



1. Узроци светских финансијских криза

Од када постоје индустријски начин производње и тржишна привреда, језгро светске привреде се просторно померало, али је увек било подложно привредним и финансијским кризама. Рецесије и кризе као фазе привредних циклуса у реалном сектору углавном се објашњавају током времена нагомиланим неравнотежама у односима основних макроекономских агрегата, али се не објашњава зашто до тих неравнотежа уопште долази. Финансијске кризе, све учесталије и јаче у XX и XI веку имају нешто прецизније објашњење али се поставља питање зашто се из финансијске кризе не извлачи поука за економску политику. Кључно објашњење за кризе у реалном и финансијском сектору јесте да их неокласична економска теорија није признавала, али и када су биле болно очигледне, њен одговор је био да су оне неизбежне, па чак и корисне. У неокласичној теорији неравнотеже у макроекономским пропорцијама наводно нису ни могуће јер рационално понашање привредних субјеката и перфектно функционисање робних и факторских тржишта сваку такву неравнотежу аутоматски отклањају.

Неокласична теорија очекује формирање равнотежних цена на робним тржиштима и цена фактора производње на односним тржиштима. Ако су испуњени услови перфектне конкуренције, гарантована је општа равнотежа у привреди која не захтева интервенцију економске политике.

Услови перфектне конкуренције на робним тржиштима су: хомогеност производа, огроман број продаваца и купаца који не могу да (појединачно) утичу на цене, информације су перфектне (сви знају све податке о траженим и понуђеним производима), сви имају једнаке могућности предвиђања тако да нико не може да стекне конкурентску предност на основу натпросечно добре антиципације будућности. Улазак нових предузећа у одређену грану је слободан и захтева ниске трошкове. Нико не стиче компетитивне предности на бази технологије или близине тржишта пошто су у неокласичном моделу технологија и просторна удаљеност егзогени фактори. Не само да су производи хомогени и дељиви него су и трошкови производње, односно приноси, константни пошто у овом моделу нема ни интерних ни екстерних економија обима.

Одлуке се доносе у условима извесности, односно ризика од којег се може осигурати.

На тржишту новца и капитала постоји једнака информисаност свих актера и нема моралног хазарда. На тржишту радне снаге постоји перфектна конкуренција, нико не може да тражи и добије већу плату од равнотежне на тржишту (иначе остаје незапослен), радна снага је хомогена и перфектно мобилна (по занимању и просторно).

Пошто услови за перфектну конкуренцију потребни за функционисање неокласичног модела привреде више не постоје [1] (и Јовановић) [2], било је неизбежно признати да у условима имперфектне конкуренције, монопола и економије обима, структуру међународне размене не можемо више посматрати на нивоу националних држава. Предузећа имају монополску снагу, стечене позиције на тржишту, она одлучују о структури своје производње (понуде), користе економију обима и интернализују екстерне економије.

Производи су диференцирани и хетерогени, конкуренција је олигополска, информације су асиметричне, постоје интерне и екстерне економије обима, улазак нових фирми у неку грану је тежак и скуп, одлуке се доносе у условима неизвесности против које се не може купити осигурање. Неокласични модел не функционише у условима када доминирају транснационалне компаније и када су тржишта рада високо специјализована и сегментисана.

По структуралистичко-еволутивном схватању економију покрећу управо оне карактеристике које су непожељни извори тржишних имперфектности у неокласичном моделу. Олигополи су главни носиоци иновација. Иновације стварају асиметричне информације које су извор монополског положаја и монополске ренте. Екстрапрофит мотивише на одлучивање у условима неизвесности.

У оваквим условима светска привреда се не шири више колонијалним освајањима него транснационализацијом пословања и размештаја производње транснационалних предузећа. Светску привреду у колонијално време контролисале су колонијалне силе. Сада, када су транснационалне фирме доказ нефункционисања неокласичног модела, на националном нивоу има све више активности економске политике са којима се надокнадјује нефункционисање тржишта у неким сегментима, води се антициклична политика, сузбијају се злоупотребе монополског положаја. Проблем је што у светској привреди не постоје одговарајуће свима заједничке институције у којима би се, у

интересу свих, формулисале политике и заједничке интервентне мере. Када уместо тога институцијама управљају мале групе земаља, а групе земаља и поједине велике земље предузимају мере не водећи рачуна о ефектима тих мера на остали свет, светске кризе не само да се не решавају већ се и погоршавају.

На теоријском плану раскид са све мање успешним покушајима да се неокласична теорија учини употребљивом започели су Dixit и Stiglitz [3] још 1977. године у антологијском раду о монополистичкој конкуренцији и оптимуму диверзификације производа. Релативно дуго тај пробој у теорији није нашао примену, само је Paul Krugman [4]

на тој основи још 1979 објаснио Истра-гранску трговину, феномене агломерације и просторног размештаја производње. У каснијим радовима он је објаснио и покретачке снаге концентрације, односно размештаја производње у глобалним размерама на релацији север-југ и њихове промене.

Осврћући се на стање у економској науци, посебно у макроекономији, Кругман [5] је идентификовао многе њене слабости које су разлог томе што се актуелна финансијска криза у САД и у целом свету није на време предвидела и што и данас о начину њеног решавања у економској науци и политици постоје дијаметрално супротни ставови. По његовој оцени академска економија је системе стварних привреда заменила са својим прекрасним моделима заснованим на непостојећој економији: рационалном понашању произвођача и потрошача и перфектној конкуренцији. Ствар је још гора када је реч о финансијским кризама. Дуго владајући модел (Capital Asset Pricing Model, CAPM) не само да је претендовао да омогући избор оптималног портфолија, него и да одреди цене финансијских деривата, потраживања у односу на потраживања. Проблем је, наравно, у томе што и ова теорија полази од рационалног инвеститора који рационално усклађује принос и ризик и од чврстог уверења да финансијска тржишта перфектно функционишу, што значи да цену финансијске активе непогрешиво формирају на основу свих расположивих информација. И у овој области, као и у реалном делу привреде, ове претпоставке не постоје. Посебно Кругман замера што се равнотежна цена одређене финансијске активе изводи из односа са ценама остале финансијске активе без икакве везе са стањем и кретањима у реалном делу привреде. Када све ове претпоставке нису испуњене формирају се „балони“, на основу нереалних очекивања, „надуваних“ цена финансијске активе чије пуцање означава почетак финансијске кризе. Због међусобне повезаности финансијских тржишта у свету, поготову ако криза избије у земљи резервне валуте, она се брзо проширује на читав свет.

Други нобеловац (2006) Edmund Phelps [6] објашњава да методи оцене ризика засновани на мерењу осцилација цена финансијске активе у одређеном периоду нису довољни. У економији постоји неизвесност која настаје у интеракцијама како у реалном

тако и финансијском сектору. Док се ризик мери само осцилацијама око неке путање, неизвесност намеће питање шта одређује ту путању и њене промене? Зато је за настанак и одвијање финансијских криза отежавајућа околност ако она настаје у земљи резервне валуте. Зато што је та земља, склона да за потребе целог света емитује више своје валуте на чему зарађује сениораж (разлика између пуне номиналне вредности новца и трошкова штампања). САД зарађују сениораж на 380 милијарди долара који држи остали свет [\[7\]](#). Далеко веће предности има земља ако је њена валута основна резервна валута међународног монетарног система. Њена валута се тезаурише у девизним резервама других земаља, сваки пад њене вредности стимулише извоз САД а умањује вредност девизних резерви других земаља. САД себи могу да дозволе велике дефиците трговинског и платног биланса јер друге земље радо иду са њима у суфицит повећавајући тиме своје девизне резерве.

Међутим, политичко-стратешка корист од статуса земље резервне валуте је далеко значајнија. Међународни монетарни фонд је после II светског рата основан да уместо златног стандарда уведе један нормативно заснован међународни монетарни систем ослоњен на новац без златног покрића. Friedman и Zeihan [\[8\]](#) осврћући се на време када је ММФ основан, истичу да су у то време САД ојачале захваљујући ратној привреди и исцрпљености Европе и Совјетског Савеза, Знаци хладног рата између САД и СССР били су на помолу а остали свет је могао или да буде под совјетском окупацијом или да постане амерички протекторат. Због недостатка трупа и велике удаљености САД нису могле да окупирају побеђену Европу. Bretton Woods је био део ширег америчког напора да сачува савез земаља (без совјета) након капитулације Немачке. Bretton Woods институције су постале центар новог система, а САД највећи трговински партнер Европе којој је одобрила бесцарински приступ своје тржишту. За узврат на САД су пренете политичка и војна питања, НАТО се родио. Алијанса „слободног света“ није се састојала од једнаких држава, њу су чиниле САД и сви други. Основа Bretton Woods платформе била је снага САД и њихов интерес у јачању привреда остатка света и њихова имунизација у односу на комунизам, као и да се спутава Совјетски Савез. Данас када се говори о реформи ММФ централна улога САД је суштина проблема. Ова финансијска криза је показала шта се дешава када гарант финансијског система подлегне својој кризи.

Имајући у виду овакав ток догађаја јасно је да ако САД и могу да реше финансијску кризу коју су изазвали, други ће сами сносити њене последице. Давно је један амерички министар финансија рекао: „долар је наша валута, а ваш проблем“. Другима неће бити лако да реше финансијску кризу у својим привредама док њу код себе не реше САД.

У САД је много учињено да се макар са закашњењем сагледају узроци финансијске кризе и троше се огромна средства у покушају њене санације. Кључно објашњење кризе

у САД лежи у системском ризику који привредни субјекти сами не могу отклонити уобичајеним техникама на финансијским тржиштима. Ни у САД нису постојала решења за несолвентност великих финансијских институција (са финансијском активом од 500 милијарди долара, односно 3% бруто домаћег производа). Када истовремено колабира више таквих институција власти ће их спасавати по сваку цену [\[9\]](#).

Серија банкротства великих финансијских организација у САД огромно је повећала системски ризик, управо како је на то Phelps указао. Против системског ризика финансијска тржишта не пружају никакво осигурање. Краткорочне мере владе САД помогле су стабилизацији финансијских тржишта, али оне су спасавањем великих банака и других финансијских организација заправо повећале системски ризик јер су докапитализацијом повећале величину ових организација у односу на бруто домаћи производ САД. Међусобна конкуренција таквих финансијских организација и њихова конкуренција са сличним иностраним организацијама присиљава их на скривено и прекомерно улажење у ризик и абнормалан leverage (ниво задужености у односу на сопствену активу) што је управо и био разлог „пуцања балона“ насталог прекомерним и непокривеним хипотекарним стамбеним кредитима у САД. Рекапитализација банака и фискална стимулација тражње у реалном сектору удвостручила је буџетски дефицит у САД у односу на бруто домаћи производ. Како пише Financial Times [\[10\]](#) укупан дуг на тржишту кредита у САД био је крајем марта 2009. године 53 хиљаде милијарди долара, односно био је 3,5 пута већи од бруто домаћег производа. И овај огроман дуг је настао из системских разлога. Од 1970 до данас 20% највише плаћених становника повећало је своје реалне приходе за 60% док је 33% људи на доњем крају лествице (око сто милиона људи) доживело смањење реалних прихода за више од 10%). Да би се овај проблем ублажио дозвољена је експанзија јефтених кредита без одговарајућег колатерала из средстава банака које су на основу непромењеног сопственог капитала, енормним повећањем leverage-а одобравале све већи износ кредита.

Шта су остали становници света криви што је овако настала финансијска криза тешко погодила све њих? Ништа, они су жртве „глобализације“ финансијских тржишта која им је наметнута.

2. Ширење финансијске кризе и њено претварање у економску кризу

Према посебно урађеној анализи у ванредној свесци Economic Outlook, OECD, финансијска криза настала у САД проширила се на цео свет претворивши се у велики пад у одобравање кредита. Државним парама докапитализоване банке сада не желе поново да стичу ненаплатива потраживања и чувају активу за уредно извршавање

својих домаћих и међународних обавеза. Трошкови осигурања банкарских потраживања од фебруара 2009. године поново расту. 70 највећих банака у свету прибавило је 835 милијарди долара капитала што премашује њихове губитке и отпис њихових потраживања од око 800 милијарди долара. Међутим, многе позиције у билансима банака још увек нису вредноване по новим тржишним условима и многа њихова ранија потраживања нису осигурана.

Стопа смањења одобравања кредита значајно је опала у САД и у подручју евра. Синтетички индикатори финансијских услова пословања у подручју OECD остају екстремно тешки. Тај индикатор се у САД и у Јапану погоршао за минус 4 поена а у подручју евра за минус два поена. Један поен погоршања индекса најављује смањење бруто домаћег производа за 0,5 до 1% након 4 до 6 тромесечја [\[11\]](#).

Тржишне привреде у настајању су крајем 2008. године суочене са одливом иностраног капитала доживеле слабљење њихових валута и по двоцифреним процентима. Стране банке у овим земљама имале су губитке од њихових потраживања у домаћим валутама, а доживеле су и тешкоће у наплаћивању рата кредита деноминираних у страним валутама.

Пад производње у већини земаља је оштар и у високом степену синхронизован.

Table 1.1. Growth has collapsed

OECD area, unless noted otherwise

| | Average 1996-2005 | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2008 q4 | 2009 q4 | 2010 q4 |
|------------------------------------------|----------------------|------|------|------|-------|------|------------|------------|------------|
| | Per cent | | | | | | | | |
| Real GDP growth¹ | 2.7 | 3.1 | 2.7 | 0.9 | -4.3 | -0.1 | -1.5 | -3.4 | 1.1 |
| United States | 3.2 | 2.8 | 2.0 | 1.1 | -4.0 | 0.0 | -0.8 | -3.5 | 1.1 |
| Euro area | 2.1 | 3.0 | 2.6 | 0.7 | -4.1 | -0.3 | -1.4 | -3.5 | 0.8 |
| Japan | 1.1 | 2.0 | 2.4 | -0.6 | -6.6 | -0.5 | -4.3 | -4.4 | 0.4 |
| Output gap² | -0.2 | 0.7 | 1.0 | -0.4 | -6.5 | -8.5 | | | |
| Unemployment rate³ | 6.6 | 6.0 | 5.6 | 6.0 | 8.4 | 9.9 | 6.5 | 9.3 | 10.1 |
| Fiscal balance⁴ | -2.2 | -1.3 | -1.4 | -3.0 | -7.2 | -8.7 | | | |
| <i>Memorandum Items</i> | | | | | | | | | |
| World real trade growth | 7.0 | 9.5 | 6.9 | 2.5 | -13.2 | 1.5 | | | |
| World real GDP growth⁵ | 3.4 | 4.3 | 4.1 | 2.2 | -2.7 | 1.2 | | | |

1. Year-on-year increase; last three columns show the increase over a year earlier.

2. Per cent of potential GDP. Estimates of potential have not been revised and therefore do not incorporate a possible reduction in supply implied by the downturn.

3. Per cent of labour force.

4. Per cent of GDP.

5. OECD countries plus Brazil, Russia, India and China only, representing 82% of world GDP at 2000 purchasing power parities.

Source: OECD.