nije mogla da se zaustavi. Posledica pucanja ovog balona i recesija u Holandiji nisu poštedeli nikoga, pa ni one koji su se obogatili u ovoj trgovini. Garber objašnjava da je do pada cena lala došlo kada su se retke lukovice primile i počele razmnožavati. Takođe navodi da osim poremećaja na strani ponude, došlo je i do rasta potražnje: bogati Francuzi nisu pitali za cenu novih cvetova, jer su njihove dame, prateći novu modu, želele da ukrase svoju odeću originalnim lalama. *Ibid.*, 217.

što bi značilo da se otkrića precenjaju, i da se predviđa svetla budućnost za inovativne forme poslovanja. I na finansijskom tržištu su razvijeni specifični načini trgovine poput: programirana trgovina, investiranje bez posrednika i neposrednog učešća na berzi, što je davalo osećaj moći i sposobnosti da se kontrolišu tržišna kretanja i sudbina investicija. Investiranjem su počeli da se bave svi, bez obzira kojoj struci ili staležu pripadaju. Ulagači su često skloni da previde znake upozorenja, a pohlepa i gramzivost ih zaslepljuje i vodi u propast. Ne treba osporiti činjenicu da su nekada države, a danas multinacionalne kompanije, sklone prevarama i malverzacijama, i da ulagači često nemaju sve relevantne podatke. Ulagači su oprezniji u godinama posle berzanskih krahova, ali pamćenje brzo blede i ponavljaju se greške iz prošlosti. U prilog tome govore i istraživanja u sprovedena u Sjedinjenim Američkim Državama (SAD), prema kojima čak više od 95% investitora smatra da su akcije najbolji mogući finansijski instrument za ulaganje na dugi rok, a 90% investitora smatra da bi se berza oporavila nakon nekoliko godina ukoliko dođe do njenog kraha. Zaključuje se da su ulagači skloni senzacionalizmu, radije ulažu u kompanije koje obećavaju brzu zaradu, iskazujući preveliki optimizam, odbacujući informacije koje ne potvrđuju njihove stavove, čime ubrzavaju i intenziviraju pad akcija kada dođe do evidentnih znakova krize.⁸

3. Najznačajniji berzanski krahovi

3.1. Južnomorski mehur 1720. godine

Jedan od najstarijih krahova dogodio se na Londonskoj efektnoj berzi 1720. godine. U pitanju je “Južnomorski mehur” (South Sea Bubble), poznat po imenu kompanije koja je bila vinovnik. Devet godina ranije, engleski parlament doneo je odluku kojom je osnovana pomenuta kompanija kako bi zadovoljili poverioce koji su kreditirali državu u nekoliko ratova.⁹

⁸ *Ibid.*, 218-220.

⁹ J. Janjušević, Globalna finansijska kriza, 10, <http://www.fps.unimediterranean.net>, 05.12.2016. Zbog ratova koji je Engleska vodila protiv Francuske početkom 18. veka nacionalni dug iznosio je dvadesetih godina tog veka trideset miliona funti. Kako bi umanjili dug, članovi engleskog parlamenta su izneli predlog članovima Kompanije južnih mora kojim bi stekli monopol na trgovinu robovima u zemljama Južne Amerike i Meksika, a za uzvrat bi kompanija pozajmila deset miliona funti (prvobitno sedam miliona) parlamentu za pokrivanje nacionalnog duga. Uz otplatu duga Engleska se obavezala da plati i kamatu od 6% po isteku ugovora. Vlasnik kompanije Robert Harli prihvatio je predlog, čime je započeta jedna od najvećih finansijskih prevara u istoriji. Uporedo sa nastankom Kompanije južnih mora, u Francuskoj je osnovana kompanija *Mississippi Company* koja je u svom vlasništvu posedovala teritoriju Lujzijane u Americi. Kako Francuska, tako i Engleska imale su za cilj da zaustave špansku dominaciju u prekookeanskoj trgovini sa kolonijama u Americi. R.G.P. Frehen, W. Goetzmann, K.G. Rouwenhorst, „New Evidence on the First Financial Bubble“, *Yale ICF Working Paper*, No.09-04/2009, 4.

Odmah po osnivanju, Kompanija Južnih mora otpočela je sa emitovanjem akcija, ne bi li prikupila svež kapital od stanovništva. Predviđalo se da će kompanija zbog monopolskih prava ostvariti veliki profit iz kojeg bi se smanjio nacionalni dug, bilo punjenjem budžeta (s obzirom da je i Engleska bila veliki akcionar), ili pretvaranjem kreditora države u akcionare kompanije. Većina poverioca države namirila je svoje potraživanje, dobivši za uzvrat akcije kompanije, umesto novca, oslobađajući državu duga.¹⁰

Međutim situacija je krenula silaznom putanjom. Kompanija Južnih mora je od početka stvarala velike gubitke umesto dobiti, s obzirom da su joj bila neophodna velika sredstva za ulaganje u infrastrukturu u britanskim kolonijama (izgradnja puteva, železnice, brodova, otvaranje rudnika). U javnosti su konstantni gubici pokriveni sakupljanjem novih udela putem novih emisija akcija i drugih hartija od vrednosti. Uprava kompanije je u javnosti prividno stvarala utisak da kompanija uspešno posluje, što je podržavala isplatom visokih dividendi.¹¹ Time je stvoreno veliko interesovanje za njene hartije, koje su brzo rasprodavane, s obzirom da su investitori bili u zabludi o njihovoj realnoj vrednosti i riziku kojem se izlažu. Na tržištu Londonske efektne berze, akcije ove kompanije su prodavane po kursovima daleko iznad nominalne cene, stoga je njihova ukupna vrednost na berzi 1720. godine iznosila oko 500 miliona funti. To je bilo pet puta više od ukupne vrednosti gotovog novca u opticaju u svim zemljama tadašnje Evrope. U avgustu 1720. godine cena akcija iznosila je 1000 funti, prodaja je bila tolika, da je njihova cena ubrzo počela strmoglavo da pada. Mehur se naduvao do samih granica i uskoro je pukao, kada se saznalo za velike gubitke. Dogodio se jedan od najvećih berzanskih krahova u istoriji. Cene hartija od vrednosti su odjednom pale, do kraja 1721. godine, cena se vratila na vrednost koja je bila i niža od nominalne vrednosti po kojoj su hartije u početku bile emitovane. Mnoštvo bogatih ulagača i njihovih porodica koji su ih posedovali preko noći su potpuno propali. Mali je broj onih koji su uspeali da ih prodaju, kada im je cena bila najviša. Sasvim očekivano među dobitnicima bili su direktori kompanije, visoki državni funkcioneri, uključujući i Princa od Velsa, i ser Roberta Valpola, tadašnjeg premijera Velike Britanije, dok je među gubitnicima bio cenjeni fizičar Isak Njutn (procenjuje se da je izgubio 20.000 funti).¹²

Juna 1720. godine britanski parlament doneo je Zakon o mehurima (Bubble Act) u cilju zaštite investitora od sličnih obmana. Ovim zakonom je u jeku liberalnog kapitalizma u tadašnjoj najmoćnijoj zemlji sveta,

¹⁰ N. Jovanović, 192.

¹¹ V. Dugalić, M. Štimac, *Osnove berzanskog poslovanja*, Stubovi kulture, Beograd 2011., 114.

¹² N. Jovanović, 192.

zabranjeno osnivanje novih akcionarskih društava bez dozvole nadležnog državnog organa, premda su akcionarska društva bila nosioci ekonomskog razvoja. Godine 1721. raspušten je parlament, započela je istraga vezana za Kompaniju južnih mora, u toku koje se došlo do saznanja u umešanost velikog broja članova parlamenta. Neki od njih su osuđeni na smrt, dok su drugi osuđeni na doživotnu robiju.

Pomenuti finasijski krah naveo je mnoge evropske zemlje da donesu propise kojima se reguliše poslovanje na berzama. U Amsterdamu je osnivanje novih akcionarskih društava restriktivno regulisano gradskom ordonansom od 6.10.1720. godine, dok su vlasti u Hamburgu donele odgovarajuće propise 26.6.1720. godine. Do kraja 1720. godine cene hartija od vrednosti na svim berzama širom Evrope dostigle su najniže vrednosti, i tako je bilo sve do 19. veka. Iako se događaji iz 1720. godine vezuju za Kompaniju južnih mora, postojalo je još nekoliko kompanija čije su hartije od vrednosti postigle znatno veću vrednost pre nego što je pukao mehur. To je slučaj sa dvema kompanijama pomorskog osiguranja *Royal Exchange Assurance* i *London Assurance* čiji je multiplikator rasta i pada vrednosti akcija bio znatno dramatičniji nego sa akcijama Kompanije južnog mora.¹³

3.2. Velika američka depresija 1929-1933

Najveći finasijski krah u istoriji dogodio se 1929. godine u SAD, krahom Njujorške berze, što je predstavljalo početak velike privredne krize koja je zadesila Ameriku ali i ceo svet u periodu od 1929. do 1933. godine. Tokom dvadesetih godina 20. veka kursevi akcija su naglo rasli na svim berzama širom SAD, a posebno na Njujorškoj efektnoj berzi, kao najvećoj u zemlji, koja je postala jedan od najznačajnijih finasijskih centara sveta. Ljudi su kupovali što više akcija ne bi li uvećali svoje bogatstvo. Većina njih je obavljala kupovinu na kredit (on margin), a to znači da je kupac – investitor, u trenutku zaključenja ugovora, plaćao samo deo ugovorene cene za kupljene vrednosnice, dok bi ostatak platio kasnije.¹⁴ S obzirom

¹³ Još jedan čuven slučaj desio se u Francuskoj. U pitanju je Mississippi Company. Škotlandanin Džon Lo osnovao je 1716 godine banku kojom je podržavao finansiranje vlade. Naredne godine kupio je holding kompaniju koja je posedovala kraljevske patente. U međuvremenu kompanija Misisipi stekla je još nekoliko preduzeća, da bi se 1720. godine spojila sa pomenutom bankom čime je stvorena privatna kompanija koja je kontrolisala finasijsko tržište Francuske. Džon Lo je emitovao akcije i varante u javnosti, dovodeći do dramatičnog rasta vrednosti akcija kompanije, naročito tokom 1719. i početkom 1720. godine. Čuveni Misisipi balon se naduvao, i pukao u trenutku kada je Lo sproveo konvertovanje francuskog novca u akcijski kapital kompanije. Nakon 1720. godine mnoge kompanije su zatvorene, malo je onih koje su preživele berzanski krah. R.G.P. Frehen, W. Goetzmann, K.G. Rouwenhorst, 11-16.

¹⁴ Zanimljivo je da su gotovo svi učesnici na tržištu pretrpeli velike gubitke, uključujući i profesionalne berzanske trgovce poput Džona Rokfelera, i stručnjake (npr. Irvina Fišera, cenjenog profesora ekonomije na Jelu). To je bilo tzv. "crnog oktobra" 1929. godine, N. Jovanović, 194.

na trend rasta cena gotovo svih akcija, očekivalo se da će u trenutku dospeća svi biti u stanju da plate ostatak cene kupljenih akcija, pošto će u tom trenutku moći da ih prodaju, i time ostvare kapitalnu dobit. Uzimajući kredit od banke ili brokera za plaćanje ostatka cene akcija, ulagač je zalagao kupljene akcije kao garanciju. Ukoliko bi cene akcija porasle, investitor bi ih prodavao i plaćao banci kredit sa kamatom, a ukoliko bi došlo do njihovog pada, investitor bi odustajao od prodaje, ostavljajući akcije banci da njihovom prodajom namiri dug.¹⁵ Ove špekulacije su toliko uzele maha da su akcije kupovane po znatno višim kursovima nego što im je bila realna vrednost. Na taj način je formiran špekulativni bum na berzi, s obzirom da su kursevi rasli usled neozbiljnih očekivanja i želja investitora, a ne na osnovu stvarnih profita emitentata. Kada se to shvatilo, nastala je panika među investitorima, usled čega se dogodio krah na berzi.¹⁶

Tog meseca akcije na Vol Stritu (*Wall Street*) drastično su opale nakon dostizanja neverovatnih vrednosti tokom prethodnih godina. Stručna javnost uzima nekoliko datuma kao relevantne za početak berzanskog kraha. Za samo dva dana indeks Dow Jones opao je za 25%, a vrhunac se dogodio 29.10.1929. godine, tzv. "crnog utorka". U literaturi se kao početak krize spominje i 24.10.1929. poznatiji i kao "crni četvrtak". Tog trenutka većina investitora je izgubila poverenje u berzu. Vrednost akcija je toliko opala, da ni pri bilo kojoj ceni u bilo koje doba dana niko nije hteo da ih kupi.¹⁷

Danas je prihvaćeno mišljenje da je Velika ekonomska kriza nastala u SAD-u, te da se čak 80% krize odnosi na krizu u SAD-u. Treba istaći i da je razvoj američke privrede bio posledica ekspanzije industrije koja je doživela snažan polet po okončanju Prvog svetskog rata. Karakteristika ovog privrednog poleta je i kreditna ekspanzija, koju je pratila i povećana potražnja za kapitalom. Kreditna ekspanzija se odnosila kako na kreditiranje same američke privrede, tako i na plasiranje sredstava u druge privrede, među kojima je najveći zajmoprimac bila Nemačka.¹⁸

Oštrinu Velike ekonomske krize u SAD-u pokazuje i podatak da je nezaposlenost porasla na 25%, kao i da do početka Drugog svetskog rata, nezaposlenost nije opala ispod 12%. Ovo je pratilo i povećanje neiskorišćenih kapaciteta, naročito u novim privrednim granama koje

¹⁵ J. Janjušević, 11.

¹⁶ N. Jovanović, 194.

¹⁷ S. Lakić, Monetarno upravljanje i kontrola u uslovima neizvesnosti i krize, 4, <http://www.mnje.com>, 30.11.2016.

¹⁸ A. Prašćević, „Velika ekonomska depresija (1929) i globalna ekonomska recesija (2008): uticaj na promenu makroekonomske paradigme“, *Kriza i globalizacija*, Centar za ekonomska istraživanja, Institut društvenih nauka, Beograd 2009, 124.

su bile namenjene masovnoj potrošnji. Krizom su bile zahvaćene kako industrijska proizvodnja, tako i proizvodnja primarnih proizvoda. Brojne fabrike su bile zatvorene usled zastoja u proizvodnji.¹⁹

Velika američka depresija iz 1929. godine pored toga što je po svojoj oštrini i prostoru koji je zahvatila, predstavljala do tada nezabeleženu krizu, za ekonomsku politiku i nauku, možda je bila i najveća prekretnica u 20. veku. Ona je označila početak savremene makroekonomije kao posebne ekonomske discipline uz okončanje viševjekovne dominacije liberalne ekonomske teorije. Bio je to privremeni kraj lessefer kapitalizma, a za kreatore ekonomske politike početak nove ere značajnijeg mešanja države u funkcionisanje ekonomskog sistema.²⁰

U ovakvoj situaciji država je povukla veoma loš potez, naglo je sprovedena monetarna restrikcija što je još više ubrzalo izbijanje najveće recesije koja nije uzdrkala samo berze, već i sve svetske privrede. Naime, Federalne rezerve su početkom 1928. godine otpočele sa restriktivnom monetarnom politikom u cilju obuzdavanja buma na berzi, koji je započeo 1926. godine. Doktrina se zasnivala na zabrani bankarskog kreditiranja za svrhe finansiranja špekulativnih aktivnosti na berzi. Restriktivna politika je samo ubrzala recesiju u avgustu i dovela do kraha na berzi oktobra 1929. godine.²¹

Ozbiljna recesija iz 1929. godine, pretvorila se 1930. godine u depresiju usled bankarske panike koja je nastupila, prevashodno, zbog neadekvatne, nedovoljno agresivne monetarne politike FED-a (Federalne rezerve SAD), koja nije uspela da onemogući smanjenje novčane mase. Smanjenje novčane mase je kroz sledeće kanale uticalo na smanjenje dohotka: smanjenje agregatne tražnje, nelikvidnost i bankrotstvo banaka što je onemogućilo funkcionisanje finansijskog sistema, deflaciju cena aktive i deflaciju izazvanu prezaduženošću.

Faktor koji je doprineo produbljivanju depresije bilo je bankrotstvo banaka, a posebno posledice koje je to bankrotstvo imalo na ometanje već započelih kreditnih odnosa i tokova. Primetno je da je tokom Velike ekonomske krize dogodilo nekoliko talasa bankarskih kriza u SAD, te da su se one podudarale sa lošim makroekonomskim kretanjima. Tokom četiri godine trajanja krize u SAD, čak 9.000 banaka je bilo zatvoreno, tako da je broj banaka spao na 40% od početnog. U najvećem broju slučajeva reč je o malim, lokalnim bankama. Šok koji je američka ekonomija pretrpela usled stečaja banaka bio je ogroman. Čak 10% pada BDP-a, ili jedna trećina pada tokom Velike ekonomske krize, može se

¹⁹ *Ibid.*

²⁰ A. Prašćević, "Monetarna politika i ekonomske recesije – ciljevi, instrumenti i efekti", *Ekonomске teme*, 2/2011, 154.

²¹ S. Lakić, 4.

pripisati kolapsu bankarskog sektora. Pokazalo se da je struktura banaka u SAD bila znatno otežavajući faktor s obzirom da su dominirale male, nezavisne banke koje su se pokazale ranjivijim od velikih banaka, kakve su u to vreme postojale u Francuskoj i Velikoj Britaniji.²²

SAD se nisu oporavile od krize sve do 1933. godine i dolaska na vlast predsednika Frenklina D. Ruzvelta, koji je sproveo niz mera u okviru politike “Novog dogovora”, a sve u cilju suzbijanja krize. Prvobitno je naredio zatvaranje svih banaka na period od dve nedelje u cilju proveravanja njihovih finansijskih knjiga i načina poslovanja. Takođe, sprovedena je istraga od strane savezne vlade na tržištu hartija od vrednosti i berzi.²³ Direktna posledica i odgovor na utvrđene nepravilnosti tokom sprovedene istrage je usvajanje brojnih saveznih zakona, koji i dan danas važe. U periodu od 1933. do 1940. godine doneto je šest zakona kojima je regulisano tržište hartija od vrednosti. U pitanju su sledeći zakoni: Zakon o hartijama od vrednosti 1933, Zakon o trgovini hartijama od vrednosti 1934, Zakon o javnim komunalnim kompanijama 1935, Zakon o upravljanju portfeljima 1939, Zakon o investicionim kompanijama 1940 i Zakon o investicionim savetnicima 1940. Dok se zakon iz 1933. godine odnosi na primarnu emisiju hartija od vrednosti, zakon iz 1934. godine odnosi se na sekundarnu trgovinu hartijama od vrednosti na berzama i OTC tržištu. Ovim zakonom je osnovana i Komisija za hartije od vrednosti i berze (*Securities and Exchange Commission*).²⁴

3.3. Berzanski krah 1987. godine

Poput berzanskog kraha 1929. godine, i krah 1987. godine započeo je slomom Njujorške efektne berze. Od 1982. godine u SAD-u, ali i u drugim razvijenim zemljama, vladao je preveliki optimizam koji je doveo do znatnog rasta cena akcija i berzanskih indeksa. U toku tih pet godina kursevi akcija su neprestano rasli da bi neposredno pre sloma dostigli 300 odsto svoje vrednosti iz 1982. godine. Iznenada, 19. oktobra 1987. godine, poznatog i kao “crni ponedeljak”, dogodio se slom na berzi, pri čemu su akcije za samo šest sati izgubile 22 odsto svoje vrednosti.²⁵

²² A. Praščević, (2011), 158.

²³ Istraga Komisije, koju je predvodio Ferdinand Pekar, trajala je 17 meseci. Tokom istrage ispitane su mnoge najmoćnije ličnosti Vol Strita: predsednici banaka, zvaničnici berze, brokri, investicioni bankari. Po završetku istrage podneto je 12.000 stranica dokaza u 20 tomova. Utvrđene su brojne nepravilnosti, nemoralno ponašanje i česte prevare koje je štampa objavljivala. V. Dugalić, M. Štimac, 311-312.

²⁴ R.A. Anderson, I. Fox, D.B. Twomey, *Business Law*, South-Western Publishing Co., Cincinnati 1987, 846-850.

²⁵ N. Jovanović, 194.

Ovaj udar osetile su gotovo sve razvijene zemlje, pa je čak na 19 od 23 razvijene berze zabeležen pad veći od 20 odsto. Do danas nisu doneti jedinstveni zaključci o razlogu ovog berzanskog kraha, ali sasvim je jasno da su psihologija mase i panika među ulagačima odigrale ključnu ulogu u najvećem padu u jednom danu na Njujorškoj efektnoj berzi.²⁶

Prema analizama berzanskih institucija, kriza koja je izbila oktobra 1987. godine, bila je rezultat ogromne prodaje hartija od vrednosti prouzrokovanih programiranom trgovinom. Za ovakvu trgovinu karakteristično je to što kad cene pojedinih hartija od vrednosti padnu ispod određene granice, računar odmah izdaje nalog za njihovu prodaju. Krajnji rezultat ovakve trgovine bio je ostvarivanje dobiti na osnovu razlike između cena derivata i hartija od vrednosti koji stoje u osnovi derivata. S obzirom da je cena derivata bila potcenjena u odnosu na aktivu, ulagači su kupovali derivate, a prodavali aktivu, što je i dovelo do sloma na berzi. Te godine Federalne rezerve nisu ponovile grešku iz 1929. godine, već su ponudile rezerve bankarskom sektoru. Tržište je uz pomoć Federalnih rezervi prebrodilo ovu krizu koja je potrajala svega nekoliko nedelja, a potom nastavilo sa rastom i ulaganjima. Bilo je potrebno samo tri godine da bi indeks Dow Jones dostigao nivo pre sloma 1987. godine. Za razliku od krize iz 1929. godine, kada mu je bilo potrebno čak 35 godina da dostigne nivo koji je imao pre krize. Ova kriza rezultirala je usvajanje Insider Trading and Securities Fraud Act 1988. godine, kojim se predviđa strože kažnjavanje insajderske trgovine i prevarnih aktivnosti na finansijskom tržištu.²⁷

Kraj 20. veka obeležilo je još nekoliko potresa na svetskim berzama, ali to je bilo kratkog daha. Tokom 1990. usledio je slom japanskog tržišta kapitala, 1995. finansijska kriza u Latinskoj Americi, 1997. godine desila se kriza na berzama širom Azije, 1998. je propao špekulativni fond LCTM kao posledica krize u Rusiji, tokom 2000. godine urušena je naduvana vrednost internet akcija u SAD, a 2001. godine berze doživljavaju još jedan slom, nakon terorističkih napada na SAD.²⁸

3.4. Globalna finansijska kriza 2007. godine

Kriza 2007. godine započela je kao kriza hipotekarnog tržišta SAD-a. Započela je onog trenutka, kada kupci hartija od vrednosti zasnovanih na hipotekama, nisu mogli da ih unovče, da bi se količina tih bezvrednih hartija naglo povećala. Finansijske institucije su na osnovu

²⁶ J. Janjušević, 11.

²⁷ K. Đulić, Korporativno upravljanje u krizi, <http://www.ekof.bg.ac.rs>, 30.11.2016, 2.

²⁸ M. Latković, „Upravljanje rizicima: identifikacija, mjerenje i kontrola”, *Financijska teorija i praksa* 2/2002, 467.

hipotekarnih kredita emitovale hartije od vrednosti i prodavali ih na tržištu. Hartije od vrednosti su godinama imale odličnu prođu na tržištu, kupovali su ih različiti investitori: banke, penzioni i investicioni fondovi, opštine, gradovi, države itd.

Međutim, jedan od glavnih uzroka ove krize je politika koju su sprovodile Federalne rezerve. Nakon kratkotrajne recesija koja je zadesila SAD nakon terorističkih napada 2001. godine, Federalne rezerve su počele da vode umesto restriktivne, ekspanzivnu monetarnu politiku. To je omogućilo ekspanziju hipoteka, i na njima zasnovanih hartija od vrednosti. Ovakva kretanja bila su praćena ekspanzijom u građevinarstvu, posebno u izgradnji stambenih objekata, koja dostižu vrhunac u septembru 2006. godine, nakon čega dolazi do pada, koji prati i pad cena nekretnina. Kraha na tržištu hipotekarnih kredita bio je prvi znak da će naduvani balon u SAD pući, a do izražaja će doći prezaduženost domaćinstava i preduzeća. Međutim, monetarne vlasti su reagovala tek od jeseni 2007. godine kada su uvideli da su recesiona kretanja sigurna. Zbog visoko iskorišćenih kapaciteta i pune zaposlenosti sredinom 2007. godine (stopa nezaposlenosti iznosila je 4,5%, što je niže od prirodne stope nezaposlenosti), monetarne vlasti su započele obaranje kamatne stope, uz ograničenje mogućeg rasta inflacije. Vrlo brzo nakon toga, monetarne vlasti su bile preokupirane borbom protiv izuzetno oštre recesije, preteće deflacije, ali i očuvanja finansijskog sistema.²⁹

Prvi alarmantan znak krize dogodio se u trenutku kada je jedna od najvećih hipotekarnih finansijskih institucija (*New Century Financial Corp* – NCFC), sasvim neočekivano objavila da je u prethodnom periodu poslovala sa mnogo većim gubitkom od očekivanog. Istovremeno, bila je najavljena revizija podataka o vrednosti aktive i poslovanja za prethodna tri kvartala 2006. godine. Među ulagačima je zavladao panika, osetili su da novac nije uložen u sigurne hartije od vrednosti, već sasvim bezvredne hartije. U narednim danima usledio je drastičan pad vrednosti akcija NCFC, da bi se okončalo neizbežnim bankrotstvom. Istim putem krenule su i *American Home Mortgage Investment Corp* avgusta 2007. godine, *Accredite Home Lenders Holding Co* oktobra 2007. godine. Tokom 2008. godine najveći pad su zabeležile akcije *Countrywide Financial Corp*, prvog kreditora na američkom tržištu, koji u svom posedu imao više od 1500 milijardi dolara hipotekarnih kredita. U 2007. godini akcije ove korporacije vredele su 45 dolara, a u 2008, prodavale su se za manje od 7 dolara.³⁰

Ovu krizu obeležio je kolaps jedne od najvećih američkih investicionih banaka *Bear Stearns*, marta 2008. godine, čija je vrednost

²⁹ A. Prašćević (2011), 166.

³⁰ J. Janjušević, 5.

akcija opala za 49%. Vrednost akcija *Merrill Lynch* opala je za 47%, a *Citigroup* za 60%. Tri pomenute korporacije ostale su bez svojih menadžera uz izuzetno visoke otpremnine, što je izazvalo oštre debate. Jula meseca 2008. godine, *Indy Mac Bank*, banka sa najvećim štednim ulozima za okrug Los Anđelesa je propala.³¹ Sredinom septembra 2008. godine dogodio se kolaps investicione banke *Lehman Brothers*. Tada su mali akcionari koji su posedovali kratkoročne obveznice, koje je emitovala ova banka, izgubili sav novac. Bankrot ove investicione banke uticao je na LIBOR.³² Uz *Lehman Brothers*, neslavno su prošle i mnoge druge finansijske institucije i korporacije, poput *AIG*, korporacije *FHLMC* i *FNMA*, od milja nazvane “*Fredi Mek*” (*Freddie Mac*) i “*Fani Mej*” (*Fannie Mae*).

Posle velike i koordinirane ali nedovoljno uspešne intervencije centralnih banaka SAD-a i Evrope, u decembru 2008. godine, postalo je jasno da problem nije samo likvidnost na hipotekarnom delu finansijskog tržišta. Kriza se proširila na ceo finansijski sektor i na ostale sektore SAD pre svega zbog izazvane krize poverenja koja je privremeno dovela do obustavljanja većine tekućih kreditnih operacija. Kriza se prelila izvan granica SAD u Evropu, s obzirom da su evropske banke aktivno učestvovala na hipotekarnom tržištu SAD.³³

Otpočinjanjem globalne ekonomske krize tokom 2008. godine, reaffirmisani su ciljevi centralnih banaka u promovisanju maksimalnog obima zaposlenosti i kontroli inflacije. Ovo je bio slučaj kako u SAD, kao vodećoj ekonomskoj sili, tako i u drugim zemljama. U SAD, u kojoj je kriza i pokrenuta, monetarna politika je bila izuzetno agresivna i ogledala se u obaranju kamatne stope, koja je na kraju oborena na najniži nivo od 0-0,25% u decembru 2008, kao i aktivnim merama za otklanjanje krize likvidnosti. Kongres je odobrio TARP program u cilju obezbeđivanja kapitala bankama, i stabilizaciji tržišta novca i kratkoročnih hartija od vrednosti, kako bi se izbegao kolaps finansijskog sektora. Finansijska kriza u SAD onemogućila je kreditiranje, uključujući različite vidove kredita domaćinstvima i privredi. To je izazvalo dodatno smanjenje agregatne tražnje, dodatno utičući na smanjenje zaposlenosti i povećanje nezaposlenosti, koja postaje problem broj jedan u SAD. Ekspanzivna monetarna politika, podjednako praćena ekspanzivnom fiskalnom politikom, dovela je do okončanja recesije u junu 2009. godine. Treba napomenuti da je ekspanzivna monetarna politika u SAD bila moguća zbog nepostojanja straha od inflacije, već naprotiv, straha od deflacije. Stoga su Federalne rezerve kao svoj cilj odredile nisku, ali pozitivnu

³¹ *Ibid.*

³² S. Lakić, 5.

³³ J. Janjušević, 6.

stopu inflacije. Nasuprot SAD, neke zemlje su bile ograničene u primeni ekspanzivne monetarne i fiskalne politike, zbog efekata na rast inflacije. Ovakvo iskustvo imale su zemlje u tranziciji, što je iskustvo i Srbije.³⁴

4. Krah Beogradske berze 2008. godine

U poslednjem kvartalu 2006. godine, Beogradska berza doživljava ubrzan rast. Rast je nastavljen i u prvom kvartalu 2007. godine, što je dovelo do pravog buma na Beogradskoj berzi. Početkom maja 2007. godine dosegnut je vrh, te su indeksi svih hartija od vrednosti vredeli najviše. U prva tri meseca 2007. godine indeks najlikvidnijih srpskih akcija Beleks 15 porastao je za čak 67,18%, ali kako to obično biva, nakon velikog buma, nailazi ciklus pada cena i indeksa. Međutim, prvobitni uzrok berzanske krize koja je pogodila Beogradsku berzu nije ekonomske, već političke prirode. Produblјivanje političke nestabilnosti, pre svega izazvane najavama o ocepļjenju Kosova i Metohije, doneli su krajem 2007. godine osetni pad vrednosti akcija na Beogradskoj berzi.³⁵ Blagi rast hartija od vrednosti usledio je tokom februara 2008. godine, kada indeks Beleks 15 skače za preko 6%. Ubrzo je usledilo jednostrano proglašenje nezavisnosti Kosova i Metohije, što se posebno odrazilo na pad vrednosti akcija na Beogradskoj berzi. Berza je doživela reakciju investitora. Nedelju od 10. do 14. marta 2008. godine mogli bismo nazvati "crnom nedeljom" Beogradske berze, s obzirom da je te nedelje indeks Beleks opao za 16,85%, a najlošije su prošle najlikvidnije hartije berze. Vrlo je verovatno da su dodatni udar na berzu imali investicioni fondovi, koji imaju za cilj sprečavanje većih gubitaka za pojedinačne, sitne investitore. U strahu od daljeg pada vrednosti akcija, investitori su se odlučivali na povlačenje svojih uloga. S obzirom da fondovi imaju zakonsku obavezu isplate investitora, morali su u velikom iznosu, da pritisnu stranu ponude na tržištu, spuštajući vrednost akcija ispod realnog nivoa. Čak ni akcije onih kompanija koje su objavile sjajne rezultate u 2007. godini, nisu bile pošteđene, jer su fondovi najbrže mogli da prodaju najlikvidnije hartije od vrednosti.

Navedeni poremećaji na Beogradskoj berzi ukazuju da je potrebna stroža regulativa tržišta vrednosnih papira, koja se realizuje na državnom nivou, ali i od strane samoregulatornih organizacija. Kao predmet državne regulacije, domaće tržište hartija od vrednosti karakterišu brojne osobenosti: niska likvidnost i nestabilnost tržišta, visoki rizici, slaba potražnja i uprošćena struktura vrednosnih papira; manja transparentnost

³⁴ A. Prašćević (2011), 170-171.

³⁵ <http://www.psinvest.rs>, 05.12.2011.

i efektivnost tržišta, visok nivo insajderskih informacija, manipulacija i špekulacija na tržištu; visoka koncentracija vlasništva, tj. blokova akcija u rukama malog broja pojedinaca; nekonkurentnost; značajno prisustvo stranih investitora, bez adekvatnog reciprociteta; neusaglašenost politike i mera različitih državnih organa, pritisci na Komisiju za hartije od vrednosti.³⁶

5. Zaključak

Iskustva iz prethodnih finansijskih kriza nametnula su obavezu da berze aktivno utiču na kretanja koja se ostvaruju na finansijskim tržištima. Finansijski krahanje koji se povremeno dešavaju na berzama prenose se na ostale delove tržišta, kao i na celokupnu privredu. U savremenim uslovima poslovanja, zahvaljujući ubrzanom razvoju informacionih sistema, povezanost između određenih tržišnih segmenata postaje sve čvršća, te se i krize gotovo istovremeno prenose sa jednog sektora na drugi. Stoga je neophodno da berze preduzimaju niz preventivnih mera i aktivnosti u cilju sprečavanja kriza, i/ili ublažavanja postojećih kriza, kako bi se stvorili uslovi za stabilnost finansijskih tržišta, kao i tržišta u celini. Finansijski krahanje uvek aktuelizuju pitanje ciljeva i načina vođenja ekonomske politike. Svojevremeno to je bio slučaj sa Velikom ekonomskom krizom 1929. godine, ali i sa aktuelnom globalnom recesijom koja je započela 2007. godine. Nakon Velike depresije u nauci su usledile najveće promene razvojem kejnzijanske ekonomske teorije i izdvajanja makroekonomije kao ekonomske discipline. Prema mišljenju kejnzijanaca, iako je monetarna politika neefikasna, ona je ipak neophodna u pokušaju prevazilaženja finansijskih kriza.³⁷

Kreatori ekonomske politike prilikom koncipiranja odgovarajućih mera državne intervencije na finansijskom tržištu, treba da uzmu u obzir i psihologiju investitora, s obzirom da investitori često ne odlučuju bez emocija, sledeći isključivo razum.

³⁶ R. Sovilj, *Pravni režim ograničenja rizika u poslovanju trgovaca hartijama od vrednosti*, doktorska disertacija, Pravni fakultet Univerziteta u Beogradu, Beograd 2016, 37.

³⁷ A. Prašćević, (2011), 171.

Ranko Sovilj, Ph.D

Research Assistant, Institute of Social Science

Sanja Stojković-Zlatanović, Ph.D

Research Assistant, Institute of Social Science

IMPLICATIONS OF THE FINANCIAL CRISIS – COMPARATIVE ANALYSIS

Summary

With each new financial crisis, the issue of regulation and the effectiveness of the proposed measures and solutions aimed at combating the crisis. In this paper the author use comparative and historic method, analyzing the implications of the financial crisis on the capital market, as well as the market as a whole. In the introductory part of this paper, the author explains the uprising of the stock exchange crash, citing a number of factors that can lead to the stock market crash and the collapse of the financial market. The second part is dedicated an overview of the major stock exchange crashes in history, with special references to the implications produced by these crashes. In the last part of the paper, the author gives a brief overview of the operations on the Belgrade Stock Exchange, as well as the characteristics of the local financial market. In the conclusion the writer points to the importance of the stock exchange in the modern business environment, in order to prevent crisis, and/or mitigate the existing crisis.

Key words: financial crisis, speculative bubble, Great Depression, global recession, Belgrade Stock Exchange.