

UNIVERZITET SINGIDUNUM
FAKULTET ZA EKONOMIJU, FINANSIJE I ADMINISTRACIJU

DUŠAN VUJOVIĆ

**GLOBALNA FINANSIJSKA KRIZA:
PORUKE I POUKE ZA KASNE
TRANZICIONE PRIVREDE**



Faculty of Economics, Finance and Administration

SADRŽAJ

GLOBALNA FINANSIJSKA KRIZA: PORUKE I POUKE ZA KASNE TRANZICIONE PRIVREDE	4
SAŽETAK.....	4
SUMMARY	4
UVOD	5
KRATKA ANATOMIJA FINANSIJSKE KRIZE	5
POVOD, KARATERISTIKE I UZROCI TEKUĆE FINANSIJSKE KRIZE	6
POVOD	6
DUBLJI UZROCI KRIZE.....	10
MAKROEKONOMSKE KARAKTERISTIKE KRIZE.....	12
DEJSTVO KRIZE NA SVETSKU PRIVREDU	15
PORUKE I POUKE ZA ZEMLJE U TRANZICIJI I SRBIJU	19
LITERATURA.....	21

GLOBALNA FINANSIJSKA KRIZA: PORUKE I POUKE ZA KASNE TRANZICIONE PRIVREDE

Sažetak

Rad analizira tekuću finansijsku krizu globalnih razmera, njen povod na segmentu subprime hipotekarnih kredita u SAD, dublje suštinske uzroke ove krize i njene osnovne makroekonomske karakteristike u poređenju sa sličnim krizama tokom poslednje tri decenije. Rad posebno razmatra dejstvo ove krize na kratkoročnu i srednjoročnu dinamiku svetske privrede i analizira predloženi neortodoksni paket mera (koji kombinuje monetarnu relaksaciju i fiskalni stimulus) usmeren na zaustavljanje krize, prevladavanje recesionih tendencija i vaspostavljanje poverenja u ključne tržišne institucije, finansijske institucije i savremene finansijske instrumente. Na osnovu ovih rasmatranja izvlače se osnovne poruke i pouke za privredu Srbije i druge tranzicione privrede koje sa kašnjenjem kompletiraju institucionalni okvir moderne tržišne privrede.

Ključne reči: Finansijska kriza, bankarska kriza, hipotekarni krediti, subprime krediti, finansijske institucije, monetarna politika, fiskalna politika, fiskalni stimulus, obveznice, refinansiranje, institucionalne reforme.

Summary

The paper analyzes the current global financial crisis, its origins in the US subprime mortgages, structural and policy problems that led to the crisis and the basic macroeconomic characteristics of this crisis in comparison to similar financial crisis over the past three decades. The paper focuses on the impact this crisis might have on the economic slowdown of the world economy and analyzes the proposed unorthodox policy package (comprising monetary relaxation and strong fiscal stimulus) aimed at ending the crisis, fending off the recessionary tendencies, and restoring confidence in market and financial institutions, and modern financial instruments. On that basis the paper draws main messages and lessons for the economy of Serbia and other late comers as they attempt to complete the institutional framework of a modern market economy.

Key words: Financial crisis, banking crisis, mortgages, subprime mortgages, financial institutions, monetary policy, fiscal policy, fiscal stimulus, bonds, refinancing, institutional reforms.

UVOD

KRATKA ANATOMIJA FINANSIJSKE KRIZE

Tokom poslednje tri decenije finansijske i bankarske krize bile su više puta “na programu” u brojnim zemljama Latinske Amerike, jednom u Aziji ali snažno, jednom u Rusiji, i sada su konačno u Americi. Doduše reprizno, posle “*savings and loan*” fijaska s kraja osamdesetih godina prošlog veka, ali zato mnogo upečatljivije. Pojavni oblici i povodi krize menjali su se svaki put, kao dizajn odeće na pariskim modnim pistama. Jedan aspekt njihove suštine bio je i ostao naizmenjen. Svaki put, bez izuzetka, glavni motiv je bila i ostala neograničena pohlepa (*greed*), želja da se zarade milionske provizije i globalnim investitorima obezbede viši profiti na ogromna slobodna sredstva koja se danas mere u trilionima dolara. Svaki put je u krizu vodio pritisak da se preduzimaju sve rizičnija ali i unosnija ulaganja, da se ide dalje i dublje, do krajnjih granica pravnog i regulativnog okvira. Svaki put se na pojavu novih investicionih mogućnosti (u inostranstvu i kod kuće) reagovalo pohlepno, prebrzo i prejako. I svaki put su ozbiljno podbacile nadzorne, kontrolne i regulatorne funkcije, bilo zato što su bile slabe, neizgrađene i nepovezane, ili zato što im tekuća ekonomska ideologija na vlasti nije omogućila da deluju.

Početak osamdesetih godina prošlog veka izvor slobodnog kapitala bili su čuveni petrodolari akumulirani posle spektakularnog rasta cena nafte tokom i posle drugog naftnog udara iz 1979. godine. Američke banke bile su preplavljene milijardama petrodolara koje je trebalo negde investirati uprkos produženoj recesiji u SAD i Evropi izazvanoj upravom visokim cenama energije. Klijenti su nadjeni u zemljama u razvoju koje su bez mnogo pitanja tražile kredite da pokriju svoje ogromne deficite tekućeg bilansa i zaštite nivo potrošnje stanovništva. U tome su prednjačile zemlje u Latinskoj Americi, ali je mnogo klijenata bilo i u drugim delovima sveta, uključujući i bivšu SFRJ koja je samo u periodu 1979-1983. uvećala svoj spoljni dug za desetak milijardi dolara. Na ovim nedovoljno nerazvijenim tržištima američke banke su mogle (bar na papiru) da diktiraju uslove. Kada je nivo i teret dugova premašio maksimalni stepen ekonomske izdrživosti ovih zemalja, one su jednostavno otkazale poslušnost i izbila je poznata dužničku kriza 1983. godine.

Četvrt veka kasnije izvor slobodnog kapitala su ponovo neki novi petrodolari (uz dodatak gasdolara i metaldolara) koji su se slili u američke banke. Većini zemalja u razvoju i novim tržištima (Kina, Indija, Rusija) nije više potrebno eksterno finansiranje pošto imaju velike i stabilne suficite tekućih bilansa i ogromne devizne rezerve.

Zato su ovaj put, kako lucidno rekoše *Reinhart* i *Rogoff* (2008), klijenti pronađeni na nerazvijenim tržištima unutar same Amerike. Ideja kao takva nije loša: usmeriti relativno jeftine eksterne izvore finansiranja na hipotekarne kredite koji omogućavaju kupovinu novih ili refinansiranje postojećih kuća i stanova u rejonima nastanjenim nižom srednjom klasom. Time se ne samo zarađuje na provizijama, već se podiže privatna štednja, pokreću ogromni pretežno domaći kapaciteti u stambenoj privredi i tako podstiče ekonomski rast i zaposlenost.

Na putu dovođenja te ideje do realizacije pojavilo se nekoliko otvorenih pitanja i problema koje je trebalo brzo rešiti. Veliki deo zainteresovanih potencijalnih kupaca nije imao ni dovoljno ušteđevine za učešće (*downpayment*) niti je bio dovoljno kreditno sposoban da se zaduži koristeći klasične hipotekarne kredite sa fiksnom ili varijabilnom kamatnom stopom. Svakim danom situacija je postajala sve nepovoljnija pošto su cene nekretnina rasle brže od plata i kuće su progresivno izlazile iz zone dometa kupovne moći prosečne porodice. Da bi se izašlo iz ovog začaranog kruga bilo je potrebno relaksirati ograničenja u sumi zaduženja i učešću, i veštački spustiti inicijalne troškove servisiranja hipotekarnih kredita. Jednostavno rešenje je pronađeno u novom instrumentu koji (bar nominalno) upravo to nudi.

Tokom prvih nekoliko godina tzv. subprime krediti garantuju nisku fiksnu kamatnu stopu (čak nižu od eskontne stope), da bi zatim na snagu stupio režim varijabilne plivajuće kamatne stope u skladu sa uslovima tržišta. Ova veoma smela i rizična finansijska konstrukcija, inače namenjena pre svega klijentima sposobnim da realno ocene značajne finansijske rizike i uporede ih sa očekivanim rastom sopstvene kreditne sposobnosti, ponuđena je slojevima stanovništva sa malom kreditnom sposobnošću i još manjom analitičkom sposobnošću da oceni stvarne rizike ovog instrumenta.

Pri veoma srećnom sticaju okolnosti (tj. pri daljem rastu cena nekretnina, osetnom rastu primanja i pri stabilnim i niskim kamatnim stopama), dve godine kasnije, u momentu prelaska na plivajući režim, moglo se očekivati da će veća primanja dužnika moći da akomodiraju povećanje mesečne rate, mada to nije bilo izvesno. U slučaju da primanja nisu dovoljna da apsorbuju porast troškova kredita, porast vrednosti nekretnine još uvek je ostavljao dovoljno prostora da se izvrši refinansiranje ili prodaja nepokretnost uz priličnu zaradu i ovaj proces krene iz početka.

Pri nesrećnom sticaju okolnosti (tj. pri osetnijem padu cena nekretnina, stagnaciji ili padu primanja, i rastu plivajućih kamatnih stopa), i dužnik i banka se nalaze u bezizlaznoj situaciji. Posle dve godine mesečna rata se podiže znatno iznad platežne sposobnosti dužnika. Prinudna prodaja ne daje rešenje pošto je vrednost duga veća od tržišne cene kuće (dužnik gubi ne samo krov nad glavom već sve što je do tada uložio u kuću; istovremeno, banka prinudnom prodajom ne može da pokrije iznos duga i troškove). Situacija je još gora ukoliko rigidni ugovor o kreditu predviđa ogromne kaznene penale za raniju uplatu dugovanog iznosa ili izmenu uslova kredita, pošto to de fakto onemogućava refinansiranje.

Očigledno je da kreatori i glavni protagonisti ovog finansijskog izuma nisu mnogo brinuli o tome šta se može dogoditi "dve godine kasnije" pošto su namerali da u najkraćem roku prodaju (refinansiraju) obveznice zasnovane na hipoteci, ostvare svoju zamašnu proviziju i odu u naredne transakcije sličnog tipa. Dužnik, banka i krajnji kreditor po pravilu nemaju izlaz i najviše gube. Pored njih posredno

gube i mnogi drugi učesnici. Na kratak rok dobit izvlače samo posrednici koji su u međuvremeno “nestali” iz lanca odgovornosti, ali na duži rok i oni gube.

Mesto izbijanja najnovije krize jeste novo i po malo egzotično, ali nije ni malo neočekivano: specijalni hipotekarni krediti dati stanovništvu sa niskim dohocima i slabim kreditnim rejtingom, poznati su kao notorno rizični. Neočekivano je, međutim, odsustvo signala upozorenja, sistema osiguranja i efikasnih kordona odbrane koji bi sprečili širenje krize. Neočekivano je parcijalno znanje o dubini poremećaja usled netransparentosti korišćenih instrumenata, slabe, nepotpune i nepovezane regulativne i kontrolne funkcije. Konačno, neočekivano je odsustvo pravih mera da se na poremećaje odgovori odmah u finansijskim institucijama, zatim na finansijskim tržištima i u regulatornim telima i, konačno, na makro nivou od strane monetarnih i fiskalnih vlasti.

Osnovni cilj ovog rada je da na osnovu analize najnovije globalne finansijske krize izvuče pouke za privredu Srbije koja produžava svoju zakasnelu tranziciju i polako hvata korak sa drugim zemljama u regionu. U narednom odeljku identifikujemo povod, analiziramo stvarne uzroke i institucionalne faktore koji su do krize doveli i omogućili njeno produžavanje i širenje, i prezentiramo osnovne makroekonomske karakteristike krize. U drugom dajemo prikaz nedavnih ocena vodećih svetskih institucija (Svetske Banke i MMF-a) o preduzetim merama i verovatnom dejstvu ove krize na očekivana kretanja u svetskoj privredi u narednoj godini, ali i na srednji i duži rok, uključujući verovatne posledice ove krize na finansijska tržišta i ekonomsku dinamiku u novim tržišnim privredama koje danas daju ogroman deo svetske industrijske proizvodnje i društvenog poroizvoda. U trećem delu razmatramo moguće uticaje na prirodu Srbije i pouke koje se iz ove krize mogu izvući za uspešno nastavljanje zakasnelog procesa tranzicije.

POVOD, KARATERISTIKE I UZROCI TEKUĆE FINANSIJSKE KRIZE

POVOD

Pre tačno godinu dana bili smo svedoci prvih znakova uzbune na jednom prilično novom segmentu američkog tržišta hipotekarnih kredita. Naslanjajući se na gotovo magičnu moć novih finansijskih instrumenata, napravljena je nova vrsta hipotekarnih kredita koji po izuzetno povoljnim uslovima u početnim godinama finansiraju kupovinu nekretnina za sopstvene potrebe stanovanja. Ovi krediti su omogućavali domaćinstvima da se lakše i više zaduže u odnosu na svoj dohodak. Po pravilu, tokom prve dve godine otplate, oni garantuju fiksne kamatne stope na veoma niskom nivou, često znatno ispod važeće eskontne stope. Otuda i naziv – *subprime mortgages*. Posle isteka ovog perioda, prelazi se na režim plivajuće kamatne stope, odnosno slobodno formiranje kamatne stope prema uslovima na finansijskom tržištu.

Iluzija je bila neodoljiva, posebno u očima stanovništva sa nižim dohocima i željom da se obezbedi sopstveni krov nad glavom pre nego što rastuće cene nekretnina ukinu tu mogućnost. I pored očiglednih rizika, svi su bili blagonakloni prema ovoj inovaciji. Ona je širila tržište, davala dostup finansijskim uslugama i onim dohodovnim grupama koje ranije nisu zadovoljavale stroge kriterijume kreditne sposobnosti. Zadovoljni su bili i finansijeri, i stanovništvo, i stanogradnja, i privreda u celini. Posebno su bili zadovoljni vlasnici finansijskih institucija i država pošto je bum u sektoru nekretnina podržavao visoke profite, privredni rast, zaposlenost i prihode budžeta. Svi su mislili da je reč o relativno malim ukupnim iznosima i još manjim neto rizicima za druge delove finansijskog tržišta. Smatralo se da pojedinačni rizici možda jesu realni ali imaju dobro pokriće u hipotekarnoj prirodi operacija tako da, čak i u najgorem slučaju, poverioci uvek mogu da se naplate, odnosno da lako pokriju svoje privremene likvidnosne probleme i eventualne kapitalne gubitke.¹

U međuvremenu "*subprime*" krediti toliko su uzeli maha da su početkom 2007. godine činili petinu svih aktivnih hipotekarnih kredita, a to nije malo. Da bi se shvatio red veličine, pominjemo samo dva podatka: tržište obveznica zasnovanih na

¹Kao što ćemo videti, postojala su veoma jasna i argumentovana upozorenja o stvarnim rizicima unutar nadležnih ministarstava i regulatornih organa, ali ona bila potisnuta voljom vodećih stručnjaka – ideologa.

tzv. nekomercijalnim nekretninama u SAD (tj. stanovima i kućama za ličnu upotrebu) danas premašuje šest triliona dolara (6.000 milijardi USD) i čini preko 20% ukupnog tržišta nedržavnih obveznica u SAD. A subprime krediti po nekim procenama premašuju dva triliona dolara.

Iluzija je prestala tek februara 2007. godine. Neki primarni učesnici u međuvremenu su bankrotirali. A oni koji su preživeli nisu dobro prošli pošto su u proseku izgubili polovinu svoje vrednosti na tržištu akcija. Prvi alarmantan znak krize dogodio se pre tačno godinu dana kada je jedna od većih hipotekarnih finansijskih institucija (*New Century Financial Corp – NCFC*) sasvim neočekivano objavila da je u prethodnom kvartalu poslovala sa mnogo većim gubitkom od očekivanog. To samo po sebi ne bi bilo toliko šokantno da istovremeno nije najavljeno kompletno revidiranje podataka o vrednosti aktive i poslovanju za prethodna tri kvartala 2006. godine. Investitore je uhvatila panika. Osetili su da novac nije uložen u proverene AAA hartije kako je obećano, već u kontaminirane, možda sasvim bevredne papire – *junk bonds*. Reakcija je bila burna. Već narednih dana usledio je veliki pad vrednosti akcija NCFC praćen finansijskim teškoćama i bolnom procedurom bankrotstva koja je započeta u aprilu prošle godine. Istim putem pošle su *American Home Mortgage Investment Corp* avgusta 2007. (koja je potpuno prestala da daje hipotekarne kredite) i *Accredited Home Lenders Holding Co* oktobra 2007. Tokom protekle godine najveći pad su zabeležile akcije *Countrywide Financial Corp*, prvog kreditora na ovom tržištu koji drži više od 1.500 milijardi USD hipotekarnih kredita: početkom februara 2007. one su vredele 45 USD a danas se prodaju za manje od 7 USD (pad od 84%), uprkos najavljenom preuzimanju od strane *Bank of America Corp*.

I pored ovakvo očiglednih i drastičnih posledica, glavni akteri su i dalje bili uvereni da je kriza na ovom delu hipotekarnog finansijskog tržišta prevladana. Odbijanje da se do kraja vidi gorka realnost trajalo je sve dok je S&P 500, najpoznatiji indeks finansijskih institucija, nastavljao da raste. Kada je od polovine oktobra 2007. do početka januara ovaj kompozitni indeks izgubio skoro 20% vrednosti uprkos značajne likvidnosne podrške monetarnih vlasti, i najveći optimisti su prestali da veruju da je kriza prevladana. Iluzije su potpuno nestale, a njihovo mesto je zauzeo strah od stvarnih posledica koje su već duže vreme bile očigledne. Primera radi, od maja 2007. godine do danas akcije *Merrill Lynch* pale su 47% (sa 94 na 50 USD), *Citigroup* 60% (sa 55 na 22 USD), *Bear Stearns* 49% (sa 158 na 80 USD).² Tri pomenute korporacije ostale su bez svojih vodećih menadžera (uz šokantno visoke otpremnine u rasponu od 60 do preko 100 miliona US dolara, što je izazvalo oštre debate i na najgori način potvrdilo teze o pogrešnom sistemu vrednosti i nagrađivanja u finansijskom sektoru).

Posle velike i koordinirane ali nedovoljno uspešne intervencije centralnih banaka (SAD, Evrope i Engleske) u decembru prošle godine, postalo je jasno da problem nije samo likvidnost na hipotekarnom delu finansijskog tržišta. Kriza se difuzno proširila na ceo finansijski sektor i na ostale sektore u privredi SAD pre svega zbog izazvane krize poverenja koja je privremeno dovela do obustavljanja većine tekućih kreditnih operacija. Paralelno, kriza se prelila van granica SAD pre svega u

²Čak je JP Morgan Chase, koji je najbolje prošao u ovoj krizi, u ovom periodu zabeležio pad vrednosti akcija od 26%.

Evropu čije su banke aktivno učestvovala na hipotekarnom tržištu SAD. Razlozi koji su doveli do krize poverenja očigledno su mnogo dublji.

DUBLJI UZROCI KRIZE

Tradicionalno, banke su dugoročne plasmane u hipotekarne kredite finansirale iz najkvalitetnijih izvora – dugoročnih depozita. To je naravno veoma ograničavalo obim pošto su izvori bili ograničeni, a plasmani vezani na dugi niz godina. Na pozitivnoj strani, pošto su odluke o ovim kreditima imale trajne posledice za banke, one su veoma konzervativno ocenjivale i kreditnu sposobnost klijenata i vrednost konkretnih nekretnina i stanje i tendencije na tržištu nekretnina. Obveznice koje su obezbeđivale hipotekarne kredite (paralelno sa teretom upisanim u zemljišne knjige) zato su smatrane jednim od najsigurnijih hartija uopšte. One su osiguravane i refinansirane kod specijalizovanih strogo kontrolisanih institucija sa najvišim nivoom prudencijalnih standarda.

Relativno nedavno, u opštem trendu sekuritizacije svega i svačega, banke su prihvatile novi model finansiranja ili, tačnije, refinansiranja hipotekarnih kredita ekstenzivnim naslanjanjem na privatno tržište hartija. Iako formalno banka i dalje ima primarni kontakt sa klijentom i kod sklapanja ugovora i kod servisiranja kredita, ona više nije primarni izvor sredstava kojima se finansira hipotekarni kredit već samo jedan od posrednika. Banka na osnovu ugovora sa klijentom o kupovini konkretne nekretnine, priprema obveznicu koju prodaje na specijalizovanom tržištu i novac u obliku hipotekarnog kredita daje kupcu. Drugim rečima, banka ne poseduje slobodna sredstva pre davanja kredita već namenski mobilise sredstva da bi dala kredit.

Druga važna promena dogodila se u proceni kreditne sposobnosti kupca, vrednosti nekretnine i rizika kretanja tržišta nepokretnosti, i posredno, vrednosti hipoteke. Dok je u starom modelu to u celosti radila banka za sopstvene potrebe, u novom modelu te se funkcije delegiraju specijalizovanim organizacijama.

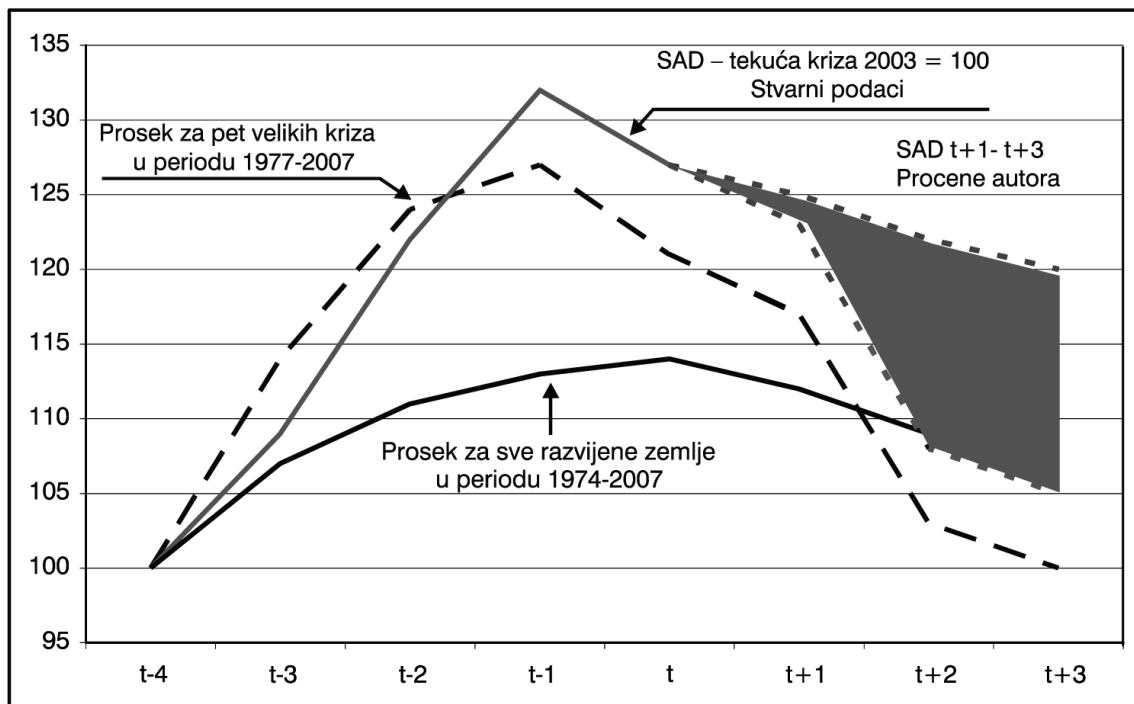
U novom modelu se veoma lako i brzo dolazi do dopunskih izvora finansiranja. U svakom koraku Banke i posrednici brzo i lako zarađuju provizije, a suštinske rizike prebacuju na nova specijalizovana tržišta hartija od vrednosti zasnovanih na realnoj aktivi (*assetbacked securities*). Glavni motiv je, dakle, da se što pre obradi hipotekarni kredit i obezbediti refinansiranje da bi se process ponovio sa narednim klijentom. Naravno, u takvim uslovima banke su izgubile motiv da pažljivo ocenjuju rizike (kreditnu sposobnost kupaca i kretanje tržišta) i više pažnje su posvećivale nalaženju novih mušterija.

Ulazak privatnih fondova na ova tržišta naglo je povećao obime poslovanja i dopunski pojačao pritisak da se ubrza obrt, poveća broj klijenata i vrednost pojedinačnih kredita. Pri datom nivou dohotka i kreditne sposobnosti domaćinstava, uz slabu kontrolu, sve masovnije su počeli “kreativno” da se koriste novi instrumenti. U uslovima stabilnog finansijskog tržišta, uz stabilan budući nivo ili rast cena nekretnina i niske nivoe očekivane inflacije, kvalitetne finansijske institucije su obezbeđivale gotovo neprimetan prelazak na plivajuće kamate i to nije predstavljalo poseban pro-

blem. Naravno, niko nije znao kako će ova nova konstrukcija da se ponaša u nepovoljnim uslovima, kada se pojave očigledni rizici i znaci opasnosti.

Višegodišnji bum u stanogradnji i na tržištu nekretnina hranio se niskim kamatnim stopama koje su odredile američke monetarne vlasti (FED) da bi se iskorenila recesija iz 2001-2002. godine. Niske kamate su podizale tražnju za nekretninama, a viša tražnja je delom vodila rastu cena a delom izgradnji novih stanova i kuća. Prema očekivanju, u nekim najpopularnijim regionima (južna Kalifornija, šira gradska područja Vašingtona i Njujorka, delovi Arizone i Nevade) cene su rasle mnogo brže usled ograničene mogućnosti nove gradnje. Na svim ostalim tržištima niske kamate su, po pravilu, vodile overprodukciji novih stambenih objekata.

Brojni analitičari su upozoravali da je tržište nekretnina pregrejano i da niske kamatne stope u kombinaciji sa novim finansijskim instrumentima veštački podižu tražnju i vode neodrživom porastu cena (tj. formiranju balona koji će pre ili kasnije pući). Postojala je realna opasnost da cene nekretnina neće moći beskonačno dugo da rastu. Isto je važno i za ekonomsku konjunkturu u uslovima rastućih cena energije, visokih troškova rata u Iraku i osetnog pada produktivnosti. U ovim upozorenjima posebno je apostrofirani problem novih hipotekarnih instrumenata i sumnjive prakse koju su primenjivale neke specijalizovane finansijske institucije koje nisu podlegale standardnoj kontroli. Posebno skrećemo pažnju na upozorenja *Edvarda Gramlica*, jednog od guvernera FED-a, i *File Bler*, visokog činovnika u ministarstvu finansija. Oni su poslednjih 7-8 godina upozoravali na rizike i slabosti u primeni novih instrumenata, propuste u sistemu fiducijarne kontrole i druge opasnosti na tržištu hipotekarnih kredita ali je čuveni *Alan Greenspan* jednostavno odlučio da ih ignoriše. Neka upozorenja je, doduše, čuo ali je reagovao sa velikim zakašnjenjem i dosta mla-



Slika 1: Kretanje cena nekretnina tokom finansijskih i bankarskih kriza, t = godina izbijanja krize

ko, bez efekta. Tokom 2004. godine *Grinspen* je bezrezervno podržavao kredite sa plivajućom kamatnom stopom, odlučno odbacivao mogućnost pregrevavanja tržišta nekretnina i pojačane kontrole novih hipotekarnih institucija. Upravo to je omogućilo proliferaciju novih instrumenata: najveći deo današnjih problematičnih subprime hipotekarnih kredita zaključen je upravo tokom perioda 2004-2006.

Umesto da se preduzimaju mere da se zaustavi rast rizičnih plasmana i spreči kriza (ili bar njene posledice), sa vrha monetarne vlasti je dolazio signal da se ide punom parom napred. Ideologija je još jednom pobedila stručnost, odgovornost i zdrav razum. Piramida rizičnih hipotekarnih plasmana je rasla sve dok nisu počeli da se urušavaju veštački konstruisani temelji: precenjena vrednost nekretnina i na papiru uvećana kreditna i platežna sposobnost dužnika. Do krize možda ne bi ni došlo samo u malo verovatnom slučaju da je cena nekretnina nastavila da raste, da je ekonomska konjunktura produžena (pre svega, rast zaposlenosti i dohodaka) i da su varijabilne kamatne stope nastavile da padaju. Dogodilo se, međutim, da ja na sva tri fronta došlo do negativnog razvoja događaja.

MAKROEKONOMSKE KARAKTERISTIKE KRIZE

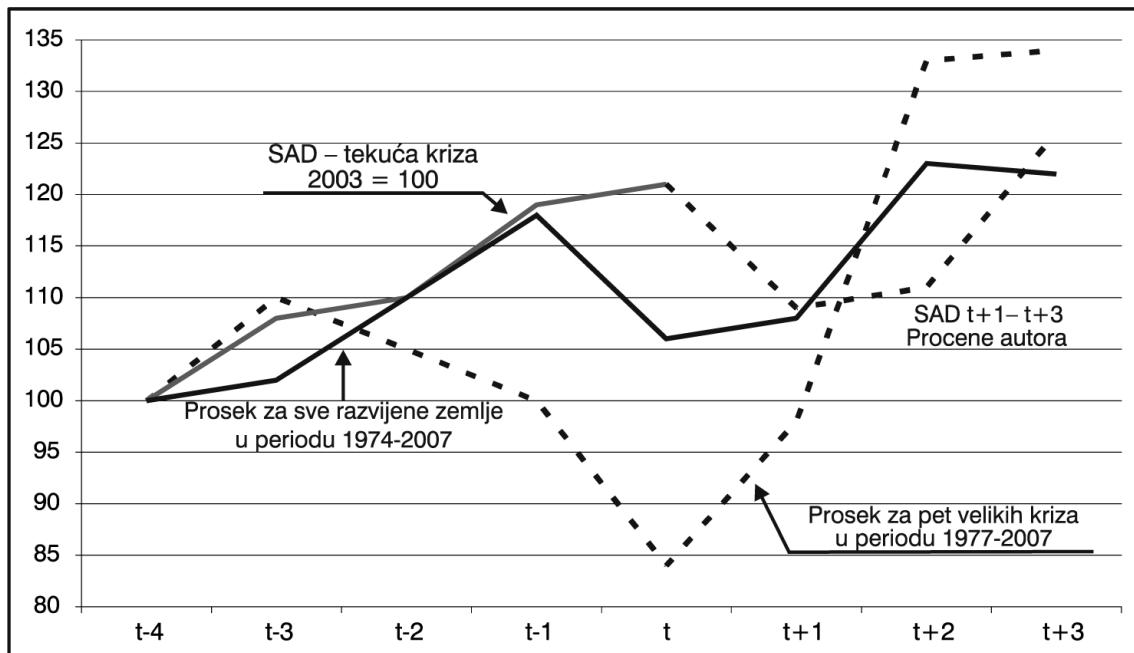
I pored po malo ezoteričnog prizvuka i svih neobičnosti koje karakterišu mesto i način izbijanja tekuće krize, njene makroekonomske karakteristike ne izgledaju bitno različito od sličnih kriza kroz koje su prošle razvijene privrede tokom poslednje tri decenije. U sasvim novom i veoma kratkom papiru, *Reinhart i Rogoff (2008)* izdvajaju pet velikih i dubokih kriza koje bi mogle da budu reper za odvijanje tekuće finansijske krize u SAD. To su: Španija 1977, Norveška 1987, Finska 1991, Švedska 1991. i Japan 1992. godine.³

Američka privreda blisko sledi i čak premašuje dinamiku cena nekretnina zabeleženu u pet velikih kriza. Ako se nastavi takva dinamika, cene nekretnina mogle bi da padnu još najmanje 23 indeksna poena do izlaska iz krize, odnosno 28 poena ako cene padnu na nivo pre krize. U optimističkom slučaju cene nekretnina bi u naredne tri godine mogle pasti samo još 7-8 indeksnih poena.

Po dinamici društvenog proizvoda po glavi stanovnika, SAD su bliže proseku svih razvijenih privreda nego podgrupi zemalja sa velikim krizama: dinamika GDP p/c u terminima kupovne moći (PPP) usporava se sa 2,5% na 1% godišnje u momentu izbijanja krize, a zatim se tokom naredne 3-4 godine se simetričnom putanjom postepeno vraća na dinamiku zabeleženu pre krize.

Kod ukupne aktive (slika 2), iako statistika u 2007. godini još ne beleži pad cena, privreda SAD izgleda sledi profil dinamike cena zabeležen na nivou proseka svih razvijenih zemalja: cene aktive pale su oko 10% u prvoj godini krize i vratile se na nivo trenda dve godine kasnije. Sličnu tendenciju privreda SAD sledi i kod deficita tekućeg bilansa plaćanja (vidi sliku 3).

³Ostale krize uključuju Australiju 1989, Kanadu 1983, Dansku 1987, Francusku 1994, Nemačku 1977, Grčku 1991, Island 1985, Italiju 1990, Novi Zeland 1987, Veliku Britaniju 1974, 1991 i 1995. i SAD 1984.

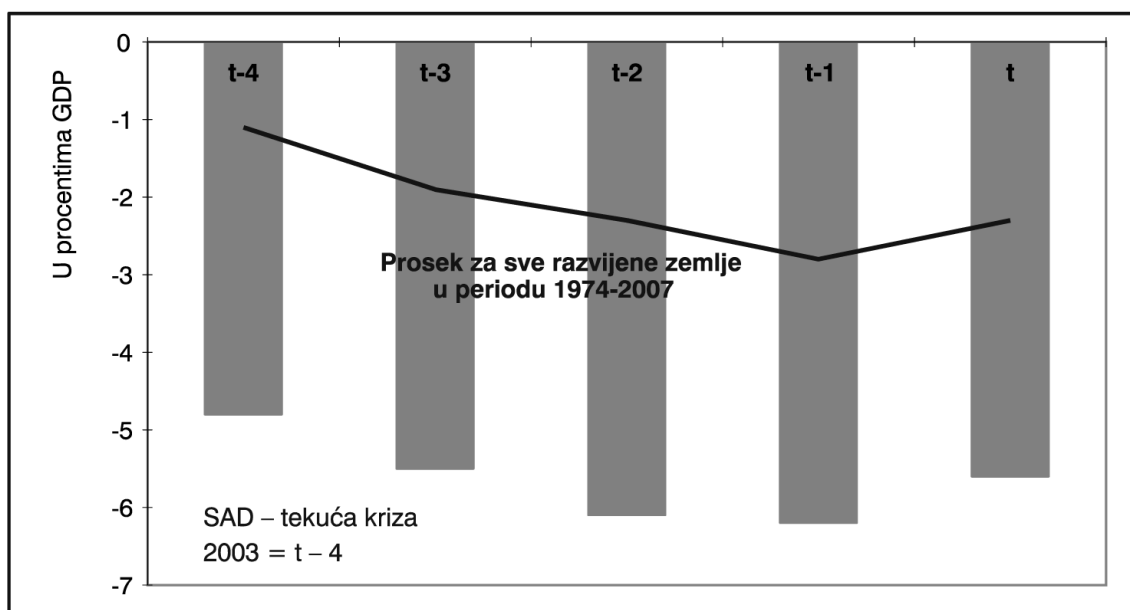


Slika 2: Kretanje cena realne aktive tokom finansijskih i bankarskih kriza, t = godina izbijanja krize

Na osnovu ove kratke empirijske analize može se zaključiti da na nivou makroekonomskih agregata ova kriza ne pokazuje nikakve posebne specifičnosti. Po većini pokazatelja (dohodak p/c, cena ukupne aktive, deficit bilansa plaćanja) privreda SAD je bliža profilu blage krize – odnosno parametrima koje su zabeležile razvijene zemlje u proseku. Izuzetak je dinamika cena nekretnina gde nije lako predvideti šta će se dogoditi i koliko duboke i dalekosežne mogu da budu kombinovane posledice zamašnih gubitaka substance, gubitka poverenja u ključne instrumente moderne finansijske arhitekture, i produženog odsustva poverenja u nadzornu, kontrolnu i regulativnu funkciju na finansijskim tržištima.

Krugman (2007) je tim povodom primetio da su u ovoj krizi monetarne vlasti već dva puta (avgusta i decembra) pokušale da pomognu ubacivanjem značajnih količina dopunske likvidnosti. Ali to nije pomoglo, pre svega zato što su banke i, još više, nebankarske finansijske institucije dale mnogo kredita koji neće moći da budu naplaćeni. Posle ovih neuspešnih intervencija centralne banke postalo je kristalno jasno da u ovoj krizi glavni problem nije likvidnost već solventnost. Kod današnjih sekuritizovanih finansijskih institucija, solventnost je pitanje pre svega poverenja i solidnosti, koji se ne može rešiti (premostiti) finansiranjem. Potrebno je uveriti investitore i klijente da su knjige očišćene od kontaminiranih hartija i spornih plasmana.

Ovaj put nije reč o glasinama već o stvarnim promašajima. Problem nije kako vratiti veštački poljuljano poverenje već kako prvo vaspоставiti izgubljenu solventnost i na toj osnovi vratiti poverenje. Nezavisno od složenosti korišćenih instrumenata i finansijskih konstrukcija, činjenica je da su se u knjigama ovih finansijskih institucija našla potraživanja iza kojih posle inicijalnog pada cena nepokretnosti više



Slika 3: Deficit tekućeg bilansa plaćanja u godinama pre izbijanja krize, t = godina izbijanja krize

ne stoji dovoljna realna vrednost da se naplate poverioci (dakle, ona sadrže negativni kapital). Situacija će biti još gora kad se nastavi pad cena nekretnina koji svi očekuju. Teško je reći da li će se predstojeći pad cena naći unutar ili van raspona pokazanog na Slici 1, ali je sigurno da će se stanje solventnosti finansijskog sektora dalje pogoršati pre nego što se dostigne najniža tačka ove finansijske krize.⁴

Kako reče *Krugman*, ovaj put panična reakcija vlasnika i investitora uopšte nije iracionalna, već veoma racionalna i realna. Niko ne zna koliko se obveznica bez stvarnog pokrića danas nalazi u knjigama i sefovima finansijskih institucija. Naravno, to nećemo znati sve dok se potpuno ne zaustavi i preokrene trend pada cena nekretnina i dok finansijske institucije ne saopšte svoje realno stanje i ukupne gubitke. Tek tada može da se ustanovi baza za novi početak, da se vaspostavi poverenje, izvrši neohodna rekapitalizacija i krene napred.

⁴Po nekim kalkulacijama, pad cena nekretnina za 20% gurnuo bi oko 14 miliona vlasnika u zonu negativnog sopstvenog kapitala. A pad cena od 30% bi taj broj povećao na 20 miliona vlasnika.

DEJSTVO KRIZE NA SVETSKU PRIVREDU

Kad su se pojavili podaci o ekonomskim performansama vodećih svetskih privreda u poslednjem kvartalu 2007. godine postalo je jasno da će makroekonomski efekti krize finansijskih tržišta biti veoma ozbiljni i da niko neće biti pošteđen. Decenijama je glavni problem bio deficit tekućeg bilansa plaćanja uz očigledna ograničenja i rigidnosti na kapitalnoj strani. Velika pomeranja kapitala među zemljama bila su veoma retka, a finansijske institucije uglavnom su bile nacionalne, a ne multinacionalne i transnacionalne kao što je to danas slučaj. Međunarodna transmisija problema u finansijskom sektoru bila je relativno spora, a to takođe više nije tako.

Ova finansijska kriza to najbolje pokazuje – problem nastao u jednom delu finansijskog sektora jedne zemlje postao je globalni problem. Iako se mislilo da je žarište lokalno, kriza se već proširila sa finansijskog sektora na celu privredu SAD i sasvim je moguće da se efekti osete u Evropi i na novim tržištima koja nipošto nisu imuna na ovakve suštinske poremećaje finansijskog tržišta.

Po oceni direktora MMF-a (*Strauss-Kahn 2008*), postojeća kriza rezultat je gotovo savršene konstalacije i sekvence slabosti koje postoje u institucionalnom i regulatornom okviru finansijskog sektora u SAD. U uslovima stabilnog makroekonomskog okruženja sa veoma niskim kamatnim stopama, visokim stepenom likvidnosti i veoma niskim stepenom kolebanja (volatilnosti), američke (nebankarske) finansijske institucije su počele da podcenjuju rizik. To je dovelo do postepenog relaksiranja pravila i čak degradacije sistema upravljanja kreditnim i portfolio rizicima, kao i do pojave niza nedostataka u definisanju i sprovođenju mera regulisanja finansijskog sektora i supervizije (kontrole) finansijskih institucija.

- Takvo okruženje pogodovalo je visokoj konjunkturi na američkom tržištu nekretnina i davalo podstrek bankama i drugim finansijskim institucijama da bez (dovoljno) ograničenja primenjuju nove finansijske instrumente i prihvataju sve veće i veće rizike u traženju visokih prihoda i profita.
- Povedene varljivom lakoćom refinansiranja dugoročnih hipotekarnih kredita, finansijske institucije su svoje apetite za sve većim obimom plasma na počele da realizuju slabljenjem kriterijume za davanje hipotekarnih kredita i prihvatanjem, doduše bar jednim delom nesvesno, sve viših rizika. Složenom arhitekturom novih finansijskih instrumenta teret stvarnih rizika prenosio se na slučajno raspoređene nosioce (investitore) u SAD i celom svetu.
- Naravno, glavni implicitni saučesnik bio je neadekvatan regulatorni okvir u kombinaciji sa nedovoljno aktivnim monetarnim vlastima i agencijama zaduženim za kontrolu banaka i drugih finansijskih institucija. Podbacio

je i sistem prevencije (od kriza) i sistem intervencije (razrešenja posledica kriza). Pokazalo se da finansijske institucije koje iniciraju hipotekarne kredite nisu predmet regulative i, posledično, ne moraju da poštuju zahteve o punom izveštavanju i zaštiti potrošača.

- Veze između finansijskog sektora i ostatka ekonomije tako je su uticale na način širenja krize i njene ukupne efekte. Finansijska kriza već je prouzrokovala osetno usporavanje ekonomskog rasta u SAD tokom poslednjeg kvartala 2007. godine. Projekcije za narednu godinu i srednjoročni period takole su revidirane naniže.
- Negativni efekti će se gotovo sigurno proširiti na Evropu i sve razvijene zemlje koje takole očekuju usporavanje ekonomske dinamike. O intenzitetu dejstva na nova tržišta i nerazvijene zemlje još uvek se raspravlja, mada je skoro izvesno da će efekti biti приметni. Vidi Tabelu 1.

Tabela 1: Projekcije ekonomskog rasta svetske privrede

		2006	2007	2008	2009	2007	2008	2009
		Procena		Prognoza	Prognoza	Promena		
Ceo svet (PPP)	MMF	5.0	4.9	4.1	-	0.2	-0.3	-
	SB	5.3	5.2	4.9	5.1	-	-	-
Razvijene zemlje	MMF	3.0	2.6	1.8	-	0.1	-0.4	-
	SB	2.9	2.6	2.2	2.6	-	-	-
SAD	MMF	2.9	2.2	1.5	-	0.3	-0.4	-
	SB	2.9	2.2	1.9	2.3	-	-	-
Evro zona	MMF	2.8	2.6	1.6	-	0.1	-0.5	-
	SB	2.8	2.7	2.1	2.4	-	-	-
Ostatak sveta	MMF	7.7	7.8	6.9	-	0.2	-0.2	-
	SB	7.5	7.4	7.1	7.0	-	-	-
Evropa i centralna Azija	MMF	6.4	5.5	4.6	-	-0.3	-0.6	-
	SB	6.9	6.7	6.1	5.7	-	-	-
Rusija	MMF	8.1	8.2	7.0	-	0.5	0.0	-
	SB	6.7	7.5	6.5	6.0	-	-	-
Kina	MMF	11.1	11.4	10.0	-	-0.1	0.0	-
	SB	11.1	11.3	10.8	10.5	-	-	-
Indija	MMF	-	-	-	-	-	-	-
	SB	9.4	9	8.4	8.5	-	-	-

Izvor: Za MMF – IMF, World Economic Outlook, Update, January 2008; Za SB – World Bank, Global Economic Prospects, January 2008

Ovim se otvara začarani krug – finansijska kriza negativno utiče na tekući i projektovani ekonomski rast, vodi padu akcija i ulasku u širu i dublju recesiju, a to pogoršava perspektivu uspešnih poslova i privatnih investicija kao jedinog kredibilnog puta izlaska iz finansijske krize.

MMF zato predlaže da se u traženju leka pažljivo posmatraju pravi uzroci krize, i da se rešenja predlažu na preseku nacionalnih i međunarodnih faktora, sa jedne strane, i finansijskih i ekonomskih aspekata problema, sa druge strane. Na dnevnom redu se istovremeno našlo pitanje značajne monetarne relaksacije i ozbiljnog fiskalnog stimulusa. Van realnog konteksta, sama činjenica da MMF istovremeno govori o relaksaciji monetarne politike i davanju fiskalnog stimulusa mogla bi da predstavlja iznenađenje. Ako se, međutim, u obzir uzme ozbiljnost situacije, rešenost SAD da se posegne za fiskalnim stimulusom, i jaka želja MMF-a da afirmiše svoj novi globalni mandat, iznenađenja skoro da nema. Posebno ako se ima u vidu da su oba predloga data sa odgovarajućim kvalifikacijama (ograničenjima): relaksacija monetarne politike uz kontinuelnu brigu o stabilnosti, na jednoj strani, i davanje fiskalnog stimulusa u okvirima raspoloživog fiskalnog prostora i dugoročne fiskalne održivosti, na drugoj.

Ukratko, monetarna politika izabrana je kao prva linija odbrane. Centralne banke glavnih zemalja (SAD, Britanije i Evrope) obezbedile su dopunsku likvidnost i nastavile da stabilizuju (kontrolišu) inflatorna očekivanja. Pošto, kao što je već rečeno, to nije zaustavilo krizu valja uskoro očekivati mere fiskalne politike. Očekuje se da će SAD i druge razvijene zemlje sa malim fiskalnim rizicima pripremiti paket mera usmeren na korišćenje slobodnog fiskalnog prostora za blagovremeni i ciljno usmereni fiskalni stimulus koji bi podigao agregatnu tražnju prevashondo preko podsticaja privatnoj potrošnji. Naravno, Fond upozorava da ovaj podsticaj mora da bude privremen da bi se na duži rok očuvala održiva fiskalna pozicije. Novi direktor Fonda je kratko objasnio nužnost fiskalnog stimulusa klasičnim citatom: "Čeo smisao srednjoročne fiskalne politike je štedeti za slučaj nužde (*rainy day*). Nužda je sada (kiša pada)."

Što se tiče finansijskih tržišta, glavno pitanje je vraćanje poverenja.

- Centralne banke moraju da nastave da obezbeđuju likvidnost i osiguravaju funkcionisanje interbankarskog tržišta novca, ali pri tom moraju pažljivo da biraju kojim kanalima i kakvim finansijskim institucijama daju likvidnost, na koji rok i na osnovu kakvih garancija. Kontrolnoveziona funkcija mora da obezbedi konzistentnost u vrednovanju i otpisu aktive svih finansijskih institucija.
- Finansijske institucije moraju da vrate poverenje investitora punim saopštavanjem svojih ulaganja u "subprime" i slične obveznice, bez obzira da li se ona nalaze u bilansu ili se evidentiraju van njega. Od kritičnog je značaja da veliki igrači koji su imali značajne otpise privuku sveži dopunski kapital i vrate neophodan nivo rezervi likvidnosti kako bi uverili buduće investiture o solidnosti sopstvene finansijske pozicije.
- Uprkos stavovima da su nova tržišta dovoljno odvojena od vodećih industrijskih zemalja i da je ekonomski rast u vodećim privredama (Kina i Indija) toliko jak da može da nastavi da ide napred uprkos sadašnje krize, MMF smatra da će efekti krize na nova tržišta osetiti i to dosta brzo. Glavni razlog je visoki stepen ekonomske integracije ostvaren poslednjih godina koji se ne vidi u celosti površnim posmatranjem trgovinskih i finansijskih tokova. Isto tako važno je pažljivo posmatrati i analizirati preusmeravanje

finansijskih tokova posle izbijanja finansijske krize u SAD. Zabeleženi porast priliva kapitala u Indiju može da označava ne samo povraćaj kapitala koji je ranije investirano u SAD već i nove investicije u Indiju koja pokazuje visok potencijal ekonomskog rasta i nudi visoke kamatne stope.

U svakom slučaju, opasnost širenja krize na nova tržišta je, po mišljenju Fonda, velika i realna. Monetarne i fiskalne vlasti zato moraju biti u stanju pripravnosti da odgovore na rizike usporavanja ekonomskog rasta. Naglašavamo, ono što je novitet u Fondovom razmišljanju jeste sadržaj mogućih mera koji se kreće u raponu od relaksacije monetarne politike u zemljama sa niskom inflacijom i malim rizicima u monetarnoj sferi, do davanja fiskalnog stimulusa u zemljama sa malim javnim dugom i solidnom pozicijom rezervi. Naravno, uz upozorenje da fiskalni stimulus mora da bude: (a) privremen (ograničenog trajanja) tako da ne dovede u pitanje održivosti fiskalne pozicije na srednji rok i (b) usmeren na one koji će slojeve (sa niskim dohotkom) koji će ga (odmah) potrošiti.

Pored toga novim tržišnim privredama se predlaže da se više naslanjaju na rast domaće tražnje kao izvor rasta i slede politiku fleksibilnijeg deviznog kursa kako bi pomogle urednom razrešenju postojećih međunarodnih neravnoteža.

Poslednja finansijska kriza već je učinila svoje na planu regulatornog okvira i sistema upravljanja rizicima. Umesto standardne sugestije da se ugledaju na uzor razvijenih privreda, sada im se predlaže da uče na njihovim greškama. Osnovni predlog je da se podigne kapacitet regulatornih institucija kako bi na vreme identifikovale rizike povezane sa preteranim kreditnim plasmanima i upotrebom netransparentnih kompleksnih instrumenata. Isto tako sugeriše se podizanje sposobnosti da se brzo readuže na nagle promene (recimo u sferi likvidnosti ili garancija, ili na šokove iz međunarodnog okruženja).

PORUKE I POUKE ZA ZEMLJE U TRANZICIJI I SRBIJU

Vrlo je verovatno da će neposredni efekti globalne finansijske krize najviše pogađati zemlje koje su snažno integrisane u međunarodne tokove kapitala i trgovinske tokove. Zato se i očekuje da će nova tržišta (Kina, Indija) i zemlje koje su završile tranzicije ovaj put snažnije osetiti efekte krize. Zemlje u razvoju i tranziciji koje su slabije povezane sa međunarodnim finansijskim i robnim tokovima neće osetiti snažno neposredno dejstvo mimo efekata koji se difuzno šire na opšte uslove poslovanja i tekućeg finansiranja međunarodnih poslova. Posredno dejstvo će biti primetno na mnogim frontovima, pre svega u izgradnji institucija finansijskog sektora, uvođenju novih finansijskih instrumenata i uopšte inovacija. Na jednoj strani to će usporiti i u značajnoj meri usložniti procese dalje reforme, ali će istovremeno povećati solidnost, eliminisati brzopletost i neke očigledne rizike. Učiti na tuđim greškama nije lako ali je mnogo brže i jeftinije od učenja na sopstvenim greškama

Na nivou konkretnih poruka za finansijski sektor, ova kriza gotovo taksativno potvrđuje neke od važnih preporuka koje smo naveli u prošlogodišnjem radu (Vujović 2007) sa ciljem da se razreše neki problemi, poveća stepen poverenja i smanje rizici koji potiču iz finansijskog sektora.

- Rast kredita i ukupnog obima finansiranja ne sme da povećava rizike i mora da bude usklađen sa održavanjem finansijske stabilnosti;
- Krediti i svi drugi instrumenti moraju da budu podložni merama monetarne politike i kontrole (nadzora);
- Rast finansijskih institucija (povećavanja učešća na tržištu) mora da bude rezultat ekonomskog rasta and ne špekulativnog ponašanja da bi se stekla dominantna (ili monopolska) pozicija;
- Potrebno je unaprediti okvir za vođenje monetarne politike i održavanja likvidnosti;
- Potrebno je unaprediti transparentnost, infrastrukturu i kvalitet korporativnog upravljanja na tržištu kapitala;
- Potrebno je unaprediti kvalitet upravljanja i nadzora u bankama i osiguravajućim društvima;
- Potrebno je povećati transparentnost vlasništva u bankama i preduzećima koja se kotiraju na berzi;
- Potrebno je obezbediti kompletnu pravnu osnovu i tehničke kapacitete u pružanju računovodstvenih i revizorskih usluga po svetskim standardima;

- Potrebno je poboljšati kvalitet supervizije banaka kako bi se pravilno ocenili stvarni rizici plasmana u bankarskom sektoru, uključujući učešće kredita koji se neuredno servisiraju (*NPL ili nonperforming loans*).

Na meta nivou, ova kriza generiše neke dopunske važne poruke i pouke:

- Eliminirati tvrdi idologiju: Prisustvo tvrde (ekonomske i političke) ideologije u vođenju ekonomske politike i sprovođenju regulativne funkcije na važnim tržištima nije prihvatljivo. Rasprava o "ideološkim" razlikama je moguća i poželjna, ali niko ne bi trebalo da ima pravo veta i samovolje u realizovanju sopstvenih viđenja ekonomske politike i institucionalnih rešenja. Pokazalo se da ljudi nesumnjivih stručnih kvaliteta, kao što je *Alan Greenspan*, mogu da naprave velike previde i greške u želji da afirmišu politiku, institucionalna rešenja i principe upravljanja koja ideološki preferiraju. Primeri kršenja pravila struke i principa kvalitetnog upravljanja zarad čistih ideoloških razloga nedopustivi su i, mnogo važnije, veoma štetni za finansijski sektor i privredu u celini. Neka vrsta kodeksa ponašanja koji bi potpisivao svaki državni činovnik koji radi na pitanjima finansijskog sektora i svaki menadžer zaposlen u finansijskim institucijama, možda bi pomogla da se eliminišu očigledni primeri kršenja pravila struke i dobrog upravljanja.
- Dozvoliti sva rešenja koja (mogu da) daju rezultat: Sva ekonomsko-politička i institucionalna rešenja koja daju željeni rezultat u održavanju ekonomske stabilnosti, sprečavanju i prevladavanju kriza i podržavanju održivog i efikasnog rasta, dozvoljena su. I obratno, nikakva ortodoksna rešenja koja ne daju rezultat, nisu prihvatljiva. Na ovim principima SAD i MMF grade kombinaciju politika (monetarne relaksacije da bi se povećala likvidnost i fiskalnog stimulusa da bi se pokrenuo rast) od koje se očekuje da može dati rešenje finansijske krize i prevladavanje opasnosti od veštački pokrenute recesije. Pri tom se ne sme zaboraviti da svaka mera ima svoje negativne strane i može biti "kontraindikovana" ako nije pravilno odabrana (pravi lek za datu bolest) i ne primenjuje se u potrebnim "dozama". Drugim rečima, neograničeni opšti fiskalni stimulus sigurno nije preporučljivo univerzalno sredstvo za iniciranje i održavanje privrednog rasta.
- Vaspostaviti i održati poverenje u institute tržišne privrede i moderne finansijske instrumente: Ova kriza je pokazala da nadzorna, kontrolna i regulativna funkcija može da deluje jedino ako je sveobuhvatna (tj. ako se odnosi na sve finansijske institucije i na sve instrumente), zasnovana na visokim standardima transparentnosti i punog izveštavanja i ako je koordinirana na globalnom nivou.

LITERATURA

1. Gramlich, Edward M. (2007), *Subprime Mortgages: America's Latest Boom and Bust*, Urban Institute Press, 2007.
2. IMF (2006), *Serbia and Montenegro: Serbia – Financial System Stability Assessment*, Washington, D.C., March 2006.
3. IMF (2008), *World Economic Outlook, Update*, January 2008.
4. Krugman, Paul (2007), *After the Money's Gone*, *New York Times*, Editorial, 14, decembar, 2007.
5. Krugman, Paul (2008), *Don't Cry for Me, America*, *New York Times*, Editorial, 18, januar, 2008.
6. Reinhart, Carmen M. i Kenneth S. Rogoff (2008), *Is the 2007 U.S. Sub-Prime Financial Crisis So Different? An International Historical Comparison*, (January 2008). NBER Working Paper No. W13761.
7. Schwartz, Anna J. (1998), *International Financial Crises: Myths and Realities*, *The Cato Journal*, Vol 17, No. 3, Winter 1998.
8. Strauss-Kahn, Dominique, (2008), *Lessons from the Financial Market Crisis: Priorities for the World and for the IMF*, Managing Director of the IMF, ICRIER, New Delhi, India February 2008.
9. Vujović, Dušan (2007), *Institucionalne pretpostavke inostranih portfolio investicija*, Ekonomski forum, SES, Kopaonik 2007, takođe objavljeno kao *Institucionalni preduslovi za krupne portfolio investicije u Srbiji*, *Ekonomika preduzeća*, Vol. LV, januar-februar, 2007.
10. World Bank (2004 a), *Serbia and Montenegro: Serbia: Financial Sector Note*, Washington, D.C. September 2004.
11. World Bank (2004 b), *Serbia and Montenegro: Serbia: Investment Climate*, Washington, D.C. December 2004.
12. World Bank (2005 a), *Report on the Observance of Standards and Codes, Serbia and Montenegro: Serbia: Accounting and Auditing*, Washington, D.C., June 2005.
13. World Bank (2005 b), *Serbia and Montenegro: Serbia: Financial Sector Assessment*, Washington, D.C. November 2005.
14. World Bank (2006), *Global Development Finance: The Development Potential of Surging Capital Flows*, Washington, D.C., May 2006.
15. World Bank (2008), *Global Economic Prospects, Technology Diffusion in the Developing World*, January 2008.



Dušan Vujić je diplomirao 1974. magistrirao 1977, a doktorirao 1984. na Ekonomskom fakultetu u Beogradu. Postdoktorske studije je završio 1990. na Berkli Univerzitetu, SAD. Od 1975-1992. radio je na Ekonomskom fakultetu u Beogradu (kao asistent, docent i vanredni profesor). Od 1985-1992. je radio kao rukovodilac projekta makroekonomskog modeliranja u Institutu za statistiku, SZS. Od aprila 1992. do oktobra 2001. radio u operativnom delu Svetske banke na nizu obrazovnih, analitičkih, investicionih i strukturnih projekata, uključujući poziciju rukovodioca makroekonomskog tima za Ukrajinu. Od oktobra 2001. do juna 2003. nalazio se na poziciji predstavnika naše zemlje u Svetskoj banci, a od juna 2003.

na poziciji predstavnika Svetske banke u Kijevu i menadžera programa za Ukrajinu. Trenutno se nalazi na poziciji glavnog ekonomiste (Lead Economist) u nezavisnoj grupi za ocenu rada Svetske banke (Independent Evaluation Group), glavnog urednika časopisa Finansije i redovnog profesora na Fakultetu za ekonomiju, finansije i administraciju u Beogradu. Objavio je više knjiga i članaka u vodećim domaćim i svetskim stručnim časopisima na teme institucionalnih reformi, privrednog razvoja, makroekonomske analize i modeliranja, fiskalne i poreske politike, ocene investicionih projekata, finansijskog sektora, konkurentnosti i druge.