

ТМ	Г. XXXIII	Бр. 2	Стр. 471 - 491	Ниш	април - јун	2009.
----	-----------	-------	----------------	-----	-------------	-------

UDK 338.124.4(4-191.2)(4-11)

Прегледни чланак

Примљено: 28.3.2009.

Наташа Голубовић

Економски факултет

Ниш

АНАТОМИЈА ГЛОБАЛНЕ ФИНАНСИЈСКЕ КРИЗЕ И ИМПЛИКАЦИЈЕ ЗА ЗЕМЉЕ ЦЕНТРАЛНЕ И ИСТОЧНЕ ЕВРОПЕ

Резиме

Озбиљност финансијске кризе, која је започела у САД током 2007. године и релативно брзо се проширила на читав свет, навела је економисте да констатују како је глобално финансијско тржиште најслабија карика у светској привреди и да је неопходна боља регулација у овој сфери. Глобална финансијска криза представља огроман изазов монетарним и фискалним властима у погледу избора адекватних мера за минимизирања њених последица. Истовремено, ова криза представља изазов неокласичној ортодоксији, утолико важнији ако имамо у виду да осмишљавање и примена мера усмерених на превенцију будућих финансијских криза зависи од разумевања узрока и механизма текуће финансијске кризе. У САД и Европи већ су очигледни знаци да пад цена финансијске имовине, који се преточио у пад обима кредитирања, утиче на реалну привреду. Глобална финансијска криза постепено се шири и на тржишне привреде у развоју (emerging market economies). Процењује се да ће унутар ове групе земаља ефекти светске финансијске кризе бити најизраженији у земљама Централне и Источне Европе. Иако је Србија у светским размерама занемарљиво мало тржиште, оно је ипак интегрисано у светски економски систем, што значи да ће ефекте ове кризе осетити и њени грађани. Ефекти ове кризе осетиће се, пре свега, кроз смањење прилива капитала и пад потрошње. Србија је и пре ове кризе већ била суочена са озбиљним макроекономским неравнотежама, манифестованим кроз високи буџетски дефицит и дефицит биланса текућих трансакција. Поменуто неравнотеже намећу вођење чврсте фискалне и монетарне политике. Србија ће, међутим, ове мере морати да спроводи у неповољним условима, генерисаним глобалном финансијском кризом.

Кључне речи: финансијска криза, регулација, финансијски деривати, хипотекарни кредити, хипотекарне заложице

Увод

Нема ефикасне тржишне привреде без ефикасног финансијског тржишта. Финансијско тржиште није само себи циљ, већ средство за постизање циља. Оно, наине, треба да мобилише штедњу, алоцира капитал и управља ризиком. У САД и неким другим привредама, финансијска тржишта нису ефикасно вршила ову функцију: охрабривала су расипништво, погрешно алоцирала капитал; а уместо дисперзије ризика, заправо су га повећавала.

Нема сумње да су неке од "иновација" на финансијском тржишту, посебно у вези са финансијским дериватима, допринеле појави финансијске кризе. Поменути финансијски деривати омогућили су диферзификацију ризика, повећање броја трансакција и приступ кредитима већем броју актера. Различити облици финансијске имовине могли су да се групишу и на њиховој подлози емитују хартије од вредности са различитим профилима ризика и приноса, а затим продају заинтересованим инвеститорима, што је ослобађало примарног кредитора обавезе да сноси укупан ризик. То је допринело дисперзији ризика и расту кредитне активности. Перцепција сигурности улагања, уз растућу конкуренцију међу финансијским институцијама и похлепу за што већим профитима, утицала је на константно снижавање кредитних стандарда. Све док су цене некретнина расле, овај облик улагања показивао се као сигуран (или бар атрактиван), јер је омогућавао финансијским институцијама захватање што већег дела профита узрокованог експанзијом на тржишту некретнина. Када су цене некретнина почеле да падају, испоставило се да је вредност купљене имовине (некретнина) уз помоћ кредита опала у односу на вредност дуга, чиме су дужници доведени у врло неповољан положај, али и кредитори. Постало је јасно да ће кредитори изгубити свој новац, као и инвеститори који су куповали хипотекарне хартије од вредности.

Директна последица растуће глобализације финансија је преливање финансијске кризе у друге земље. Најпре су се са проблемима суочиле иностране банке које су биле присутне на америчком финансијском тржишту и улазиле у послове са хипотекарним обвезницама. У САД и Европи већ су очигледни знаци да пад цена финансијске имовине, који се преточио у пад обима кредитирања, утиче на реалну привреду. Глобална финансијска криза постепено се шири и на тржишне привреде у развоју (*emerging market economies*). Процењује се да ће унутар ове групе земаља ефекти светске финансијске кризе бити најизраженији у земљама Централне и Источне Европе.

Корени глобалне финансијске кризе – експанзија хипотекарних кредита на америчком субпримарном (sub-prime) финансијском тржишту

Финансијска криза започела је у Сједињеним америчким државама, где су банке одобравале кредите појединцима у сврху купо-

вине некретнина, независно од њихових финансијских могућности. Кредити су реализовани кроз софистициране аранжмане, који су укључивали комерцијалне и инвестиционе банке, специјализоване финансијске институције и велика осигуравајућа друштва. Банке су одобравале кредите за куповину некретнина, а затим на подлози хипотекарних кредита издавале хартије од вредности, тзв. хипотекарне заложнице. Продајом хипотекарних заложница¹ долазиле су до додатних средстава које су користиле за одобравање нових хипотекарних и других кредита. У правној конструкцији хипотекарних заложница постоје два одвојена и паралелна ланца финансирања (Јосиповић 2006, с. 287). И у једном и у другом учествује банка. У првом банка пласира своја средства путем дугорочних кредита различитим дужницима, при чему се исплата главнице и камата осигурава хипотекама на некретнинама дужника; док се у другом финансијском ланцу банка дугорочно задужује према трећим лицима, која кроз куповину хипотекарних заложница инвестирају средства у банку. Банка се према инвеститорима обавезује на периодичну исплату уговорених камата, те на поврат уложене главнице након одређеног рока.²

Емитовање заложница с покрићем у хипотекарним потраживањима показало се у пракси врло корисним, како за банке и друге финансијске институције као емитенте, тако и за инвеститоре који су их куповали. Банке су активирањем вредности својих хипотекарних потраживања долазиле до додатних средстава које су користиле за одобравање нових кредита.³ С друге стране, инвеститорима је било омогућено да, уз минимизирање ризика, улагањем у ове заложнице остваре одређену зараду. На почетку, први у ланцу кредитирања остваривали су високе профите, а инвестирање у некретнине постало је један од најуноснијих облика пласмана средстава. Перцепција сигурности улагања, уз растућу конкуренцију међу финансијским институцијама и похлепу за што већим профитима, утицала је на стално снижавање кредитних стандарда. Хипотекарни кредити временом су

¹ Емисијом хипотекарних заложница баве се хипотекарне банке. Рокови на које се емитују хипотекарне заложнице обично се усклађују с временом отплате хипотекарних кредита, чиме се се обезбеђује да отплате по тим кредитима служе за откуп доспелих заложница.

² Инвеститори, тј. купци хипотекарних заложница су правна и физичка лица, почев од малих приватних инвеститора до великих институција, као што су банке, инвестициони фондови, пензиони фондови, осигуравајућа друштва итд. Хипотекарне заложнице власнику обезбеђују сигуран приход у каматама и повраћај уложене главнице. Неки инвеститори купују хипотекарне заложнице и не располажу њима до рока доспећа и повраћаја уложене главнице, периодично примајући камате. Други, пак, инвеститори даље тргују хипотекарним заложницама на секундарном тржишту хартија од вредности.

³ Хипотекарни кредит је дугорочан, па је и потреба за рефинансирањем хипотекарне банке већа и трајнија.

почели да се нуде и појединцима из нижих доходних слојева и слабијег кредитног рејтинга.⁴ Када је америчка привреда 2001. године изашла из рецесије, највећи удео у хипотекарним кредитима имали су кредити прворазредног квалитета; међутим, са протеклом времена, све већи део хипотекарних кредита одобран је на тзв. субпримарном (*sub-prime*) тржишту, односно дужницима лошијег кредитног рејтинга. Негде до 2003. године, 85% хипотекарних кредита било је прворазредног квалитета. Почевши од 2004. године, удео супримарних кредита почео је нагло да расте, тако да су 2006. године отприлике половину свих одобрених хипотекарних кредита чинили кредити са субпримарног тржишта (Baily et al. 2008, с. 14).

Раст хипотекарних кредита на субпримарном тржишту подстицао је раст цена некретнина. Кад вредност некретнина расте, то доводи до раста богатства, а богатији људи више троше. Овај ефекат може да буде значајан. Користећи податке из 14 развијених тржишних привреда Кејс и др. (Case et al. 2005) проценили су да један проценат раста вредности некретнина повећава потрошњу између 0,11 и 0,17%. Најједноставнији начин да се раст цена некретнина преточи у потрошњу је узимање кредита.

Експанзија хипотекарних кредита последица је политике јефтиног новца, тј. ниских каматних стопа, као и снижавања кредитних стандарда. Као одговор на рецесију из 2001. године, Федералне резерве САД држале су каматну стопу на релативно ниском нивоу, што је охрабривало дужнике (предузећа и појединце) да се још више задужују. У периоду 1996-2006, просечне цене некретнина у САД су скоро утростручене, што је утицало на то да тржиште некретнина постане магнет за спекулативне финансијске инвестиције, које су даље подстицале раст цена некретнина (Bailey et al. 2008). У условима сталног раста цена на тржишту некретнина, хипотекарни кредити су из угла кредитора били сигуран пласман, будући да су се користили за куповину имовине (кућа и станова), чија је вредност стално расла.

Иновације на финансијском тржишту – обезбеђење потраживања (securitization)

Иновације на хипотекарном тржишту саме по себи нису могле да доведу до такве експанзије кредита без других иновација у процесу обезбеђивања потраживања, или тзв. "секјуритизације"⁵. Секјури-

⁴ Нема јединствене дефиниције "субпримарних" дужника, али се тај израз обично односи на актере са ниским кредитним рејтингом, који користе кредите по већим каматним стопама.

⁵ Секјуритизација је процес у коме се неликвидни дужнички финансијски инструменти (кредити, обвезнице итд.) претварају у ликвидне, лакше утрживе хар-

тизација је првобитно виђена као ефикасан начин за повећање ликвидности финансијских институција. Она је омогућила банкама да продају кредит трећој страни, изместе га из свог биланса и користе тако стечена финансијска средства за одобравање нових кредита. На тај начин банка се ослобађа обавезе резервисања својих средстава по основу одобрених кредита, тако да се са истим износом обавезних резерви кроз секјуритизацију може неограничено и неконтролисано генерисати кредитна активност.

У САД-у су основане специјализоване приватне корпорације са државном подршком (*Government Sponsored Enterprises – GSE*), пре свега Fannie Mae (1938) и Freddie Mac (1970), са задатком да купују од банака хипотекарне кредите који испуњавају одређене критеријуме ("*conforming loans*"),⁶ а у циљу повећања расположивости кредита и смањења трошкова кредитирања одређених сектора: пољопривреде, образовања и куповине станова. Ове корпорације биле су пионири секјуритизације - GSE су обједињавала хипотекарне кредите из различитих крајева земље⁷, и ти кредити служили су као покриће за издавање хипотекарних заложница, које су касније продаване заинтересованим инвеститорима. Приноси на хипотекарне заложнице финансирани су из отплата по основу хипотекарних кредита које су представљали покриће за њихово издавање. Они који су поседовали хипотекарне заложнице које су емитовала GSE, преузимали су ризик везан за каматну стопу, док су GSE задржавала кредитни ризик (пре свега, ризик у вези са неиспуњењем обавеза дужника по основу хипотекарних кредита). GSE су могла или да продају хипотекарне заложнице на тржишту, или да емитују своје хартије од вредности, продају их и искористе та средства за куповину нових хипо-

тије од вредности којима се може трговати на финансијском тржишту. Подразумева обједињавање активе и након тога продавање потраживања на готовинске токове (на подлози тако груписане активе) заинтересованим инвеститорима. У принципу, свако потраживање које може да генерише одређени новчани ток може бити предмет секјуритизације, односно може бити трансформисано у дужничку хартију од вредности. У пракси се најчешће секјуритизују следећи облици активе: хипотекарни кредити (стамбени и комерцијални), потрошачки кредити (посебно кредити за аутомобиле), потраживања по основу кредитних картица, кредити за мала и средња предузећа, студентски кредити итд.

⁶ OFHEO (*Office of Federal Housing Enterprise Oversight*) је утврђивала критеријуме које кредити морају да испуне да би Fannie Mae и Freddie Mac могли да их купе. Критеријуми су укључивали однос дуга и приноса, као и одговарајуће захтеве у погледу документације.

⁷ Чињеница да су хипотекарни кредити из истог "пакета" потицали из различитих делова земље, то је смањивало могућност губитака узрокованих деловањем неког локалног фактора. Пре текуће кризе на тржишту некретнина, никада није забележен истовремени пад цена некретнина у свим деловима земље.

текарних заложница.⁸ Оне су такође могле да купују хипотекарне заложнице које издају друге финансијске институције. Имплицитна државна подршка смањила је трошкове њиховог задуживања и олакшала енормно увећање њихових биланса.

Идеја о подели имовине у транше са различитим степеном приноса и одговарајућим ризиком није нова, нити је сама по себи погрешна. Основни смисао је понудити потенцијалним инвеститорима опције улагања са различитим приносима и ризиком, што обезбеђује редистрибуцију ризика у складу са склоношћу ка ризику самих инвеститора. Међутим, временом се умножио број финансијских институција које су издавале хипотекарне хартије од вредности. Тако су у 2000. години, 78% укупног броја новоемитованих хипотекарних хартија од вредности емитовала GSE. Већ 2006. године њихов удео опао је на 44%. Са развојем секјуритизације и експанзијом субпримарних хипотекарних кредита, приватне банке, брокери и друге финансијске институције почеле су да доминирају тржиштем хипотекарних хартија од вредности (Bailey и др. 2008).

Хипотекарне заложнице само су једне из групе "структурираних финансијских производа". Финансијски иноватори развили су различите начине редистрибуције ризика креирајући токове дохотка са одговарајућим ризиком, према склоностима инвеститора. Колатерализоване дуговне облигације (*collateralized debt obligations* – CDO), или дужничке облигације са обезбеђењем (колатералом), представљају следећи корак у процесу секјуритизације. Емитенти CDO куповали су различите транше хипотекарних заложница и обједињавали их са другим хартијама од вредности утемељеним на активи (*asset backed securities* – ABS), чије покриће су чинили кредити за куповину аутомобила, студентски кредити, кредити по кредитним картицама итд. Хипотекарне заложнице и друге хартије од вредности с покрићем у имовини служиле су као покриће за издавање CDO, које су онда дељене у неколико серија (транши) са различитим карактеристикама (рочност, токови готовине, степен изложености ризику) и са прецизно утврђеним приходом сваке транше за изложеност ризику, у циљу задовољавања преференција појединих категорија инвеститора и њихове склоности према ризику.⁹ Редовни при-

⁸ Задуживање, а затим инвестирање тих средстава у куповину финансијских инструмената је ризичан подухват јер имате фиксне обавезе, а ризична средства (активу).

⁹ Главни циљ процеса транширања је да се креира најмање једна класа хартија чији је рејтинг виши од просечног рејтинга груписане активе (колатерала), или да креира рангиране хартије од вредности подржане скупом нерангиране ктиве. Управо креирање финансијских инструмената са више класа (*multiclass instrument*), кроз процес транширања, разликује структурно финансирање од традици-

носи од активе која чини портфолио CDO-а, представљају главни извор средстава из кога емитент сервисира обавезе по издатим CDO. Редослед приоритета појединих транши одражава и начин на који се алоцирају приноси CDO. Приноси од портфолиа (колатерала) CDO исплаћују се по редоследу приоритета/старости транши, прво инвеститорима у "старију", затим "мезанин" траншу, па тек онда (ако нема "субординиране" транше) инвеститорима у тзв "акцијске" транше (*equity tranche*), што значи да њима припада тзв. резидуална вредност. Првокласне (AAA) транше носе мање приносе, али су и мање ризичне јер су (теоријски) готово потпуно заштићене од кредитног ризика (ризика неотплате дуга). Остале транше носе веће приносе, али су и ризичније. Важно је напоменути да "препаковање" хипотекарних заложница не смањује укупан ризик хипотека које су у основи ових хартија од вредности, само га редистрибуира према склоностима инвеститора.

За разлику од хипотекарних заложница (MBS), чију имовинску подлогу су чиниле отплате рата и камата по хипотекарним кредитима и и хартија од вредности са покрићем у имовини, чију подлогу су чиниле отплате рата и камата по потрошачким кредитима, студентским кредитима, кредитима за куповину аутомобила итд., подлогу CDO чиниле су хартије од вредности које обједињавају отплате хипотекарних и других кредита. На неки начин, CDO су представљале секјуритизацију постојећих хипотекарних заложница и других хартија од вредности утемељених на активи. Процес секјуритизације даље се настављао кроз умножавање финансијских институција које су се бавиле осигурањем кредита и развој специфичних кредитних деривата, попут кредитних свопова за случај неизвршења обавезе (*credit default swaps* - CDS), који су обезбеђивали да се кредитни ризик измести из хипотекарних заложница (MBS) и колатерализованих дуговних облигација (CDO), пре него што се понуде заинтересованим инвеститорима. Банка која тражи заштиту од кредитног ризика за своју активу (купац заштите) и за то плаћа редовне премије продавцу заштите. Продавац заштите је обично друга банка или осигуравајућа компанија, или структуриране инвестиционе јединице (SIV). Уколико се извесни, унапред одређени, кредитни догађај деси¹⁰, купац заштите ће испоставити захтев за одштету од продавца заштите. Осигурање кредита и CDS у основи представљају корисне иновације

оналне секјуритизације хартија од вредности са фиксним приходом, које су обезбеђене хипотеком (тзв. "*pass-through securitizations*").

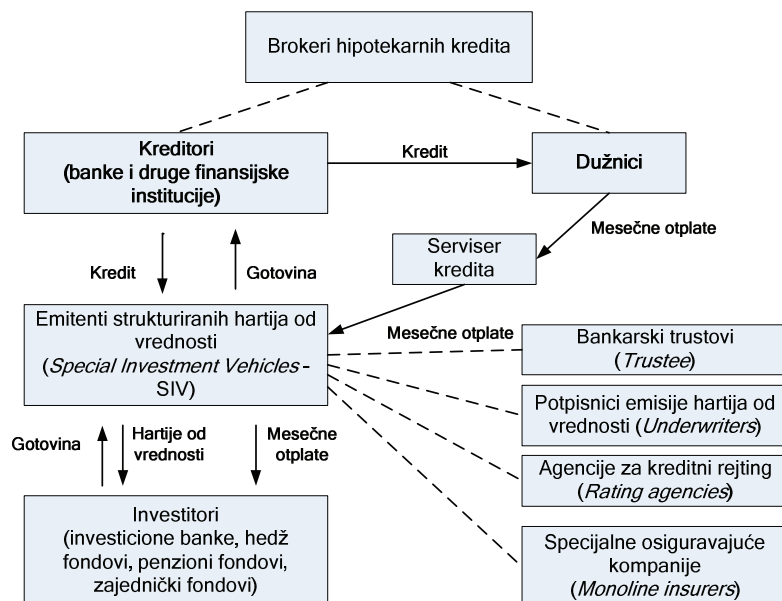
¹⁰ CDS представљају најчешће коришћену врсту кредитног деривата. CDS представља билатерални финансијски аранжман на основу кога страна која жели да се обезбеди од ризика плаћа у одређеном временском периоду провизију страни која преузима кредитни ризик, који се активира наступањем "кредитног догађаја" (неоплата кредита, мораторијум, банкрот итд.)

зато што елиминишући кредитни ризик из трансакције снижавају трошкове финансирања и тиме омогућавају приступ финансијским средствима већем броју економских актера. Међутим, недовољна транспарентност CDS учинила је финансијско тржиште зависним од процена агенција за кредитни рејтинг – пре свега Moody's, Standard and Poors, and Fitch. Оне су користиле веома комплексне статистичке моделе за процену кредитног ризика и структурирање CDS (или хипотекарних заложница – MBS) у одговарајуће транше. Рејтинг агенције саветовале су издаваоце колатерализованих дуговних обликација (CDO) како да их структурирају уз минимални износ покрића имовином. Требало је оптимизирати величину транше у циљу максимизирања величине најбоље рангиране транше (AAA квалитета). Будући да су агенције добијале значајну провизију за ове услуге, то је створило јасан конфликт интереса.

Једно од ограничења са којима се банке сусрећу у свом пословању је да морају да испуне строге захтеве у погледу капитала. Банке су, природно, настојале да пронађу начин да заобиђу ове захтеве. Најпогоднији начин за то представљале су структуриране инвестиционе јединице (*structured investment vehicles* – SIV), специјална правна лица која су оснивале банке и која су држала MBS, CDO и друге дугорочне хартије од вредности у својој активи. У циљу финансирања куповине ових хартија од вредности, структуриране инвестиционе јединице издавале су одговарајуће хартије од вредности. До рока доспећа кредита банка, по правилу, обавља функцију сервисирања, тј. наплате кредитних рата и прослеђивања тих прихода структурираним инвестиционим јединицама (SIV). Будући да банке за одobreне кредите наплаћују провизију, измештање тих кредита из биланса банака и њихово преношење на структуриране инвестиционе јединице подстицало је морални хазард код банака тј. утицало на снижавање кредитних стандарда. Поред тога, банке су често ангажовале посреднике који су обављали оригинацију кредита (тзв. брокери хипотекарних кредита – *mortgage brokers*) за рачун банака и за обављене услуге наплаћивали провизију. Овде је присутна велика асиметрија између између максималног губитка посредника (бонус нула) и губитка инвеститора (уложени капитал). Будући да нису сносили консеквенце због "лоших" кредита, и да нису били обухваћени регулацијом финансијског система (зато што нису финансијске институције), брокери хипотекарних кредита такође су били склони моралном хазарду, што је додатно снижавало кредитне стандарде. На следећој слици представљено је раздвајање издавања (оригинације) кредита од сервисирања по основу кредита у америчкој привреди.¹¹

¹¹ Ове три функције у европском банкарству су обједињене и обављају их само банке.

Губитак посла, развод, непланирани трошкови лечења итд., могли су дужника да доведу у ситуацију да не може да отплаћује кредит. Повериоци су настојали да што пре продају некретнине које су биле под хипотеком, што је повећавало понуду некретнина на тржишту. С друге стране, смањење кредитне активности банака довело је до пада тражње за некретнинама. У таквим условима цене некретнина почеле су да падају. Са падом цена некретнина, вредност купљене имовине (некретнина) уз помоћ кредита опала је у односу на вредност дуга, што је дужнике довело у врло неповољан положај. Пад цена некретнина поткопао је основу на којој се заснивало кредитирање на субпримарном тржишту. С тачке гледишта кредитора, није било важно да ли дужник може да отплаћује кредит или не, све док су цене некретнина расле. Дужници који би се суочили са немогућношћу отплате кредита могли су да га рефинансирају или да отплате кредит продајом некретнине. Када се цене почеле да падају, некретнине су се све теже продавале. То је довело у неповољан положај не само власнике некретнина, већ и повериоце. Они су продајом некретнина које су биле под хипотеком успевали да наплате само део првобитне вредности кредита. Упоредо са све већим падом цена некретнина постало је јасно да ће повериоци изгубити свој новац, као и инвеститори који су куповали хипотекарне обвезнице.



Слика 1 Механизми експанзије хипотекарних кредита у развијеним тржишним привредама

Извор: Liliانا, R.S. (2008), *The Current Financial Crisis and its Impact on Emerging Markets*, Washington DC: Interamerican Development Bank, Center for Global Development.

Тржиште хипотекарних заложница реаговало је на чињеницу да имовина не вреди онолико колико су њени купци мислили да вреди. Како се тражња за хипотекарним заложницама смањивала, њихове цене, које су биле вештачки надуване из спекулативних разлога, нагло су почеле да падају. Банке и друге финансијске институције нашле су се у ситуацији да имају премало капитала у односу на дугове. Зато су биле принуђене на продају финансијске имовине. Оне су, међутим, ту имовину могле да продају по знатно нижим ценама, што је даље умањивало вредност њихове активе. У тој силазној спирали ствара се зачарани круг, који се састоји у продаји финансијских инструмената зато што опада вредност активе, што узрокује даље смањење вредности активе и захтева даљу продају финансијских инструмената по још нижим ценама итд. Голико су велики били проблеми у њиховима билансима да су неке од највећих и најмоћнијих инвестиционих банака и других финансијских институција постале несолвентне. Неке су пропале (као нпр. Lehman Brothers и Bear Stearns), док су друге укључене у програм спашавања или фактички национализоване од стране државе.

Финансијска криза у контексту "теорије мехурова"¹²

Поставља се питање да ли привреда, заснована на токовима приватног капитала, који су руковођени искључиво максимизацијом профита, може да буде стабилна или је логика токова тог капитала таква да периодично доводи до криза. Теоријски опус Минског (Human Minsky),¹³ као и посткејнзијанаца, сугерише да су финансијска тржишта подложна спекулативним активностима и у основи нестабилна. Периоди стабилног раста резултираће ризичнијим инвестиционим подухватима, нестабилнијим финансијским структурама,

¹² Под "мехуровима" се подразумевају такве промене цена имовине које не могу да се објасне рационалним економским факторима и које нису одрживе. Историјски гледано, реални и финансијски облици имовине често су били предмет интензивних спекулација. Крах берзи из 1929. и 1987. године представљају добре примере.

¹³ У контексту "теорије мехурова", коју је развио Мински, финансијска криза пролази кроз неколико фаза: 1) *искорак* (услед дејства неког екстерног фактора расте оптимизам међу инвеститорима и они повећавају обим инвестиција), 2) *експанзија* (инвеститори остварују високе приносе, а други учесници, мотивисани високим профитима, улазе на тржиште), 3) *еуфорија* (кредитори почињу да одобравају кредите актерима са нижим кредитним рејтингом, долази до снижавања кредитних стандарда и појаве финансијских деривата у циљу захватања што већег профита), 4) *излазак* обавештених (паметни инвеститори повлаче се с тржишта), 5) *паника* (када долази до пада цена хартија од вредности и инвеститори настоје да се што пре отарасе лоше активе).

и зато ће се периоди просперитета нужно смењивати са кризама. Посткејнзијанска теорија привредних циклуса заснована је на учењу Кејнза (Keynes 1936) о "крхкости" финансијског система (*financial fragility*) и Минскијевој (Minsky 1992) хипотези финансијске нестабилности (*financial instability hypothesis*).¹⁴ Крхкост финансијског система развија се ендогено, из нормалног функционисања привреде. У периодима просперитета инвеститори постају оптимистични, спремни да држе ризичнију активу и повећавају степен своје задужености. Како би финансирани спекулативне активности, инвеститори осмишљавају нове форме кредита и финансијских инструмената (финансијски деривати, свопови итд.). Тешко је спречити шпекулативне активности јер се извори њиховог финансирања мењају, а новац ендогено ствара. То чини предузећа осетљивијим на расположивост кредита и промене каматне стопе, што може водити финансијској нестабилности. Проблем настаје онда када обавезе предузећа постану веће од очекиваног прилива, а разлика може да се покрије само преносом дуга у наредни период (*by rolling over debt*). Када дође до негативног шока, а очекивања постану песимистичка, контракција кредита води кризи дугова, банкротству предузећа, и може да захвати читаву привреду.

Ендогено генерисана очекивања играју важну улогу у повећању крхкости финансијског система и појави криза. Очекивања се формирају у условима фундаменталне неизвесности у вези односа приноса и ризика од инвестиција. Кејнз је својевремено истицао да су шпекулације на финансијском тржишту попут опклада на такмичењу за избор најлепше девојке – свако настоји да предвиди шта мисли већина осталих појединаца. Конкурентски притисак на тржишту тера предузећа и менаџере да преузимају сличне ризике, чак и ако би радије били конзервативни инвеститори.¹⁵ Спекулативна појава води развоју оптимистичких очекивања (еуфорија), што повећава изложеност инвеститора ризику. Процене онога што је разумно мењају се. Бикшандани и др. (Bikhshandani et al. 1992) развили су теорију о томе како у одређеним случајевима рационално понашање појединаца може да резултира појавом тзв. "мехурова". Наиме, појединци базирају своје одлуке не само на сопственим проценама, већ и на проценама

¹⁴ Мински је 1992. године формулисао "хипотезу о финансијској нестабилности", према којој тржишне привреде неминовно производе "мехурове". У периоду просперитета, банке повећавају ризичност своје имовине како би присвојиле што већи профит, и задужују се све више и више како би финансирале повећање профитабилност своје имовине (активе). По Минском, финансијска тржишта су инхерентно нестабилна.

¹⁵ Конзервативни инвеститор је финансијски инвеститор који у политици порфелла своје имовине преферира сигурнија улагања. Сигурна су улагања са дна тзв. финансијске пирамиде: депозити код банака, државне обвезнице итд.

других. Ако појединац увиђа да се сви око њега понашају на истовестан начин, он може да закључи да је такво понашање исправно, чак и ако није уверен у то. Поменути аутори тај феномен – када појединац поведен понашањем других одбацује свој сопствени суд – означавају као *информациону каскаду*¹⁶. Таква "друштвена котаминација" може да објасни у доброј мери како су се власници некретнина, оригинатори хипотекарних кредита, имаоци хипотекарних заложница, регулатори, агенције за кредитни рејтинг – у основи сви – нашли у "мехуровима" који су неизбежно морали да резултирају кризом. Очекивања се међусобно потврђују кроз активности појединачних актера, што резултира саморепродукујућим авантуризмом и крхкошћу финансијског система у периодима просперитета. Како се очекивања у вези профита потврђују током времена, актери постају све оптимистичнији и све више се излажу ризику. Крхост система директна је последица његове "успешности". Пре или касније, са неким непредвиђеним догађајем, финансијска крхкост доводи до појаве кризе. Када наступи контракција, песимизам замењује одушевљење и инвеститори настоје да се отарасе лоше активе што је могуће пре. У контексту текуће финансијске кризе, тзв. Мински моменат дешава се онда када су кредитори приморани да продају чак и сигурну имовину (*safe assets*) како би измирили своје обавезе. Након кризе, инвеститори су опрезни још неко време. Након што прође довољно времена, конкурентски притисак и потрага за профитабилним инвестицијама покрећу нови ендогени циклус, где је стабилност нужно праћена нестабилношћу. Крајњи закључак који може да се изведе из хипотезе "финансијске нестабилности" је да капиталистичке тржишне привреде не могу да обезбеде стабилну равнотежу уз пуну запосленост (Onaran 2007).

Насупрот овом схватању је схватање ефикасног тржишта, према коме су појединци самостални и независни инвеститори, а да цене различитих облика имовине представљају информације које су свима познате. Из тог угла, преузимање већег ризика није инхерентна карактеристика тржишта, већ морални хазард који представља последицу гарантовања депозита од стране државе и спашавања банака које се суоче са проблемима. Иако је чињеница да је неадекватна економска политика допринела овој кризи, ипак је кључна улога самих тржишних учесника. У том контексту, филозофија дерегулације, која је преовладала у развијеним тржишним привредама у последњих четврт века, нема утемељење у економској теорији или историјском искуству. Пракса је показала да је далеко важније по-

¹⁶ У биохемији каскада је серија реакција катализирана ензимима који се секвенцијално активирају производима реакције, резултирајући појачавањем иницијалног ефекта.

стојање добре регулације него дерегулација. Добра регулација може да подстакне поверење инвеститора и привуче капитал на финансијско тржиште (Lamre 2008). Ограничавање конкуренције на финансијском тржишту имало је за последицу појаву финансијских институција које су "сувише велике да би држава могла да их пусти да пропадну". Та чињеница дала им је подстицај да се упуштају у ризичне активности по логици – ако успеју, остају им профити, ако не – држава неће допустити њихову пропаст.

Један од кључних аргумената заговорника дерегулације финансијског тржишта био је да се његовом регулацијом гуше иновације. У стварности, неке од "иновација" на финансијском тржишту, као што је нпр. секјуритизација и финансијски деривати, подстицале су појединце да раде у свом краткорочном интересу, оптерећујући друге – клијенте и предузећа за која раде – дугорочним ризиком (Buchanan 2008)¹⁷. Процес секјуритизације омогућио је пребацавање кредита из уређеног система какав је банкарски у недовољно уређен систем хартија од вредности, где су "иновације" увек брже од регулације. У текућој кризи, недовољно регулације и супервизије било је у области осигурања кредитног ризика (*monoline insurers i CDS*), пословања структурираних инвестиционих јединица (*structured investment vehicles - SIV*) и рејтинг агенција (Шошкић 2008). Тако се секјуритизација, чији је првобитни смисао био да обезбеди ликвидност неликвидној имовини, односно обезбеди приступ кредиту што већем броју економских актера, претворила у средство повећања нетранспарентности финансијског система. Финансијско тржиште погоршавало је проблем асиметричних информација и повећавало неизвесност стварањем нетранспарентних производа (финансијских инструмената) који су били до те мере комплексни да чак ни они који су их креирали нису у потпуности разумели, нити могли да предвиде ризик који је тиме створен (Stiglitz 2008). У том контексту, чини нам се потпуно смисленом тврдња Кенета Ероуа (Arrow 2008) да је кључ за разумевање текуће финансијске кризе супротност између настојања учесника на финансијском тржишту да диверзификују ризик и њихових ограничених капацитета да спознају крајње последице својих активности, у условима растуће сложености финансијских инструмената.

Механизми преливања финансијске кризе у земље Централне и Источне Европе

Директна последица растуће глобализације финансијских тржишта је преливање финансијске кризе из САД у друге земље. Нај-

¹⁷ На пример, опције на куповину деоница давале су снажан подстицај менаџменту за књиговодствено увећање профита (Stiglitz 2008).

пре су се са проблемима суочиле иностране банке које су биле присутне на америчком финансијском тржишту и улазиле у послове са хипотекарним заложницама. Пад цена некретнина и хартија од вредности утицао је на билансе финансијских институција и оне су се овим променама прилагодиле смањењем кредита предузећима и потрошачима. У САД и деловима Европе већ су очигледни знаци да пад цена финансијске имовине, који се преточио у пад обима кредитирања, утиче на реалну привреду. Поред тога, дошло је до раста нивоа неповерења. Опасност од појаве дуготрајне и дубоке рецесије, сличне оној из 1930-тих, узроковала је раст забринутости у вези са сигурношћу радног места, штедње и кредита. Услед тога, дошло је до пада личне и инвестиционе потрошње и незапосленост је почела да расте. Развијене тржишне привреде су зато принуђене да, поред мера усмерених на ублажавање финансијске кризе, предузимају и мере усмерене на подстицање тражње, ублажавање пада производње, подстицање поверења и приватне штедње, односно мере експанзивне монетарне и фискалне политике.

Глобална финансијска криза проширила се и на тржишне привреде у развоју (*emerging market economies*)¹⁸. Процењује се да су унутар ове групе земаља ефекти светске финансијске кризе најизраженији у земљама Централне и Источне Европе. Криза се из развијених тржишних привреда у ове земље преноси, пре свега, кроз два канала. Први канал је смањени прилив капитала у земље Централне и Источне Европе, што смањује расположивост кредита и поскупљује задуживање. Након мера које су развијене тржишне привреде предузеле у циљу спашавања својих финансијских система, ојачана је демаркациона линија између "сигурне" и "ризичне" имовине, при чему тржишне привреде у развоју спадају у ову другу категорију. Растућа перцепција ризика утиче на то да све мање инвеститора жели да уложи своја средства у привреду земаља Централне и Источне Европе. Олакшано задуживање на глобалном финансијском тржишту омогућило је неким од ових земаља да забележе изузетно високе стопе раста. На пример, Летонија, Естонија и Литванија забележиле су релативно високе стопе раста у протеклих пар година. Будући да је економска експанзија била заснована на континуираној расположивости страних кредита, ове земље посебно су осетљиве на редукцију кредита.

¹⁸ Нема јединствене дефиниције "тржишних привреда у развоју". Почетком 1980-тих, овај изаз коришћен је за означавање великог броја земаља које су спровеле значајне економске реформе у претходне две деценије. Данас се овај израз користи за означавање оних земаља које још увек не представљају развијене тржишне привреде (као што су САД, земље Западне Европе и сл.), али нису ни економски неразвијене (попут неких афричких земаља). Ове земље углавном се налазе у Латинској Америци, Централној и Источној Европи и Азији.

Приватни токови капитала представљали су један од кључних извора брзог раста обима кредита у земљама Централне и Источне Европе у протеклом периоду. Зато смањење прилива приватног капитала може да има озбиљне последице на активност приватног сектора, нарочито ако су ови кредити каналисани преко иностраних банака, што је био чест случај у привредама Централне и Источне Европе (Голубовић 2005). Проблем би могао да постане још озбиљнији уколико домаћи инвеститори почну да повлаче свој капитал из земље. У таквим условима, домаћи финансијски сектор неће бити у стању да обезбеди финансирање привреде, односно предузећа могу да остану без значајних краткорочних и дугорочних извора финансирања.

Други канал представља смањење извоза. Наиме, успоравање светског раста утицаће и на смањење увоза из земаља Централне и Источне Европе, а то значи и на смањење прихода од извоза. Пад иностране тражње могао би додатно да буде погоршан смањивањем домаће тражње.

Индикатори изложености финансијској кризи земаља Централне и Источне Европе

Капацитет појединачних земаља да се боре с кризом знатно се разликује. Постоји више релевантних индикатора за утврђивање изложености кризи и могућности земље да се бори са текућом финансијском и економском кризом: величина дефицита биланса текућих трансакција, степен зависност од извоза, зависност од прилива страног капитала итд. Ови индикатори нам показују да ли ће конкретна земља бити у стању да обезбеди неопходна средства у условима глобалне рестрикције кредита. Полазећи од вредности наведених индикатора у земљама Централне и Источне Европе, можемо да закључимо да су земље попут Мађарске, Украјине, Бугарске, Казахстана, Киргистана, Летоније, Естоније и Литваније потенцијално најугроженије.

Ако сагледамо однос дефицита текућег биланса и бруто домаћег производа, можемо да закључимо да је овај однос најнеповољнији у случају Естоније, Летоније, Литваније, Бугарске, Румуније и Хрватске. Процењује се да ће дефицит текућег биланса у Летонији износити 22,9% ГДП за 2008. годину, а у Бугарској 21,4% (*CRS Report for Congress*, с.15). У Србији дефицит текућег биланса износи око 18% ВДП-а (Квартални монитор 2008). Док удео дефицита текућег биланса у бруто домаћем производу показује колико земља годишње више троши него што ствара, однос дефицита текућег биланса и девизних резерви показује нам могућност земље да надомести потенцијални одлив капитала. Према овом показатељу слика је нешто боља, али не фундаментално другачија.

Када је у питању зависност од извоза, најугроженије земље су Летонија, Бугарска, Литванија, Хрватска, Словачка, Мађарска и Пољска. Успоравање раста и смањење тражње на светском тржишту даље ће увећавати дефицит текућег биланса ових земаља, који је све теже финансирати. Под утицајем светске финансијске кризе, неколико земаља Централне и Источне Европе већ је затражило хитну финансијску помоћ ММФ-а, у циљу финансирања неравнотежа унутар платног биланса. Тако је током октобра и новембра 2008. године ММФ најавио помоћ Украјини и Мађарској у износу од 16,5, односно 15,7 милијарди долара (*ibid*, с. 15).

Један од кључних фактора за разумевање изложености земаља Централне и Источне Европе светској финансијској кризи је висока зависност од иностраног капитала у финансирању домаћег привредног раста (Голубовић С., Голубовић, Н., 1997). Почев од 2001. године, монетарне власти развијених тржишних привреда – укључујући и Европску централну банку – убацивале су новац у систем. Америчке Федералне резерве смањиле су каматну стопу на 1%, а Европска централна банка на 2%. Јефтине кредити резултирали су експанзијом потрошње (потрошачке тражње) – посебно у новим чланицама ЕУ, традиционално кредитно сиромашнијим. То је резултирало не само експанзијом на тржишту некретнина, већ и општим економским просперитетом који је, чак и без проблема на америчком финансијском тржишту и глобалне кредитне кризе, могао сваког тренутка да постане извор кризе. Како су кредити готово у потпуности били из екстерних извора, у условима растуће неликвидности банке имају проблема са одржавањем постојећих кредитних линија.¹⁹ Кредитна експанзија резултирала стопама раста од преко 10% у Балтичким земљама, превазилазећи тако чак и стопе раста у Источној Азији (*World Economic Outlook 2008*). Једини разлог зашто су стопе раста биле мање у балканским земљама је тај што су неке од њих или касније примљене у чланство ЕУ, као што је случај са Бугарском и Румунијом, или се још увек нису придружиле, као што је случај са Хрватском и Србијом, тако да нису осетиле ефекте пуне кредитне експанзије која је била присутна у ЕУ. Овакав раст резултирао је двоцифреном инфлацијом, која сада отежава Балтичким земљама добијање кредита за сервисирање спољног дуга.

Када посматрамо учешће краткорочног спољног дуга у укупном спољном дугу, у најгорем положају су Словачка и Летонија, праћене Литванијом, Естонијом, Бугарском и Румунијом. Ситуација

¹⁹ Ограничене својим локалним тржиштима, банке из Италије, Француске, Аустрије, Грчке и скандинавских земаља ушле су на тржишта земаља Централне и Источне Европе. Скандинавске банке ушле су у Балтичке земље, грчке и аустријске банке фокусирали су се на Балкан, а Италијанске и Француске на Русију.

није много боља ни када се посматра однос краткорочног спољног дуга и девизних резерви – овај однос је врло неповољан за Балтичке земље, Словачку и Бугарску (Onaran 2007, p. 7). Посебно је важна чињеница који су актери у привреди најзадуженији. У поменутиим земљама најзадуженија су приватна предузећа и домаћинства која ће трпети значајне негативне последице у случају депресијације, што ће се негативно одразити на тражњу и производњу.

Финансијска глобализација додаје ризик девизног курса финансијској крхкости, која је генерисана либерализацијом домаћег финансијског тржишта. Међународни токови капитала генеришу раст који се заснива на задуживању у иностранству.²⁰ Будући да прилив капитала подстиче раст домаће привреде, оптимистичка очекивања и конкурентски притисак са иностраног тржишта подстичу даљи прилив капитала, који узрокује апресијацију локалне валуте и раст дефицита текућег биланса. Са растом апресијације и дефицита биланса текућих трансакција расте и спољни дуг, те неповољни шок на светском или домаћем тржишту моће лако да услови јачање песимистичких очекивања и одлив капитала. Са тим проблемом се у условима светске финансијске кризе суочава значајан број земаља Централне и Источне Европе.

У Русији је финансијска криза коинцидирала са драстичним падом цене нафте и војним сукобом са Грузијом око отцепљених територија Јужне Осетије и Абхазије. Ови догађаји у први план су изbacили фундаменталне слабости руске привреде: а) висок степен зависности извозних прихода и буџетских прихода од продаје нафте и гаса,²¹ б) повећани ризик инвестирања, ц) недовољно развијен банкарски систем. Забележен је брзи пад цена хартија од вредности на берзама у Русији током 2008. године. Томе је свакако допринела забринутост инвеститора због сукоба Русије и Грузије, али и пад цена нафте и кредитна криза која је погодила све земље света. Уз то, дошло је до пада номиналног курса рубље зато што страни инвеститори повлаче капитал са руског тржишта. Руски банкарски систем је недовољно развијен, а камате на банкарске кредите су још увек релативно високе. Зато су се руска предузећа у протеклом периоду углавном ослањала на иностране кредите. Међутим, инострани кредити били су обезбеђени акцијама предузећа. У условима пада вредности акција и глобалне оскудице кредита, иностране банке одбијају да отворе нове кредитне линије.

²⁰ Од 4,7 трилиона укупних инвестиција групе Г-10 у тржишне привреде у развоју, 1,6 трилиона \$ отишло је у земље Централне и Источне Европе, 1,5 трилиона \$ у азијске земље и 1,0 трилиона у земље Латинске Америке.

²¹ У 2007. години, приходи од продаје нафте и природног гаса чинили су 65% укупних прихода од извоза Русије. Уз то, више од половине буџетских прихода потиче од пореза на нафту и гас.

Иако је Србија у светским размерама занемарљиво мало тржиште, оно је ипак интегрисано у светски економски систем, што значи да ће ефекте ове кризе осетити и њени грађани. За разлику од САД и европских привреда, у Србији су ризици губитка капитала у финансијском сектору минимални, јер су пласмани у том сектору били неризични (потрошачки кредити, хипотекарни кредити и кредити привреди). Не постоје, такође, ризици губитка штедње која је депонована, јер она није трансмитована кроз инвестиционе фондове и ризичне пласмане на берзама капитала. Први канал кроз који ће се осетити утицај глобалне финансијске кризе на српску привреду односи се на смањење прилива иностраних кредита банкама које послују у Србији. Смањење прилива капитала одражава се и на курс динара према еврџу и долару, који бележи депресијацију. Такође, долази до пада цена свих врста финансијске имовине и повећања трошкова финансирања. Треба очекивати и драстично смањење прихода од приватизације. Будући да реални сектор у већини развијених земаља полако улази у рецесију и суочава са проблемом смањене агрегатне тражње, извоз наших производа на светско тржиште биће све тежи.

Независно од глобалне финансијске кризе, Србија је већ била суочена са озбиљним макроекономским неравнотежама, које се огледају у високом буџетском и спољнотрговинском дефициту. Пресецањем главних токова финансирања ових дефицита, финансијска криза само је оголила проблем дугогодишњег прекомерног раста потрошње и учинила нужним предузимање мера за његово решавање. Поскупљење кредита, смањење прилива *greenfield* инвестиција, као и смањење прихода од приватизације, условиће драстично смањење спољних извора финансирања буџетског и спољнотрговинског дефицита. То приморава Србију да примени мере усмерене на смањење потрошње, тј. да води чврсту монетарно-кредитну и фискалну политику. Србија ће, међутим, ове мере морати да спроводи у неповољним условима, генерисаним глобалном финансијском кризом, који се огледају у смањењу прилива страног капитала, смањењу извоза итд. Пред економском политиком стоје два озбиљна задатка. Прво, неопходно је обезбедити смањење обима јавне потрошње. Друго, да се ангажовањем међународних финансијских институција (пре свега, Светске банке) обезбеде повољни кредити за инвестирање у инфраструктуру. Побољшању кредитног рејтинга Србије свакако ће допринети и најављено потписивање аранжмана са ММФ-ом. На тај начин би се обезбедило да се смањење потрошње не остварује на уштрб производње, односно да чврста монетарно-кредитна и фискална политика смањи онај део који је ишао у непроизводну потрошњу (преко буџета и кредита банака).

Закључак

Глобална финансијска криза манифестовала се падом вредности финансијске имовине, смањењем кредитне активности и заостравањем проблема дугова становништва и привреде. Много људи остало је без домова јер нису могли да отплаћују кредите, други су остали без уштеђевине, док је на стотине хиљада људи остало без посла. Продубљивање кризе и њено ширење условиће раст броја оних који су погођени кризом.

Криза се из развијених тржишних привреда у земље Централне и Источне Европе преноси преноси, пре свега, кроз два канала. Први канал је смањени прилив капитала у земље Централне и Источне Европе, што смањује расположивост кредита и поскупљује задужевање. Будући да се привредна експанзија у последњих неколико година у земљама Централне и Источне Европе у доброј мери заснивала на приливу иностраног капитала, процењује се да ће ефекти кредитне кризе у овим земљама бити значајни. Други канал представља смањење извоза. Успоравање светског раста утицаће и на смањење извоза земаља Централне и Источне Европе, а то значи и на смањење прихода од извоза.

Ефекте светске финансијске кризе осетиће и грађани Србије. Иако су ризици губитка капитала у финансијском сектору минимални, јер су пласмани у том сектору били неризични (потрошачки кредити, хипотекарни кредити и кредити привреди), ефекти кризе осетиће се кроз смањење прилива иностраних кредита, смањење прихода од приватизације и смањење греенфилд инвестиција. Због смањења тражње на светском тржишту, извоз наших производа биће све тежи. То ће условити драстично смањење спољних извора финансирања буџетског и спољнотрговинског дефицита. Србија је, независно од глобалне финансијске кризе, већ била суочена са озбиљним макроекономским неравнотежама које се огледају у високом буџетском и спољнотрговинском дефициту. Финансијска криза, пресецањем главних токова финансирања ових дефицита, само је оголила проблем дугогодишњег прекомерног раста потрошње. Овај проблем Србија је принуђена да решава чврстом монетарно-кредитном и фискалном политиком, али у врло неповољним околностима узрокованим глобалном финансијском кризом.

Литература:

- Arrow, K. (2008), Risky business, *Guardian*, Wednesday 15. October, 2008.
<http://www.guardian.co.uk/commentisfree/cifamerica/2008/oct/15/kenneth-arrow-economy-crisis>
- Baily, N. M., Litan, E. R., Johnson, S.M. (2008), The Origins of the Financial Crisis, *Fixing finance series*, paper No. 3, Initiative on Business and Public Policy at Brookings.

- Bikhchandani, S., Hirschleifer, D., Welch, I. (1992), A Theory of Fads, Fashion, Custom, and Cultural Change as Informational Cascades, *The Journal of Political Economy*, vol. 100, no. 5 (Oct. 1992), ss. 992-1026.
- Buchanan, M. (2008), Why economic theory is out of whack, <http://www.newscientist.com/article/mg19926651.700-why-economic-theory-is-out-of-whack.html>
- World Economic Outlook*, December 2008, Washington DC: International Monetary Fund.
- Голубовић, С., Голубовић, Н. (1997), Домети монетарне политике у транзиторном периоду, *Теме*, бр. 3-4, јул-децембар.
- Голубовић, С. (2005), Улога страног капитала у приватизацији банака – искуство балканских земаља у транзицији, Божић, М. (ур.), *Балкан у процесу евроинтеграције*, Ниш: Филозофски факултет и Институт за социологију.
- Josipović, T. (2006), Njemački model refinanciranja hipotekarnih kredita izdavanjem vrijednosnih papira s pokrićem u hipotekarnim tražbinama, *Zbornik Pravnog fakulteta u Zagrebu*, vol. 56, poseban broj.
- Keynes, J. M. (1936), *The General Theory of Employment, Interest and Money*, London: Macmillan.
- Lampe, S. (2008), The Global Financial Crisis and the Market Economy, <http://www.library.com.br/english/articles/global-crisis.htm>
- Minsky, H. (1992), "The Financial Instability Hypothesis", The Jerome Levy Economic Institute of Bard College, Working Paper no. 74 (May).
- OSVRTI: Svetska finansijska kriza i Srbija, *Kvartalni monitor*, br. 14, jul–septembar 2008
- Onaran, O. (2007), International Financial Markets and Fragility in the Eastern Europe: Can it 'Happen' Here?, *Working Paper* No. 108, Viena University of Economics & B.A, Department of Economics Working Paper Series.
- Stiglitz, J. (2008a), Testimony on "The Future of Financial Regulation", *House of Financial Services Committee*, October 21, 2008. http://www.house.gov/apps/list/hearing/financialsvcs_dem/stiglitz102108.pdf
- The U.S. Financial Crisis: The Global Dimension with Implications for U.S. Policy, *CRS Report for Congress*, prepared for Members and Committees of Congress, November 2008.
- Case, K.E., Quigley, J.M., Shiller, R.J. (2005), Comparing Wealth Effects: The Stock Market versus the Housing Market, *Advances in Macroeconomics*, vol. 5, no. 1.
- Шошкић, Д. (2008), *Глобална финансијска криза и Србија – поуке и мере*, зборник радова, Београд: Научно друштво економиста и Економски факултет.

Nataša Golubović, Niš

ANATOMY OF THE GLOBAL FINANCIAL CRISIS AND ITS IMPLICATIONS FOR CENTRAL AND EASTERN EUROPE

Summary

Severity of the current financial crisis, which started in the USA and very quickly spread to the whole world, induced economists to perceive the global financial market as the weakest link in the world economy and to conclude that better regulation in this sphere is necessary. Global financial crisis represents serious challenge to

monetary and fiscal authorities concerning choice of the appropriate measures for the minimization of its consequences. At the same time, crisis represents a challenge to neoclassical orthodoxy, a challenge all the more important since the development of policies to prevent future financial crisis depends on a deeper understanding of its causes and mechanisms. In USA and Europe, signs that the decline of prices of financial assets and consequent credit crunch impact real economy are already visible. Global financial crisis is gradually spreading to emerging market economies. It is estimated that among emerging market countries, Central and Eastern European countries will be the most impacted. Although on a world scale Serbia is a negligible market, it is nevertheless integrated into the world economic system, meaning that Serbian citizens will also experience effects of this crisis. These effects consist of diminished inflow of foreign capital and decline in market demand. Independently from the global financial crisis, Serbia has already been confronted with serious macroeconomic imbalances, manifested through high budget and current account deficits. Above mentioned imbalances implicate that sound fiscal and monetary policy is necessary. Serbia, however, is forced to apply these measures in a very unfavourable conditions, generated by the global financial crisis.

Key Words: Financial Crisis, Regulation, Financial Derivatives, Mortgage Loans, Mortgage-Backed Assets