

Samuel Gregg

# Za Boga in dobiček

Kako lahko bančništvo in finance služijo skupnemu dobremu



## 6

# Razumevanje kapitala, civilizacijski kapital

*Še vedno obstaja močan občutek – upravičen ali ne –, da vsa družba plačuje za napake in neodgovornost bankirjev; vlada nepotrpežljivost k čimprejšnji vrnitvi k »poslovanju kot običajno« – ki ga zaznamujejo še vedno v nebo leteči dodatki in malo opaznih sprememb v bančnih praksah.*

Nadškof Rowan Williams, 2011

Kritiziranje in celo demoniziranje tistih, ki delajo v financah, ni nič novega. Dejstvo, da je bila po finančni krizi leta 2008 razglašena sezona odprtega lova na bančnike, ne bi smelo nikogar presenetiti. Zlasti pomembno je, da kritike niso izrekli samo tisti s socialdemokratskimi nagnjenji, ampak tudi mnogi močni zagovorniki prostega trga.

Skupna pritožba po vsem političnem spektru je bilo očitno pomanjkanje odgovornosti mnogih, ki so delali v finančni industriji. Kje je pravica, so se mnogi spraševali, če isti ljudje, ki so globalni finančni sistem pripeljali na rob zloma, še naprej dobivajo zelo visoke plače in dodatke? Kako je mogoče, da so morali davkoplačevalci, med katerimi je oster gospodarski obrat navzdol mnoge močno prizadel, poravnati račun za, kot se je zdelo, skrajno nepremišljene odločitve zasebnega kapitala?

To so bila docela razumna vprašanja. Res je tudi, da je od leta 2007 naprej izgubilo zaposlitev na stotisoče ljudi, ki so delali v finančnih industrijah po svetu. Celotna področja poslovanja so prenehala obstajati. To je ena oblika razmeroma grobe odgovornosti – čeprav ni vedno razlikovala med tistimi v finančni industriji, ki so ravnali preudarno, in onimi, ki so se ujeli v podžiganje že tako pregretih hipotekarnih trgov

ali prodajanje izvedenih papirjev, čeprav njihovega točnega delovanja niti sami niso znali razložiti.

Seznam kritik, ki so jih zasebnim financam namenili kristjani in drugi, je dolg in podroben. Toda osnovne pritožbe, ki jih je bilo – z manjšimi variacijami – slišati od leta 2008 naprej, so bile v bistvu enake kritiki, ki so jo finance deležne že desetletja. Ne glede na to, ali so obtožbe povezane z odgovornostjo ali zaslužki, ostajajo neverjetno stalne. Na prvem mestu med njimi je praksa, ki zajamčeno vzbuja jezo mnogih kristjanov: špekuliranje.

## Špekulanti in špekuliranje

Sama beseda »špekuliranje« je nabita z globoko negativnim pomenom. Leta 2004 je na primer dokument, ki ga je izdal Svetovni svet Cerkev, postavil pranje denarja in špekuliranje pod isti naslov.<sup>1</sup> Ni se nam treba ozirati daleč v krščansko zgodovino, da najdemo obsodbe finančnega špekuliranja. V mnogih primerih so bili takšni komentarji začinjeni z močnim odmerkom protisemitizma.

Veliko je odvisno od tega, kaj je mišljeno s špekuliranjem. *Katekizem katoliške Cerkve* recimo opredeli »špekuliranje, pri katerem nekdo umetno manipulira s ceno dobrin, da si pridobi korist na škodo drugih«, kot »moralno nedovoljeno«.<sup>2</sup> Izbira besed kaže, da *obstajajo* zakonite oblike špekuliranja, le da te niso navedene. Strokovnjak za krščansko družbeno etiko Oswald von Nell-Breuning, DJ, je glede na besedo *špekuliranje* to komentiral, da »ena sama posplošena definicija ne more zajeti vseh odtenkov«.<sup>3</sup> V eni od redkih sodobnih krščanskih analiz te snovi Stephen Nakrosis piše: »Sicer je res, da morda nekateri uporabljajo špekulativne transakcije, da z malo truda požanjejo velike nagrade, vendar je veliko primerov, ko je takšno trgovanje zakonito poslovno orodje.«<sup>4</sup>

Ali so različne odločitve, označene kot »špekulativne«, pravične ali ne, je odvisno od značilnosti posamezne odločitve. Lahko bi rekli, da je igra na srečo, kot je kartanje, vrsta špekuliranja, ker glede na ugibanje staviš, da imaš v igri boljše karte od drugih. Vključuje tudi odločitev, da ob resnem tveganju vložiš svoje osnovno bogastvo in s tem ogroziš blaginjo tistih, ki so odvisni od tebe – v tem primeru je kartanje grešno.

Podobno je špekuliranje, ki se opira na pripovedovanje neresnic ali širjenje govoric, krivično, ker je odločitev za laganje, po krščanskih načelih, vedno grešna. Enako nepošteno bi bilo, če bi finančna družba

poskušala manipulirati trg s terminskimi posli tako, da bi drugim pretirano optimistično ali negativno izražala obete za dano dobrino.

Vsi navedeni primeri se močno razlikujejo od tiste vrste špekuliranja, ki vključuje preudarne odločitve o tem, kaj nekdo kupi in proda na borzi glede na svojo presojo, kaj se bo zgodilo v prihodnje, ki jo sprejme na podlagi znanja, izkušenj in dejstev. Špekuliranje je vsekakor mogoče zlorabiti ali slabo uporabiti. Toda zgolj dejstvo, da nekatere banke dajejo posojila napačnim ljudem, ne pomeni, da moramo povsem ustaviti posojila. Zloraba špekulativnih tehnik ne pomeni, da je sama praksa špekuliranja zlo.

Zavedati se moramo, da so na najosnovnejši ravni prvine špekuliranja vključene v *vso* gospodarsko dejavnost. *Vsi* moramo sprejemati odločitve, kako porabljamo in vlagamo svoj dohodek v okolju stalnih gospodarskih sprememb in glede na neizogibno nepopolno znanje o prihodnosti. Celo vsakdanje dejanje, kot je to, da nekaj svojega osnovnega in presežnega bogastva položimo na račun v svoji krajevni banki, vključuje nekaj špekuliranja, saj ob tem predvidevamo – namesto da bi povsem gotovo vedeli –, da (1) bo banka ostala solventna in, če bo bankrotirala, bo (2) država jamčila za del naših vlog.

Obstajajo tudi večje in manjše stopnje špekuliranja, odvisno od velikosti »stave« in tega, koliko lahko razumno napovemo prihodnost. Če recimo banka odobri dveletno manjše posojilo uveljavljenemu podjetju z zgodovino pravočasnega odplačevanja, to naredi z veliko stopnjo gotovosti, da bo posojilo plačano.

Stopnja špekuliranja – in tveganja – pa se denimo zviša v primeru hedge sklada, ki se odloči sposoditi velike vsote denarja, da špekulira glede prihodnje vrednosti neke dobrine ali valute v različnih časovnih obdobjih. »Terminski posli«, kot se to imenuje, skušajo kapitalizirati pričakovana gibanja cen dobrin, proizvodov in delnic v določenem časovnem obdobju v upanju na prodajo po višji ceni in na nakup po nižji. Takšni posli vključujejo kupovanje ali prodajanje proizvodov, delnic ali dobrin na poznejši datum po nespremenljivi ceni v pričakovanju, da bodo v tem času cene padle (tako imenovana transakcija »medveda«) ali narasle (transakcija »bika«).<sup>5</sup> Višja stopnja negotovosti okrog pričakovanih cenovnih gibanj pomeni, da je špekulativno tveganje navadno višje kot pri običajnem majhnem podjetniškem posojilu.

Toda kristjani se morajo neizogibno vprašati, ali je špekuliranje samo po sebi pravično ali nepravično. Pri tem je treba, *prvič*, omeniti, da je glede na to, da vsaka gospodarska odločitev neizogibno vključuje določeno stopnjo špekuliranja, težko videti, kako bi bilo lahko špeku-

liranje *per se* grešno v enakem smislu, kot je na primer vsako dejanje prešuštva samo po sebi zlo. *Drugič*, spomniti moramo, da so mnogi poreformacijski krščanski učenjaki, kot je Luis Molina, razlikovali špekuliranje (vključno s špekuliranjem s samim denarjem) od oderuštva, ker prvo vključuje stopnjo tveganja in so zato morebitni dobički, ki jih prinese, upravičeni.

*Tretjič*, špekuliranje, najsi gre za valute ali dobrine, ni početje, ki ne bi vključevalo dela. Če se hedge sklad odloči za prodajo ali nakup terminskih poslov po prihodnji ceni, to redko naredi na slepo. Obstaja razlog, zakaj takšne družbe zaposlujejo številne analitike, trgovce in celo strokovnjake, ki izdelujejo matematične modele, da bi naredili čim točnejše špekulativne ocene. Čeprav je špekuliranje pogosto predstavljeno kot dejavnost, ki prinaša ogromne koristi z zelo malo dela, največkrat vključuje kar precej dela visoko strokovnih skupin ljudi, ki lahko veliko izgubijo (s svojo službo vred), če se znatno zmotijo pri presoji.

Sredi 50. let 20. stoletja je Johannes Messner navedel več kriterijev kot pomoč pri odločanju, ali je neko dejanje špekuliranja pravično. Poleg vztrajanja, da je samodejno zlo vsako špekulativno dejanje, ki vključuje laganje ali krajo, je Messner navedel, da so za pravično špekuliranje potrebni: (1) temeljito znanje o stanju na trgu; (2) primerna preučitev vplivov možnega razvoja ponudbe in povpraševanja; (3) resen trud za odkrivanje morebitnih trendov; in (4) preudarna razporeditev investicij, tako da špekulant kljub dejavniku negotovosti svoje sposobnosti izpolnjevanja obstoječih poslovnih obveznosti ne izpostavi čezmernemu tveganju.<sup>6</sup>

Zadnji od teh kriterijev odseva potrebo po spoštovanju zahtev komutativne pravičnosti. Skratka, špekuliranje ne sme po nepotrebnem spodkopati vaše sposobnosti, da izpolnujete obstoječe pogodbene obveznosti do drugih oseb in podjetij. Prve tri Messnerjeve smernice so v bistvu nasveti, naj preudarno izbiramo in delujemo. Ne naročajo, da ne smemo tvegati, vendar vztrajajo, da je treba tveganje prevzeti odgovorno.

Iz teh Messnerjevih opažanj je mogoče razbrati, da ustanove in posamezniki, ki se ukvarjajo s špekuliranjem, ne smejo gledati vedenja drugih špekulantov kot edinega vodila, kaj pomeni razumno špekulativno tveganje. Ravnali bi nespametno, če se ne bi menili za tržne signale, preden se odločimo za špekuliranje o čemerkoli. Vendar obstaja določena vrsta nepremišljenega črednega vedenja, ki slepo sledi tržnim kazalcem.<sup>7</sup>

Hitrost, s katero lahko transakcije potekajo, včasih še poveča težavo. Leta 2000 je novinar *New York Timesa* Thomas Friedman trdil, da lahko tako imenovana elektronska čreda – konglomerat svetovnih vlagateljev – »vsili pritisk [za dobro politiko], ki se mu lahko upre le malokatera vlada. Za to ima svoj sebičen interes in pri drugih vzbudi interes, da se podredijo.«<sup>8</sup> Po enakem vatlu lahko špekulanti iz elektronske črede, ki izgubijo perspektivo in sami nehajo razmišljati, naredijo znatno in pogosto nenadno škodo.

Glede na že prej obstoječe obveznosti širšega razpona ljudi in ustanov, bi morali biti finančni igralci zelo previdni ob preprostem sledenju zgledu drugih, kadar se spuščajo v špekuliranje. Pomaga dejstvo, da je od Messnerjevega časa finančni sektor izboljšal svojo sposobnost špekuliranja s čedalje bolj dovršenimi raziskavami in napovedovalnimi modeli. Vendar se finančni trgi vseeno včasih vedejo na načine, ki so v nasprotju tudi z najboljšo analitično napovedjo. Prav tako še tako obsežno modeliranje ni primerno nadomestilo za osnovno razsodnost.

## Špekulanti in »realno gospodarstvo«

Druga vrsta krščanskih kritik špekuliranja je povezana z njegovimi posledicami za univerzalni cilj materialnih dobrin. V tej zvezi lahko pogosto slišimo stališče, da špekuliranje odvrča kapital od vlaganja v »realno gospodarstvo«.

Vendar ni veliko dokazov, da vlaganje v različne oblike finančnega špekuliranja zmanjša količino kapitala, razpoložljivega za druge posle. Dokument, ki ga je leta 1994 objavil Papeški svet za pravičnost in mir, denimo navaja, da so se vlaganja v podjetja in korporacije v industrijsko najbolj razvitih državah v osemdesetih letih dejansko povečala ob istem času, ko so vlaganja v finančne trge postala bolj razširjena.<sup>10</sup>

Drugi kristjani so kritike usmerili v to, da špekuliranje na določenih trgih vpliva na ponudbo nekaterih osnovnih potrebščin za življenje. Dva papeža, Benedikt XVI. in Frančišek, sta izrecno omenila špekuliranje s cenami hrane kot zlasti skrb zbujajoče.

Leta 2011 se je na primer Benedikt XVI. vprašal: »Kako lahko prezremo dejstvo, da je sama hrana postala predmet špekuliranja oziroma je povezana z razvojem finančnega trga, ki je brez postavljenih pravil in praktično brez moralnih načel, njegov edini cilj pa je, kot se zdi, dobiček?«<sup>11</sup> Kot odmev na besede svojega predhodnika je papež Frančišek dejal: »Peščica si pridobiva neznansko bogastvo iz finančnih špekulacij, medtem ko njihove posledice mnoge težko obremenjujejo.« Izjavil

je tudi, da je »špekuliranje s cenami hrane škandal, ki najrevnejšim članom naše človeške družine resno ogroža dostop do hrane«.<sup>12</sup>

Očitek se tu nanaša na to, da špekulanti, ki pričakujejo zvišanje cen določene dobrine in zato kupijo veliko prihodnjih pogodb, dejansko zvišajo ceno dobrin, po katerih je trenutno veliko povpraševanja. Vsekakor so primeri, ko tovrstno špekuliranje res *lahko* izkrivi cene. Nekdo, ki ima v lasti terminski posel, večji od ponudbe dobrine, dobavljive po konkurenčni ceni, lahko pritisne na trg in zviša cene. Toda učinek je vedno prehodni in taki primeri so razmeroma redki.<sup>13</sup>

Bolj na splošno so neposredni dokazi o razmerju med gibanji cen in špekulativno dejavnostjo šibki. Rast cen, kot sta jo omenila papeža, lahko pravilneje razložimo z dramatičnim povečanjem povpraševanja po določeni dobrini, medtem ko je ponudba te dobrine razmeroma stabilna.<sup>14</sup> Špekulanti niso odgovorni za visoke ali nizke cene določenih dobrin v daljšem časovnem obdobju. Dolgoročno in srednjeročno ceno hrane določajo stopnja njene redkosti ter sile povpraševanja in ponudbe. Če lahko kmetijska industrija pridela dovolj hrane, da zadosti povpraševanju ali ga celo preseže (s tehnološkimi inovacijami in izboljšavami v pridelavi), bodo cene kmetijskih izdelkov padle. To so dejavniki, ki nazadnje določajo cene hrane – ne špekuliranje.

Prav tako ni veliko dokazov v podporo trditvi, da dobički, ki jih v teh primerih ustvarijo trgovci, nastanejo na račun revnih. Tu moramo natančno razumeti, kako deluje špekuliranje.

Če nekdo danes potrebuje 2000 sodčkov nafte, mora plačati trenutno ceno za sodček nafte, ki ga potrebuje danes. To je znano kot cena za takojšen nakup (recimo 100 dolarjev). Zdaj si pa predstavljajte, da 2000 sodčkov nafte ne potrebujete danes, ampak jih boste potrebovali čez eno leto. Trg terminskih poslov vam omogoča, da kupite te sodčke za dobavo čez eno leto po terminski ceni 90 dolarjev. Naftna družba vam je te sodčke pripravljena prodati, ker ji to jamči prodajo. Ta obojestransko koristen dogovor se sklene s terminsko pogodbo.

Toda trg terminskih poslov vam tudi omogoča, da kupite sodčke nafte, ne da bi jih želeli uporabiti zase. V takih primerih se z naftno družbo dogovorim za istih 2000 sodčkov po nižji terminski ceni, pri čemer bodo sodčki dostavljeni nosilcu pogodbe čez eno leto. Z nakupom pogodbe to naredim v upanju, da jo bom pred dobavo lahko prodal nekomu drugemu po ceni, ki bo bližje višji ceni za takojšen nakup.

Če ostane ponudba nafte stabilna, bodo tisti, ki predvidevajo, da bodo čez eno leto potrebovali 2000 sodčkov nafte, pogledali, ali sem

jim pripravljen prodati svojo pogodbo. V takih primerih nimam ne dobička ne izgube. Če se povpraševanje po nafti poveča, bodo za mojo terminsko pogodbo morda pripravljeni plačati več, kot bi bili sicer. V tem primeru imam dobiček. Če pa se izkaže, da je ponudba nafte večja od pričakovane, bodo lahko tisti, ki potrebujejo nafto, sklenili boljši posel z nekom drugim. Če v teh okoliščinah prodam svojo terminsko pogodbo, bom zanjo morda dobil manj, kot sem plačal na začetku. Zato izgubim denar.

Tu je treba povedati, da moja sposobnost za ustvarjanje dobička iz špekuliranja ni posledica tega, da bi kogarkoli ogoljufal ali da bi z nekakšno čarovnijo povzročil, da se cene zvišajo in s tem nujne življenjske potrebščine postanejo predrage za revne. Ne, dobiček imam zato, ker sem pravilno ocenil, da bo na neki točki v prihodnosti povpraševanje večje od ponudbe. Podobno bo tudi moja izguba posledica tega, da mi ni uspelo predvideti, da bo čez eno leto ponudba presegla povpraševanje.

Nekateri bodo to označili kot navadno igro na srečo in morda obstajajo ljudje, ki na slepo ugibajo nihanja ponudbe in povpraševanja v prihodnje. Toda večina ljudi se ne ukvarja s takšnim špekuliranjem, ampak vlagajo veliko časa in kapitala v raziskave trendov proizvodnje in potrošnje. Črpajo tudi iz svojega znanja in znanja drugih ter iz izkušenj različnih industrij in trgov – z valutnimi trgi vred –, preden sprejmejo odločitve. Skratka, vključeno je delo, pa tudi pripravljenost sprejemati preračunano tveganje spričo neizogibne stopnje negotovosti, ki zaznamuje vsako gospodarstvo.

Bolj na splošno bi morali biti kristjani pozorni tudi na načine, kako lahko špekuliranje prispeva k boljši uporabi gospodarskih virov za vse. Špekuliranje – najsi gre za valute, hrano, dobrine ali karkoli drugega – lahko na primer prispeva k sorazmerni stabilnosti gospodarskega življenja, ker pomaga srednjeročno in dolgoročno uravnotežiti ponudbo in povpraševanje mnogih dobrin.

Uporabimo isti primer nafte: če se terminska cena za nafto zviša, to kaže, da kritična masa tistih, ki analizirajo prihodnje trende v naftni industriji, meni, da se bodo cene v prihodnje zvišale. Ta tržni signal proizvajalcem pove, da morajo poiskati, vrtati in črpati več nafte. Toda špekuliranje omogoča tudi potrošnikom nafte, da se zavarujejo pred nenadnim zvišanjem cen v prihodnje, tako da si s terminskim nakupom zagotovijo nafto po ceni, ki je po njihovem mnenju nižja, kot bo čez eno leto. In koristi nimajo samo proizvajalci in potrošniki. Ker špekuliranje pomaga stabilizirati cene v srednjeročnem in dolgoroč-



nem obdobju, omogoča vsem, da sprejemajo gospodarske odločitve v okoliščinah večje gotovosti.

Nič od tega ne zanika, da lahko pri špekuliranju prihaja do težav. Če je v finančnem sistemu preveč likvidnostnih sredstev, lahko to povzroči, da se preveč denarja uporabi za špekuliranje z omejenim številom valut in dobrin. Toda še enkrat opozorimo, da problem *ni* špekuliranje kot tako. Problem je čezmerna likvidnost na finančnih trgih, za kar je pogosto kriva preveč ohlapna monetarna politika centralnih bank.

## Špekuliranje, valute in finančne krize

Verjetno najbolj protisloven vidik špekuliranja je povezan s špekuliranjem z valutami, ki po mnenju nekaterih lahko prispeva k nastanku finančnih kriz. Valutno špekuliranje mnogi vidijo kot v bistvu neproduktivno dejavnost, ki dodaja le malo realne vrednosti gospodarstvu.

Kot smo omenili v tretjem poglavju, se zgodnjemodernim krščanskim teologom načeloma ni zdelo sporno, če posamezniki špekulirajo z nihanji vrednosti različnih valut na denarnih trgih. V 16. stoletju so nekateri med njimi sklenili, da vrednost valute določata ponudba in povpraševanje enako kot vrednost vseh drugih dobrin. Menili so tudi, da ni nič narobe, če ljudje služijo denar s špekuliranjem glede prihodnje vrednosti valute, ne nazadnje tudi zato, ker so prišli do sklepa, da je ta vrsta tveganja samo še ena različica nečesa, kar se krščanstvu nikoli ni zdelo izrecno problematično: procesa kupovanja nečesa po nizki ceni in prodajanja po višji.

Čeprav so denarni trgi danes bolj razviti, se bistvo valutnega špekuliranja ne razlikuje dosti od časa Moline in Azpilcuete: to je kupovanje, prodajanje in zadrževanje valut z namenom doseči dobiček iz ugodnih nihanj menjalnih tečajev, to je razmerja, po katerem je mogoče eno valuto, recimo evro, zamenjati za drugo, kot je ameriški dolar (sicer znano kot valutni par).

Razlogov za nihanja menjalnih tečajev ni težko dognati. Spremenijo se lahko zaradi večjih sprememb političnega okolja v državi, zaradi posledic gospodarskega dogajanja, kot je inflacija, ali zaradi nihanj gospodarske rasti. Ti in še mnogi drugi dejavniki oblikujejo odločitve trgovcev za nakup ali prodajo valutnega para. Tveganje je sestavni del valutnega špekuliranja, ker je napovedovanje učinkov nekaterih omenjenih sprememb zelo velik izziv.

Na splošno deluje valutno špekuliranje takole: Če valutni trgovec zavzame stališče, da se bo vrednost ameriškega dolarja v primerjavi z

japonskim jenom zvišala, bo kupil ameriške dolarje z japonskimi jeni. Če bo dolar zrasel, lahko vlagatelj kupi japonske jene s prej kupljenimi dolarji. Dobiček se doseže z arbitražo, to je razliko v valutnih menjalnih tečajih. Podobno, če trgovci kupijo ameriške dolarje z japonskimi jeni in ameriški dolar izgubi na vrednosti, trgovci izgubijo denar, ker ameriški dolarji niso več vredni toliko kot prej.

Glavna korist od takšnega špekuliranja je način, s katerim lahko poveča likvidnost v realnem gospodarstvu. Če želi recimo nemška družba odpreti tovarno avtomobilov v Britaniji, mora evre zamenjati za britanske funte. Da to naredi, potrebuje valutne špekulante, ki bodo kupili evre, ker pričakujejo, da se bo vrednost te valute zvišala.

Čim več valutnih špekulantov je vključenih na denarne trge, tem lažje trgovci in vlagatelji kupujejo in prodajajo tuje valute, kadar to potrebujejo. To močno olajša mednarodno trgovino. Večji dostop do menjave valut tudi olajša tuja neposredna vlaganja podjetij ne samo v razvita gospodarstva, temveč tudi v revnejša. Valutni trgovci in špekulanti tako učinkovito delujejo kot posredniki. Zgladijo proces menjave in podjetjem olajšajo dostop do tujih valut, ki jih potrebujejo in ko jih potrebujejo – vse za ceno stroška storitve (kar so zgodnjemoderni teologi izrecno opredelili kot upravičen zaslužek) in priložnosti, da tvegajo s špekuliranjem na prihodnjo vrednost valute.

Valutno špekuliranje, ki ne vključuje manipuliranja, kraje ali goljufije, je torej legitimno početje, ki pogosto doda vrednost gospodarskemu življenju in pomaga zgladiti njegovo delovanje preko mednarodnih meja. Zakaj potemtakem nekateri kristjani valutno špekuliranje prikazujejo v tako negativni luči?

Najpogostejša kritika je, da lahko špekuliranje z dano valuto škoduje gospodarski blaginji države, proti katere valuti se stavi. Če država recimo doživlja gospodarske težave, bo špekuliranje, da se bo njeni valuti vrednost močno in nenadno znižala, še poslabšalo obstoječo nestabilnost, se glasi argument kritikov.

Pri odločanju, ali naj povečajo svoje zaloge valute tega gospodarstva ali naj se jih znebijo, se špekulanti navadno opirajo na vrsto pogosto protislovnih informacij, kot so konkurenčnost gospodarstva, prilagodljivost trga dela, stopnja inflacije in raven produktivnosti (da ne omenjamo odločitev večjih špekulantov). Če ti kazalci dajejo slutiti, da gre gospodarstvo navzdol, bodo špekulanti poskušali prodati svoje zaloge valute te države. To poveča ponudbo te valute na trgu in zniža njeno vrednost. Ko je okrog prodaje doseženo širše soglasje, vrednost valute še naprej pada, pogosto čedalje hitreje. Če to dela dovolj ljudi, se lahko

pričakovanja špekulantov spremenijo v samoizpolnjujočo prerokbo. In v recesijah se ustvarjanje bogastva upočasni, podjetja se zapirajo in odpuščajo delavce, ljudje izgubijo zaposlitev in revščina se poveča.

Da se špekulanti pogosto obnašajo kot čreda, ne gre zanikati. Včasih se učinek lahko prelije iz ene države na druge v regiji. To se je zgodilo leta 1997 ob azijski finančni krizi. To tudi kaže, da je špekulant, ki opusti svojo kritično presojo in preprosto sledi širšemu špekulativnemu vzorcu, ker »vsi drugi to delajo«, milo rečeno zelo nepreudaren.

Kljub temu pa špekulanti v končni meri *niso* odgovorni za rast ali zaton gospodarstva. Valutne krize so navadno simptomi, ne pa vzroki globljih gospodarskih težav. Gospodarstva rastejo (ali propadajo) zaradi dobrega (ali slabega) institucionalnega okolja in dobre (ali slabe) gospodarske politike. V mnogih primerih so špekulanti primerni grešni kozli za nepripravljenost vlade, da prizna *svoj* neuspeh, ker se ni spopadla z globoko zakoreninjenimi gospodarskimi težavami, kot sta neprilagodljiv trg dela ali prevlada široko razvejane korupcije v njihovi družbi, in *svoje* napake, kot je kopičenje čezmernega dolga ali ohranjanje pretirano nizkih (ali visokih) obrestnih mer, kar vse je bilo glavni vzrok za gospodarski zaton. Valutna kriza je bila na primer vsekakor del finančne krize, ki je zajela Argentino med letoma 1998 in 2001. Toda kot piše finančni novinar Paul Blustein v svoji natančni analizi argentinskega razsula, »Argentina ni bila povsem nedolžna žrtev – daleč od tega. Demokratično izvoljeni argentinski predstavniki so sprejeli odločitve, ki so popeljale državo na pot do gospodarske katastrofe.«<sup>15</sup>

Prav tako, moramo dodati, stave proti neki valuti ne smemo imeti za vrsto manipulacije, ki jo, denimo, obsoja *Katekizem katoliške Cerkve*. Zakaj? Zato, ker ni prišlo do nobene manipulacije, pa najsi bo to v obliki goljufije, laganja, kraje ali zavajanja. Špekulant preprosto kupuje in prodaja valute na podlagi svoje ocene gospodarske prihodnosti dveh ali več gospodarstev. Na nobeni točki nikogar ne zavaja. Prav tako se ne odloči komurkoli škodovati, kaj šele celemu gospodarstvu.

Ob tem pa je treba reči, da so tudi oblike špekuliranja, ki se zanašajo na manipuliranje in zavajanje – tiste vrste, ki zagotovo spadajo v kategorijo grešnega špekuliranja, prav to pa obsoja *Katekizem*. Zelo znan primer je škandal Libor iz leta 2012.

Preprosto povedano, Libor (London Interbank Offered Rate – londonska medbančna obrestna mera) je povprečna obrestna mera, izračunana na podlagi obrestnih mer, ki jih velike banke v Londonu trenutno plačujejo ali *je pričakovati, da jih bodo plačale* (tu nastopi špekulativni element) za sposojanje pri drugih bankah. Libor se upo-

rablja na trgih od ameriških finančnih derivatov do študentskih posojil kot oporna točka za oceno sedanje in *prihodnjih* obrestnih mer. Je tudi pomemben dejavnik za mnoge zamenjave obrestnih mer (IRS) in pomaga ščititi posojila po spremenljivi obrestni meri pred nenadnimi nihANJI navzgor.

V škandal Libor je bilo vključenih več bank, ki so v svojih poročilih navajale nižje ali višje sedanje in predvidene prihodnje obrestne mere, kot so bile v resnici. Obenem pa so trgovci v različnih bankah dajali medbančnim posrednikom finančne spodbude, da so širili govorice z namenom manipuliranja z obrestnimi merami.<sup>16</sup> Posamezni trgovci so to počeli, da bi imeli dobiček od špekulativnega trgovanja in da bi finančno stanje določenih bank prikazali v boljši luči, kot je bilo v resnici (kar je postalo posebno pomembno po finančnem zlomu leta 2008). Enako sporno je bilo dejstvo, da so lažno poročanje o sedanjih pričakovanih obrestnih merah najprej razkrili v reviji *Wall Street Journal* leta 2008,<sup>17</sup> toda britanske banke in finančni nadzorni organi so potem potrebovali *štiri leta*, da so priznali problem in ga začeli odpravljati. Zaradi tega je nazadnje odstopil vodja banke Barclays.<sup>18</sup>

Toda problem ni bilo špekuliranje samo po sebi in tudi ne sam Libor. Očitno zlo je bilo laganje – širjenje laži z namenom zavesti druge za pridobitev dobička ali izmikanje odgovornosti – in, v nekaterih primerih, podkupovanje. Kot je takrat poročal *Wall Street Journal*: »Sistem Libor je odvisen od tega, da banke povedo *resnico* o svojih obrestih za posojila. Če banke *lažejo*, lahko to povzroči, da milijoni dolžnikov po svetu plačujejo umetno nizke obresti na svoja posojila. To je dobro za dolžnike, toda lahko je zelo slabo za banke in druge finančne ustanove, ki jim posojajo.«<sup>19</sup> Izkaže se, da je bilo vedenje v nasprotju z absolutnimi moralnimi načeli izjemno škodljivo za ugled finančnih ustanov.

## Kratkoročno proti dolgoročnemu: odmaknjen finančni sektor?

Špekuliranje nikakor ni nova značilnost sodobnega gospodarskega življenja. Kljub temu ga mnogi ljudje povezujejo z dvema po njihovem mnenju naraščajočima in na splošno nezaželenima usmeritvama v financah. Prva je pogosto navajana pretirana kratkoročnost glede zasebnih financ. Druga je domnevna odmaknjenost delujočih na finančnih trgih od globljih resničnosti in zapletenosti poslov, ki sestavljajo realno gospodarstvo. Mar takšne usmeritve ne spodkopavajo sposobnosti financ, da pomagajo uresničevati univerzalni cilj materialnih dobrin

v dolgoročnem obdobju? Ali ne spodbujajo določenega razosebljenja gospodarstva kot celote?

Pogosto slišimo, da je potreba finančnih družb (zlasti institucionalnih vlagateljev) po ustvarjanju četrtnih dobičkov, da izpolnijo pričakovanja svojih strank in delničarjev, povzročila, da finančni deležniki namenjajo manj pozornosti dolgoročnim usmeritvam in vedo razmeroma malo o podjetjih, v katera vlagajo kapital. Posledično, trdijo, se je znatno zmanjšala sposobnost finančnega sektorja, da opravlja eno od svojih glavnih nalog – upravljanje tveganja v srednjeročnem in dolgoročnem obdobju.

Obstajajo negativne oblike kratkoročnosti na finančnih trgih. Če se ljudi spodbuja v kratkoročne usmeritve (na primer z možnostjo, da si povečajo dodatke ob koncu leta), je zelo verjetno, da bodo počeli prav to in to na načine, ki ne služijo vedno interesu drugih deležnikov.

Vendar ne moremo vseh problemov, povezanih s kratkoročnostjo, povezati z vprašanjem napačno zastavljenih spodbud. Kratkoročnost na finančnih trgih je tudi odsev širših družbenih izzivov. Ti se na primer pokažejo, ko ljudje najamejo posojila za izdelke in dejavnosti, ki si jih kratko malo ne morejo privoščiti. Toda enako miselnost lahko vidimo pri volilnih navadah nekaterih ljudi v demokratičnih sistemih ali načinu, kako se zdijo nekateri politični voditelji pri sprejemanju odločitev obsedeni samo z najnovejšo anketo javnega mnenja.

Toda ko razmišljamo o kratkoročnosti in financah, se moramo zavedati, da je, kot omeni de Lauzun, vse kratkoročno trgovanje na finančnih trgih samo krinka za širše dejstvo: da se zelo majhen del od ogromnih vsot kapitala, s katerimi se iz dneva v dan trguje na finančnih trgih, v resnici umakne s finančnih trgov. Večina kapitala kratkoročno, srednjeročno in dolgoročno *ostane* na finančnih trgih. Celo mnogi od kratkoročnih poslov s kapitalom služijo zagotavljanju likvidnosti milijonov posameznikov in podjetij.<sup>20</sup>

Stalno kratkoročno trgovanje na finančnih trgih tudi pomaga, da cene za isto dobrino ali storitev na različnih trgih težijo k ravni, ki je normalno pravična cena, to je tržna cena. Možnost za tako imenovano *arbitražo* (preprodajo z izkoriščanjem razlike v ceni) se pojavi samo v primeru razlik v ceni istega proizvoda na različnih trgih. Do arbitraže pride, če lahko nekdo takoj kupi isti proizvod na nekem trgu po nizki ceni in ga na drugem trgu proda po višji. Dejstvo, da se proces pojavlja stalno, zelo hitro in ob zelo nizki stopnji tveganja, pomeni, da je le malokdaj moteč. Hitrost, s katero finančni trgi olajšajo proces kupovanja

po nizki ceni in prodajanja po višji na državnih in mednarodnih trgih, pomaga vzpostaviti zblížanje cen za dano dobrino.

Dolgoročni odnosi, zasnovani na naraščajoči stopnji medsebojnega zaupanja, so sicer pomembni za nekatere vrste vlaganj, ki jih omogočajo finančni trgi, vendar je bistveno tudi, da lahko nosilci kapitala svoje premoženje in sredstva hitro prenesejo drugam. Če to ne bi bilo mogoče, bi bila sposobnost finančnih igralcev, da se hitro odzivajo na priložnosti in težave, resno okrnjena. Velja tudi omeniti, da je naša sposobnost, da lahko svoj denar namenimo za katerokoli naložbo – ali pa ga umaknemo iz nje –, močna spodbuda vsem, ki uporabljajo naš kapital, da to delajo odgovorno.

Kaj je torej s trditvijo o vse večji odmaknjenosti? Večina finančnega sektorja je, kot se včasih trdi, prenehala posredovati v odnosih med posojilodajalci, vlagatelji, posojilojemalci in tistimi, ki razporejajo kapital. V zadnjih desetletjih smo bili poleg bolj tradicionalnih stikov med bankirjem in stranko priča tudi pojavu finančnih odnosov, v katerih se udeleženci le redko osebno poznajo. Institucionalni vlagatelji že zaradi same narave svojega dela ne morejo vzpostaviti tako bližnjega delovnega odnosa s podjetji, kakršnega banke pogosto razvijejo s svojimi strankami. Posredno vlaganje, kot je denimo prek vzajemnih skladov, je veliko bolj anonimno in vlagatelji, posojilojemalci, posojilodajalci in varčevalci obravnavajo drug drugega na veliko bolj abstraktne načine. Iz tega sledi, pravijo kritiki, da imajo tisti, ki upravljajo mnoge moderne investicijske sklade ali prodajajo finančne proizvode, omejen interes za vse, razen za svojo sposobnost, da zagotovijo vrednost tistim, ki prenesejo svoj kapital v institucionalna investicijska sredstva in s tem povečajo svoje možnosti za gospodarsko blaginjo.

Ta pripoved vsebuje zrno resnice. Vzpon pojavov, kot je spletno investiranje, je prinesel stopnjo brezosebnosti in abstraktnosti, ki je pred razmahom računalniškega trgovanja ni bilo. Toda to zgodbo je treba tudi precej dopolniti in celo popraviti.

De Lauzun recimo opozarja, da moramo biti pri obravnavi tega vprašanja zelo previdni, da ne mitologiziramo preteklosti. Bolj odmaknjene oblike finančnega sodelovanja se niso kar naenkrat pojavile v zadnjih tridesetih letih. Odkar obstajajo borze, so v finančnem sektorju obstajali tovrstni odnosi – tudi, kot smo videli, v poznem srednjem veku in zgodnjem novem veku ob sredstvih, kot so trojne pogodbe.

Tu ni prostora za lažno nostalgijo. Mnoge od bolj tradicionalnih oblik bančnih posojil in vlaganj, ki jih pogosto povezujemo s financami iz časa pred sedemdesetimi leti 20. stoletja – preden je bilo to

področje deležno obsežne deregulacije –, niso bile in še vedno niso najbolj primerne oblike posredništva.<sup>21</sup> Nekatera posojila so na primer zapletena *zato*, ker vključujejo številne partnerje in številne transakcije. Mnoge sodobne oblike financ, ki so sicer pogosto zapletene in brezosebne, usmerjajo kapital in tveganje stran od številnih partnerjev, da zagotovijo finančno oporo zamislím, izdelkom in panogam na ravni, ki je manjši finančni igralci in mnoge bolj tradicionalne oblike bančnih posojil ne morejo podpirati, tudi zato, ker imajo nižji prag tveganja.

Poleg tega so tradicionalne oblike financ vključile na delniške trge in v druge oblike financ milijone novih vlagateljev. Po zaslugi novih tehnologij in izpopolnjenih finančnih proizvodov, namenjenih zadovoljevanju različnih potreb, pragov tveganja in odgovornosti milijonov ljudi, pa je zdaj na finančne trge vključenih več ljudi in z bolj neposrednim vložkom kot kadarkoli v zgodovini. To je zagotovo dobro, tudi zato, ker je bila možnost sodelovanja na kapitalskih in delniških trgih ter uživanja koristi od njih nekoč omejena na premožne dele prebivalstva. Cena za to so morda bolj brezosebni odnosi, toda brez teh novih oblik vlaganj si je težko predstavljati, kako bi lahko moderne finance delovale za toliko ljudi.

## Vprašanje znanja

Vprašanje odmaknjenosti vključuje več kot samo različne načine, s katerimi se kapital zbira in usmerja v delovanje. Kot lahko pove vsak, ki dela na Wall Streetu ali v londonskem Cityju, borzni trgovci vsak dan kupujejo in prodajajo delnice korporacij, o katerih vedo razmeroma malo. Ob tem bi se nemara kdo vprašal, le kako bi lahko trgovci vedeli karkoli pomembnejšega o številnih družbah, katerih delnice v stotinah prehajajo (elektronsko) skozi njihove roke vsak delovni dan?

En odgovor je, da je del logike delovanja trgov na splošno ta, da so tržne cene nepopolno, vendar razmeroma točno izhodišče načina za zbiranje velikega števila razpršenih informacij o osnovnem finančnem zdravju raznih gospodarskih družb. Spremembe tržne cene navadno odsevajo skupno znanje o tem, kaj se po mnenju ljudi na trgu dogaja s tisoči vrednostnih papirjev in družb ter kaj se bo s temi naložbami in posli dogajalo v prihodnje.

Zato trgovec sicer res ve malo o podrobnostih dogajanja v posameznem podjetju, toda tržna cena delnic raznih podjetij trgovcu pove nekaj o njihovem relativnem zdravju v primerjavi z nepreglednim številom drugih podjetij, v katere je mogoče vlagati. Na trgu z mili-

joni vlagatelj in podjetij ni drugega načina, da bi pridobili to vrsto informacij.

Eden od dejavnikov, ki morda prispevajo k občutku, da so finančni trgi odmaknjeni od preostalega gospodarstva, je ta, da se mnogi finančni igralci zanašajo na matematične modele in računalniško modeliranje. Kot smo rekli, se pomen človeškega elementa vztrajno zmanjšuje zaradi neizogibne instrumentalizacije in objektivizacije družb in kapitala, ki ju spodbuja uporaba teh orodij.

Toda pri tem gotovo ne gre toliko za odmaknjenost, ampak bolj za ljudi v finančnem sektorju, ki močno zaupajo v sposobnost matematike, da prikaže modele gospodarske resničnosti. Pomemben opozorilni signal bi morala biti propad in reševanje borzne družbe Long-Term Capital Management (LTCM), ki je po azijski finančni krizi in posojilni krizi v Rusiji leta 1998 izgubila 4,6 milijarde dolarjev.<sup>22</sup> V LTCM so obsežno uporabljali ekonomsko modeliranje za finančne derivate za ustvarjanje znatnih dobičkov, toda potem so ugotovili, da modeli pri napovedovanju niso bili tako točni, kot so mislili.

Propad LTCM je pokazal nespametnost finančnih družb in strategij, ki se preveč zanašajo na to, čemur ekonomski zgodovinar Niall Ferguson pravi »znanstvena domišljavost«<sup>23</sup> dobršnega dela sodobne ekonomije. Vsekakor moramo pozdraviti možnosti, ki so nam jih takšne metode prinesle glede upravljanja s tveganji, tako kot pozdravljamo načine, kako je matematično modeliranje izboljšalo učinkovitost na drugih področjih našega življenja, od letalskih potovanj do napovedovanja vremena. Toda v financah imamo opravka z verjetnostjo tveganja – tudi zaradi človeškega elementa – in tudi najboljši matematični model lahko zaradi negotovosti samo nekoliko zoži obseg tveganja.<sup>23</sup> In to je sprejemljivo – dokler se uporabniki modelov zavedajo teh omejitev. Težava ni v samem orodju, ampak v ošabnem zaupanju, ki ga imajo njegovi uporabniki v matematične in prognostične modele.

Na nekaj podobnega je opozoril Benedikt XVI. v pismu, ki ga je leta 2009 na predvečer vrha G20 v Londonu naslovil na tedanjega britanskega ministrskega predsednika Gordona Browna. Papež je poudaril, da so finančni instrumenti in strategija človeške stvaritve in če postanejo predmeti slepega verovanja tistih, ki delajo na finančnih trgih, lahko zasejejo semena finančnih zlomov.<sup>24</sup> Finančne trge ne nazadnje sestavljajo nepopolni ljudje in zato nepopolne človeške ustanove, ki odsevajo takšne pomanjkljivosti in jih lahko mnogokratno povečajo.

Še poprej je papež Benedikt omenil, da je krhkost finančnega sektorja v veliki meri posledica čedalje pogostejšega kratkoročnega kupovanja



in prodajanja finančnih instrumentov ter splošne usmeritve v tehnične podrobnosti ustvarjanja novih finančnih sredstev in manipuliranja z njimi. To je, je dodal papež, znaten del finančnega sektorja odvrnilo od njegove glavne vloge pomagati premoščati sedanjost in prihodnost.<sup>25</sup> Povedano drugače, finance so se obrnile navznoter, pozornost so usmerile vase.

S temi besedami je Benedikt razkril neprijetno resnico. Ena od pristnih težav, značilnih za finančne trge v času pred letom 2008, je bila, da se je velik del finančnega sveta vse bolj ukvarjal z razvijanjem čedalje bolj zapletenih tveganih instrumentov, pri katerih je sama zapletenost začela veljati za dejavnik, ki povečuje vrednost proizvoda – do te mere, bi lahko dodali, da teh proizvodov niso poznali niti tisti, ki so jih prodajali.

Če pa nekdo, ki prodaja proizvod, finančen ali drugačen, ne razume povsem, kako ta proizvod deluje (kaj šele, da bi dobro poznal resnično raven tveganja, povezanega s tem proizvodom), potem poštenost do resničnih in potencialnih kupcev zahteva, da se potruži spoznati ta proizvod. Če proizvoda še vedno ne zmore razumeti ali če celo začenja opažati njegove temeljne napake, ga ne bi smel prodajati.

Pri tem gre preprosto za to, da se postavimo v položaj svojega bližnjega. Kaj bi si mislili o nekom, ki se nam odloči prodati dolžniški instrument, za katerega ni mogoče ovrednotiti tveganja? Ponovno je treba reči, da ni kriv finančni instrument. Krivi so ljudje, ki ustvarijo take proizvode, ki jih ne razumejo povsem, vendar jih prodajajo ljudem, ne da bi priznali, da jih niti sami ne razumejo.

## Pravično in nepravično plačilo

To nas pripelje do vprašanja, ki vzbuja jezo mnogim kristjanom, zavzetim za moralno in gospodarsko upravičenost prostega trga – to je vprašanje plačil v finančnem sektorju. Kako je mogoče, se mnogi sprašujejo, da so ljudje, ki so delali v finančnem sektorju leta 2007 in 2008, prejeli tako visoke dodatke? Glede na razpon krize, ki je nato nastopila, in obseg slabih presoj, ki so jih sprejemali mnogi v financah, ima de Lauzun gotovo prav, ko pravi, da so bila plačila v času pred krizo leta 2008 »pregrešno« visoka.<sup>16</sup> V mnogih pogledih je to odsevalo neskladje med plačilom, opravljenim delom in pomanjkanjem odgovornosti. Po finančni krizi leta 2008 ni manjkalo politikov na levi, sredini in desni, ki so predlagali, verjetno z namenom pomiriti jezne volivce, da bi ta problem, ki se je mnogim zdel bistven, uredili z zakonodajo.