

СРПСКИ ЕКОНОМСКИ ФОРУМ



РАДНИ ДОКУМЕНТ

# Могућности финансијске кризе у Србији

Александар Илић

Београд, октобар 2007. године

## С а д р ж а ј:

Увод.....	3
1. Опште о финансијским кризама, три генерације валутних криза.....	4
2. Узроци финансијских криза .....	5
2.1 Макроекономски дебаланси као узрочници финансијских криза.....	5
2.1.1 Дефицит текућег рачуна .....	6
2.1.2 Прецењеност домаће валуте.....	8
2.1.3 Кредитна експанзија.....	8
2.1.4 Висока задуженост .....	10
2.1.5 Ниво девизних резерви.....	12
2.1.6 Фискални дебаланси .....	12
2.1.7 Висок прилив капитала .....	13
2.2 Структурни проблеми као узроци финансијских криза .....	15
2.2.1 Ниска конкурентност националне привреде.....	15
2.2.2 Неразвијено финансијско тржиште.....	16
2.2.3 Остали структурни фактори.....	16
2.3 Други узрочници финансијских криза .....	17
2.3.1 Политички ризици .....	17
2.3.2 Кретања у светској привреди .....	18
2.3.3 Историја финансијских криза.....	18
3. Анализа потенцијалних узрочника финансијске кризе у Србији .....	19
3.1 Анализа одрживости дефицита текућег рачуна платног биланса.....	19
3.2 Политика девизног курса.....	24
3.3 Кредитна експанзија .....	27
3.4 Анализа задужености.....	30
3.5 Ниво девизних резерви .....	34
3.6 Фискална политика .....	36
3.7 Прилив капитала .....	39
3.8 Конкурентност националне привреде .....	41
3.9 Развијеност финансијског тржишта .....	44
3.11 Кретања у светској привреди.....	46
4. Процена ризика настанка финансијске кризе у Србији.....	49
Закључна разматрања .....	51
Л И Т Е Р А Т У Р А .....	52

## Увод

*“But capitalism, since its beginning, has been marked by crises; each time, the economy recovers, but each crisis carries its own lessons.”<sup>1</sup>*

Joseph E. Stiglitz

**Б**огата историја финансијских криза, а пре свега значајне последице које оне са собом носе, утицале су да проучавање финансијских криза константно буде у центру пажње како академске јавности тако и креатора економске политике. Идеја истраживача и аналитичара је да се уоче узроци који доводе до избијања финансијске кризе и мерама економске политике оне предупреду како би се избегле последице избијања кризе. На жалост, упркос значајном напретку данас нема једнозначног и коначног одговора на питања која се тичу дефиниције, узрока избијања, времена настанка па и адекватних одговора на евентуално избијање финансијских криза.

Оно што се са сигурношћу може истаћи то је да се финансијска криза може догодити било где и било када на било ком тржишту, држави или региону и то како у фази просперитета тако и у фази рецесије. У том циљу стоји и чињеница да је веома мали број економиста (ако их је уопште било) могао да претпостави да ће се догодити криза у југоисточној Азији 1997. године, нарочито након континуирано фантастичних перформанси које су имале привреде земаља овог региона. Други, и можда још илустративнији, пример је криза која се недавно догодила на тржишту стамбених кредита у економски најпросперитетнијој земљи света, која имала (могла имати) значајне импликације на целокупно међународно финансијско тржиште<sup>2</sup>.

Поред чињенице да их је тешко предвидети, друго битно обележје је да постоји велики број узрочника финансијских криза. С обзиром на ту чињеницу умањује се моћ предвиђања, али се такође и смањује извесност инструмената које стоје на располагању креаторима економске политике како би на време припремили одговоре на потенцијалне опасности. Ипак, литература која истражује финансијске кризе је обимна и до сада је идентификован читав низ (потенцијалних) узрочника криза. Поред тога развијен је низ аналитичких инструментаријума за предвиђање криза, од којих су неки дали значајне резултате, а други не.

Досадашња искуства су показала да су тзв. тржишта у настајању (emerging markets) више подложна финансијским кризама од зрелих тржишта (mature markets), иако и ова потоња нису у потпуности имуна на финансијске кризе<sup>3</sup>. У том контексту посебна пажња се посвећује тржиштима у развоју и у оквиру њих транзиционим земљама, односно оним који су у релативно кратком року покушале да у своје привреде приближе оним најразвијенијим. Имајући у виду да је Србија управо транзициона земља те да њена привреда на макроекономском и микроекономском нивоу заостаје за напредним, оправдано је сагледати опасности које у датом тренутку могу резултирати у финансијским кризама. Овај рад се управо бави могућностима избијања финансијске кризе у Србији.

Рад је структуриран на следећи начин. У првом делу рада се дају се опште напомене о финансијским кризама. У другом делу се појединачно и подробно анализирају узрочници финансијских криза. У трећем делу се анализирају кретања

<sup>1</sup> Stiglitz, Joseph (2007): “The Asian Crisis Ten Years After”, доступно на [www.project-syndicate.org](http://www.project-syndicate.org)

<sup>2</sup> Док ово пишемо још увек не знамо да ли је криза превазиђена или је то само увод у још већу кризу.

<sup>3</sup> Поново указујемо на финансијску кризу у САД.

потенцијалних показатеља финансијске кризе у Србији, а у четвртном се даје процена могућности и евентуални сценарио избијања кризе. Пети део закључује истраживање.

## 1. Опште о финансијским кризама, три генерације валутних криза

Не постоји универзална и опште прихваћена дефиниција финансијских криза. У начелу под финансијском кризом се подразумевају поремећаји у финансијском систему одређених земаља, региона и/или међународног финансијског тржишта у целини. С обзиром на интензитет ових поремећаја разликују се мање и веће финансијске кризе. Имајући у виду да је финансијски систем кичма укупног економског система, финансијске кризе имају велике последице на економски па чак и на шири социјални и политички систем.

Као илустрацију разорног дејства који са собом носе дајемо неке од последица источноазијске финансијске кризе. Како истиче Штиглиц (2002) након финансијске кризе у Источној Азији стопа незапослености је у Кореји била учетворостручена, у Тајланду утростручена, а у Индонезији чак удесетостручена. У Јужној Кореји урбано сиромаштво је скоро утростручено, са скоро једном четвртином становништва у категорији сиромашних; у Индонезији је сиромаштво удвостучено. У 1998. години БДП је у Индонезији опао за 13,1%, у Јужној Кореји за 6,7% и у Тајланду за 10,8%. Према Weisbrot (2007) Индонезија је достигла ниво БДП по становнику из периода непосредно пре кризе крајем 2004. године, дакле тек седам година касније.

Три су основна облика финансијских криза: (1) валутна - подразумева значајну девалвацију/депресијацију националне валуте, (2) банкарска - праћена је сломом банкарског система; и (3) дужничка - узрокована је нагомиланим дуговима чије сервисирање надмашује способности националних привреда. Међутим, често се дешава да финансијску кризу чини комбинација нека два од претходно дефинисана облика и то тако што настане као један облик, а затим се прошири на друге облике. Тако су источноазијска финансијска криза (1997. године), као и кризе у нордијским земљама (1992-93), Русији (1998) и Турској (2000) типични представници тзв. – twin crises које подразумевају истовремену валутну и банкарску кризу. Друге врсте мешавине криза су: валутна и фискална криза Бразил (1999) или валутна и дужничка криза Аргентина (2001). С обзиром да је веома чест случај да се дешавају комбинације појединих облика финансијских криза у раду се анализирају могућности за најстајање било којих облика финансијске кризе, а не појединих облика изоловано.

Не занемарујући друге облике, у литератури се посебно анализирају валутне кризе. У том контексту идентификоване су три генерације валутних криза. Криза прве генерације узрокована је slabим фундаменталним макроекономским показатељима, односно подразумева ситуацију у којој експанзивна монетарна или фискална политика воде ка смањењу девизних резерви што за своју последицу има финансијску кризу. Према Кругману у условима режима фиксног девизног курса експанзија домаћих кредита води ка постепеном смањењу девизних резерви, што отвара могућност за шпекулативне ударе који временом постају неизбежни.

Криза друге генерације је самоиспуњавајућа и подстакнута је очекивањима тржишних учесника. Код ове врсте финансијске криза није нужно да пад девизних резерви доприноси промени паритета валута, већ то може бити резултат очекивања тржишних учесника да ће централна банка напустити текући паритет услед структурних разлога. Пример за наведену врсту кризе је криза која се почетком деведесетих десила у неколико земаља ЕМУ.

Кризе треће генерације у великој мери су одређене структурним проблемима нарочито у банкарском систему. Ово је врста тзв. двоструких криза и чине је банкарска и валутна криза. Типичан представник овакве врсте криза је Источноазијска финансијска криза из 1997. године<sup>4</sup>.

## 2. Узроци финансијских криза

Да би се криза могла на време предупредити од значаја је сазнање о узроцима који доводе до финансијске кризе. Иако је литература посвећена узроцима финансијских криза обимна, још увек не постоји консензус о разлозима који доводе до избијања финансијских криза<sup>5</sup>. Различити аутори идентификују различите узрочнике финансијских криза. Тако Бабић и Жигман (2000) указују да разлози за финансијску кризу обухватају: (1) повећану глобализацију и мобилност на финансијском тржишту; (2) неусклађеност либерализације текућег и капиталног рачуна са либерализацијом и реформама осталих сектора у привреди; (3) појављивање нових тржишта и земаља у транзицији; и (4) слабљење међународног монетарног система. Са друге стране Carie (према Шоње, 2000) истиче да су финансијске кризе пре свега ликвидносни проблеми, односно проблеми поверења па их сходно томе треба решавати. Kaminsky, Lizondo and Reinhart (1997) анализирајући 103 индикатора валутних криза подељених у шест катагорија указују да су кључни индикатори који утичу на настајање кризе: понашање девизних резерви, реални девизни курс, раст домаћих кредита, раст кредита држави, инфлација, спољнотрговински биланс, извозне перформансе, раст новчане масе, реални БДП и фискални дефицит. Ghosh and Ghosh (2002), пак, финансијску кризу препишу структурним проблемима у финансијском и реалном сектору.

Дакле, широк је спектар (потенцијалних) узрочника финансијске кризе. Узимајући у обзир циљ истраживања, а имајући у виду литературу као и досадашња искуства финансијских криза све узрочнике финансијских криза можемо поделити у три велике групе:

- (1) макроекономски дебаланси;
- (2) структурни проблеми; и
- (3) други узрочници.

### 2.1 Макроекономски дебаланси као узрочници финансијских криза

Кретање макроекономских варијабли су често кључне иницијалне каписле за избијање финансијских криза у свим својим облицима (валутна, банкарска, дужничка или мешавина неких од наведених). Међу кључне макроекономске дебалансе који могу условити настајање финансијских криза убрајамо<sup>6</sup>:

<sup>4</sup> За подробнију анализа три генерације валутних криза више видети Миљковић (2007) или Бабић и Жигман (2000)

<sup>5</sup> Само у Kaminsky, Lizondo and Reinhart (1997) се може наћи преглед 25 истраживања о валутним кризама са списком потенцијалних индикатора, методологијом истраживања и коментарима постигнутих резултата.

<sup>6</sup> Макроекономски дебаланси у начелу подразумевају одступање макроекономских варијабли од "нормалних" вредности, односно од вредности које омогућавају одржавање постојећег система без поремећаја или промена економских политика.

- континуирано висок и неодржив дефицит текућег рачуна платног биланса;
- прецењеност домаће валуте;
- кредитна експанзија;
- висок ниво спољног и/или јавног дуга;
- низак ниво девизних резерви;
- фискалне дебалансе; и
- висок прилив капитала

### 2.1.1 Дефицит текућег рачуна

Посматрајући богату историју финансијских криза може се запазити да су високи, а пре свега неодрживи дефицити текућег дела платног биланса били битна детерминанта настајања финансијских криза. Како истичу Roubini (1998) валутна криза у Мексику (1994. године) и источноазијска криза (1997) нарочито у Тајланду, Малезији и Филипинима у значајној мери су биле подстакнуте неодрживим дефицитима текућих трансакција. Ghosh and Ghosh (2002) емпиријски потврђују да су високи дефицити текућих трансакција подстрекачи финансијских криза. Стога је, приликом оцене извесности финансијске кризе, од значаја анализирати одрживост дефицита текућег рачуна платног биланса.

Генерално, одрживи дефицит текућег дела платног биланса је онај који се одржава без настајања финансијских криза или битне промене макроекономских политика. Међутим, не постоји јединствено правило на бази кога би се могло одредити да ли је дефицит текућег дела платног биланса одређене земље одржив или не. Milesi-Ferretti и Razin (1996a и b) према Roubini и Wachtel (1998) истичу да је дефицит текућег рачуна мање одржив:

- (1) ако има велико учешће у БДП;
- (2) ако је дефицит последица смањења националне штедње више него повећања инвестиција (један од узрока Мексичке кризе из 1994. године је пад приватне националне штедње)<sup>7</sup>; и
- (3) ако су стопе националне штедње ниске.

Констатације (2) и (3) изводе се на бази кретања на позицијама штедње и инвестиција у оквиру приватног и сектора државе, а на основу познатог макроекономског идентитета:

$$(1) (Sp - Ip) + (Sg - Ig) = CAB,$$

при чему је **Sp** - штедња приватног сектора, **Ip** – инвестиције приватног сектора, **Sg** – штедња буџетског сектора, **Ig** – јавне инвестиције, а **CAB** дефицит текућег рачуна платног биланса.<sup>8,9</sup>

Поред разлике између штедње и инвестиција, битан је и апсолуни ниво ових варијабли. Дефицит текућег рачуна који је у основи резултат ниске националне штедње (било приватне или државне) је мање вероватан да буде одржив него дефицит који је резултат виших инвестиција. Разлог за то је што веће инвестиције повећавају

<sup>7</sup> Доказ да је висок дефицит текућег рачуна био детерминисан ниском приватном штедњом је чињеница да је Мексико остварио суфицит консолидованог сектора државе.

<sup>8</sup> Штедња буџетског сектора је разлика између текућих прихода и текућих расхода.

<sup>9</sup> Обично се уместо апсолутних вредности у анализи користе учешћа појединих категорија у Бруто домаћем производу (БДП).

производне капацитете привреде, чиме се у будућности повећава аутпут и смањују екстерне неравнотеже било повећањем извоза и/или супституисањем увоза услед раста нове производње. Са друге стране дефицит који је резултат ниске националне штедње не резултира нужно у генерисању будућих производних капацитета, јер већа потрошња у садашњости не подразумева веће производне капацитете у будућности.

Поред тога, од значаја је структура инвестиција. Ако су инвестиције у већој мери сконцентрисане у сектору разменљивих добара, онда ће додатни аутпут утицати на смањење екстерних неравнотежа. Супротно, уколико су инвестиције у већој мери сконцентрисане у сектору неразменљивих роба (или услуга), онда је вероватно да додатни аутпут неће смањити спољне дефиците.

Поред структуре текућег дефицита битно је, са становишта одрживости, сагледати и начин његовог финансирања. Генерално, дефицит текућег рачуна може бити финансиран иностраним задуживањем, страним директним или портфолио инвестицијама или смањењем девизних резерви. Од свих могућности, најздравије је финансирање дефицита страним директним инвестицијама због чињенице да су оне обично повезане са пројектима које ојачавају могућности земље да генерише додатну будућу производњу и тиме утиче на смањење спољних неравнотежа. Нарочито ово долази до изражаја ако су стране директне инвестиције усмерене у сектор разменљивих добара. Најлошија варијанта свакако је финансирање иностраним задуживањем. На овај начин повећава се одлив девиза у наредном периоду по основу отплате дугова, што заједно са свим другим одливима повећава опасност од избијања финансијских криза.

Поред наведеног, приликом анализе одрживости дефицита текућег рачуна важно је придодати још један аспект, који се тиче конвергенције ка развијеним земљама, а добија додатну импликацију када су у питању транзиционе земље. Наиме, велики број транзиционих земаља има високе дефиците текућег дела платног биланса. Неки од аутора, попут, Herrmann and Jochem (2005), овакву тенденцију објашњавају процесом конвергенције које ове земље имају према развијеним земљама ЕУ, у условима велике интеграције финансијских тржишта. Према економској теорији капитални токови према овим земљама помажу да се финансирају инвестиције чиме се у значајној мери повећава дефицит, који је као такав развојног карактера. Са друге стране очекивано високи приходи у наредном периоду утичу на повећање личне потрошње, што такође доводи до увећања дефицита текућег дела платног биланса (преко притиска на увоз потрошних добара). Овде је важно нагласити још једну поенту. У условима континуираног раста дохода (становништва) економски субјекти антиципирају даљи наставак оваквог тренда, што имплицира даљи раст потрошње. У условима високе увозне зависности те ниских домаћих привредних капацитета, односно ниске конкурентности домаће привреде долази до даљег раста увоза и продубљивања спољнотрговинског дефицита и дефицита текућих плаћања. На делу је, дакле, ефекат интертемпоралног изравнавања потрошње. У складу са претходно наведеним приликом анализе процеса конвергенције важно је разлучити која компонента преовлађује, односно да ли је веће инвестирање или виша потрошња узрок екстерних неравнотежа. Са становишта одрживости боље је ако је висок дефицит резултат појачане инвестиционе активности<sup>10</sup>.

<sup>10</sup> Анализа процеса конвергенције поклапа се, у ствари, са анализом утицаја националне штедње и инвестиција на дефицит текућих трансакција.

### **2.1.2 Прецењеност домаће валуте**

Прецењеност домаће валуте чест је узрок валутних криза. Према прегледу истраживања које дају Kaminsky, Lizondo и Reinhart (1997) 10 од 12 анализираних истраживања закључују да је прецењена домаћа валута статистички значајна варијабла која одређује настанак кризе. Иако је прецењеност домаће валуте чест случај када је на делу режим фиксног девизног курса, последњи експерименти са флексибилним девизним курсом у условима високих прилива капитала и "јаким" играча на домаћем финансијском тржишту указују да је и у таквим условима могуће да дође до прецењености домаће валуте. Вештачко одржавање прецењене вредности домаће валуте било фиксним курсом или допуштањем високог прилива капитала доспева за наплату у тренутку када дешавања у платном билансу, односно знатно виши одлив девиза од прилива буде толики да смањење девизних резерви не буде сврсисходно за одбрану националне валуте и/или спречавање веће депресијације домаће валуте. Тада настаје валутна криза.

Утицај курса на раст ризика настајања финансијске кризе даћемо на примеру земље у развоју која излази из периода макроекономске стабилности и исту покушава да постигне коришћењем непроменљивог девизног курса. Упркос чињеници да непроменљивост девизног курса омогућава краткорочно постијање стабилности, односно сузбијање инфлационих очекивања оваква политика има негативан утицај у средњем и дугом року на стварање претпоставки за дугорочну макроекономску стабилизацију и привредни раст<sup>11</sup>. Наиме, непроменљивост девизног курса се често користи као политика у земљама које имају проблема са инфлацијом. Иако се након фиксирања курса у кратком року неизбежно смањује инфлација она и даље постоји тако да долази до реалне апресијације домаће валуте, односно до њене прецењености. Прва последица оваквих кретања је губитак екстерне конкурентности, док је друга много опаснија, а то је повећање увоза. Поред тога ствара се лажна слика о свеукупној стабилности, што са собом носи наизглед позитивне тенденције, али са потенцијално опасним исходом. Јер, лажна слика прецењености националне валуте подразумева свест о стабилности а то све утиче на раст активности на финансијским тржиштима. Проблем у томе је овај раст, иако несумњиво позитивна тенденција, често није праћен растом реалног сектора. Примера ради, стабилизација је често услов за кредитну експанзију становништву. Уколико се ова експанзија усмерава на потрошњу, а реални сектор није довољно јак како би се експанзија реализовала на домаћем тржишту онда то све подразумева и већи увоз те додатне платнобилансне проблеме.

### **2.1.3 Кредитна експанзија**

Попут високих дефицита текућих трансакција и прецењене домаће валуте и кредитна експанзија се у литератури истиче као битан узрочник финансијских криза. Kaminsky, Lizondo and Reinhart (1997) закључују да пет од седам студија посвећених финансијским кризама налазе да је кредитна експанзија важан фактор банкарских и/или валутних криза. Кредитна експанзија има потенцијално двоструки утицај на повећање

---

<sup>11</sup> Интересантно запажање даје Миљковић (2007 а): "Замке актуелне стратегије економске политике" када прави разлику између стабилног и непроменљивог девизног курса. Дистинкција је из разлога што стабилна валута подразумева и стабилну националну привреду са унутрашњом и екстерном равнотежом. Како се привреде које примењују политику коришћења девизног курса као номиналног сидра не могу сматрати стабилним, прилагодиније је користити термин непроменљив девизни курс.

ризика настанка финансијских криза. Први је микроекономско-макроекономске природе и подразумева ризик од прекомерне задужености, а други је претежно макроекономског карактера и подразумева утицај на макроекономске дебалансе. Покушаћемо да подробније објаснимо оба ефекта.

Претерана кредитна експанзија, односно кредитни бум одувек је била претеча и неопходан услов дужничке кризе. Обично у доба стабилних услова долази до кредитне експанзије, која с обзиром на такве услове обично није праћена и одговарајућом супервизијом. Ствари иду добро све до тренутка до када може доћи до иницијалног шока, када цео систем долази у колапс.

Додатно појачање ризика од дужничке кризе даје проблем индексације потраживања, што је нарочито изражено код земаља у развоју. Ово готово неизоставно примењују стране банке које долазе на тржишта у развоју. Како би се заштитиле од евентуалних курсних промена у нестабилним условима, а имајући у виду да капитал углавном довлаче из иностранства, оне хедују свој ризик тако што индексирају своја потраживања у страниој чврстој валути. У том случају нехедовани искључиво остају кредитори, што имплицира да чак и мала депресијација националне валуте може утицати да дође до проблема сервисирања дуга, што је увод у финансијску кризу. У тим случајевима зајмодавци траже јак колатерал (у виду хипотеке, гаранције и др.) тако да цену превасходно плаћају зајмопримци.

Други битан елемент који може подстаћи дужничку кризу је кредитирање под варијабилним каматним стопама. Ово је случај који је јако добро познат нарочито за време дужничке кризе из 80-тих година прошлог века. До кризе долази на следећи начин: зајмопримац се задужује по варијабилној каматној стопи у условима тренутно ниских каматних стопа. У случају поремећаја на финансијском тржишту (нпр. инфлациони притисци) долази до раста каматних стопа, а тиме и до проблема у сервисирању дугова.

Кредитна експанзија у одређеним околностима може изазвати банкарску кризу. Важно је напоменути да банкарске кризе у принципу проистичу због лоше активе биланса стања банкарског сектора, односно због нарушавања квалитета активе. Напред наведено указује да су удео ненаплативних потраживања у портфолиу банака, високе флукуације у ценама некретнина и хартијама од вредности, као и банкрот предузећа битни индикатори на основу којих се могу препознати опасности од банкарске кризе. У првом реду овде треба имати на уму учешће ненаплативних потраживања због чињенице да је погоршање овог индикатора био један од узрочника источноазијске финансијске кризе.

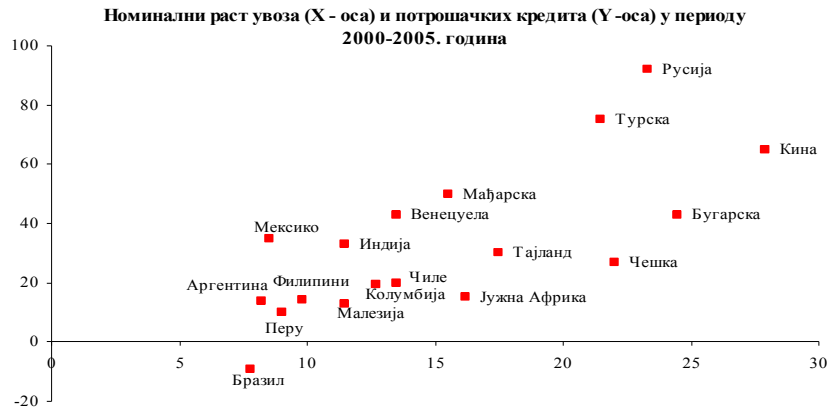
Други аспект кредитне експанзије тиче се повећања макроекономске нестабилности, са последицама на настанак валутне кризе. Кредитна експанзија са макроекономског становишта значи и повећање агрегатне тражње. Уколико не постоји довољна домаћа понуда која је способна да одговори расту тражње оваква кретања резултирају у погоршању спољнотрговинског дефицита и/или повећању инфлације. Нарочито је од значаја анализирати брзину раста кредита због чињенице да је понуда ригидна на кратак рок. Раскорак између понуде и тражње премошћава се растом цена или већим увозом.

Ипак, није свака кредитна експанзија опасност од финансијске кризе Hilbers, Otker-Robe, Pazarbasiouglu and Johnsen (2005) истичу да је приликом анализе кредитне експанзије потребно сагледати:

- а) **брзину раста кредита** - брз раст кредита повећава могућност финансијске кризе. Carpio и Klingebiel (1996), према ФРЕН (2006), указују да је земљама у

којима су домаћи кредити расли више од 30% годишње или два пута брже од номиналног раста БДП, претио већи ризик банкарске кризе;

- b) **ко су главни кредитори (стране или домаће банке)** - ова разлика је посебно значајна када су у питању тржишта у развоју јер стране банке, по правилу, могу обезбедити знатно више средстава и пласирати их на домаћем тржишту и тиме изазвати кредитну експанзију;
- c) **ко су главни клијенти (становништво или предузећа)** - боље је ако су предузећа је та средства иду у инвестиције док у случају становништва (кроз потрошачке кредите) највећи део иде у потрошњу, а у случају слабе домаће понуде и у увоз. На то указују и искуства земаља у развоју.



Извор: ММФ

- d) **секторска концентрација/композиција кредита** - куповина станова, трајних потрошних добара, инвестиције, итд - боље је ако сразмерно већи износ повучених кредита иде у инвестиције, а мање у потрошњу;
- e) **валутна композиција кредита** - изразито је неповољно са становништа валутног ризика ако се реализација кредита спороводи у страном или уз индексацију у страном валути;
- f) **дужина кредита** - са аспекта проблема ликвидности повољније је ако се одобравају кредити на дужи рок; и
- g) **извори кредита** - У основи постоје три главна извора кредита: (1) раст депозитног потенцијала банка, (2) позајмице са домаћег тржишта или из иностранства и (3) повећање капитала банака. Други начин је најнеповољнији нарочито ако се позајмице реализују у иностранству и у условима флукуирајућег девизног курса. Задуживање у иностранству подразумева и раст спољног дуга, чиме се додатно повећавају ризици. Са друге стране, као што говори економска теорија, која у своју потврду добија у пракси, већи прилив капитала подразумева ап्रेसијацију домаће валуте. Напред је показано да апресијација националне валуте није добра нарочито ако је у питању земља у развоју са недовољно развијеним реалним сектором.

#### 2.1.4 Висока задуженост

Последица кредитне експанзије је висока задуженост. Висока задуженост најстарији је и један је од најбитнијих узрока финансијских - у овом случају дужничких

криза<sup>12</sup>. Она може бити изражена кроз висок дуг јавног сектора и/или кроз висок спољни дуг јавног и/или приватног сектора. У случају да земља није у могућности да уредно сервисира своје обавезе према иностранству, она упада у дужничку кризу тако да је, по правилу, неопходно да предузме читав сет, често болних, мера како би поново могла да уредно сервисира своје обавезе.

Како истиче Миљковић (2007б) немогућност земље да одговори на своје обавезе према повериоцима може бити последица несолвентности или неликвидности у датом тренутку времена. Имајући у виду богату историју дужничких криза Светска банка и ММФ су у сарадњи са Париским клубом и ОЕЦД-ом развили методе и технике, путем којих у средњем року кроз различите сценарије прате промену индикатора солвентности и ликвидности посматраних земаља. Најчешће коришћени индикатори солвентности и ликвидности и њихове критичне вредности на основу којих се мери степен задужености земаља дати су у следећој табели.

**Табела 1.** Индикатори задужености и њихове критичне вредности

	EDT/XGS	EDT/GNP	TDS/XGS	INT/XGS
Висока	275%+	50%+	30%+	20%+
Умерена	165-275%	30-50%	18-30%	10-20%

Извор: Миљковић (2007)

Где је:

- **EDT/XGS** - рацио спољног дуга и извоза роба и услуга. Ово је индикатор солвентности јер његов раст указује да укупно оптерећење по основу спољног дуга расте брже од финансијских (девизних) прихода, што може представљати сигнал погоршања солвентности, уколико је задуживање мање узрок повећаних инвестиција, а више повећане потрошње;
- **EDT/GNP** - рацио спољног дуга и бруто националног производа. Такође је индикатор солвентност и показује могућности земље да преусмеравањем ресурса из производње производа за домаће тржиште у производњу производа за инострано тржиште повећа стање своје солвентности. Често се као алтернатива овог показатеља користи рацио спољног дуга и бруто домаћег производа чија је критична вредност 80%;
- **TDS/XGS** - рацио службе дуга и извоза роба и услуга. Индикатор је ликвидности и показује могућност земље да из текућих девизних прихода од извоза роба и услуга сервисира дуг;
- **INT/XGS** - рацио отплате камата и извоза роба и услуга. Показатељ је ликвидности, односно показује могућност земље да из текућих девизних прихода од извоза роба и услуга отплаћује камате према иностранству.

Поред напред наведених индикатора важно је напоменути и индикатор који указује на солвентност јавног сектора и изражава се као однос између јавног дуга и фискалних прихода.

У контексту проблема задужености важно је још указати и на проблем тзв. "оргиналног греха" (енгл. original sin) са којим се суочавају земље у развоју. Према Eichengreen, Hausmann and Panizza (2003) оригинални грех је немогућност земље да се задужује у иностранству у домаћој валути. Додатно, оригиналном греху се још и преписује немогућност земље да се задужује на дуги рок. Оба наведена ограничења повећавају ризике земље од финансијских криза. Наиме, задуживање земље у иностраној валути повећава тзв. валутни ризик тј. ризик ситуације да уколико дође до

<sup>12</sup> Често се у литератури као најстарија финансијска криза означава банкрот шпанског краља Филипа II из 16. века.

депресијације домаће валуте дође до отежавања сервисирања дугова. Други случај немогућности задуживања на дуги рок и инсистирање на кратком повећава могућност земље да уђе у проблем неликвидности у погледу сервисирања дуга. Уколико томе додамо и проблем задуживања под варијабилним каматним стопама долазимо до битних карактеристика задуживања које треба имати у виду приликом процене ризика од настанка финансијске кризе.

### **2.1.5 Ниво девизних резерви**

Висина девизних резерви битан је одбрамбени механизам који чини мање вероватним избијање финансијске кризе. Девизне резерве или резерве уопште су значајне по два основа. Први се тиче одржавања нормалог одвијања платнобилансних (девизних) токова и стабилизације националне валуте, а други је психолошке природе и тиче се стабилизације очекивања тржишних учесника.

У складу са напред наведеним идентификовано је неколико показатеља на основу којих се може сагледати оптималан ниво девизних резерви, односно адекватност девизних резерви са становишта одрживости:

- рацио девизне резерве и увоз роба и услуга. Овај рацио се обично изражава у месецима и означава адекватност резерви са становишта стабилности националне валуте;
- рацио девизне резерве и спољни дуг. Показатељ је ликвидности и спада у групу показатеља способности сервисирања обавеза према иностранству, али због утицаја на стабилност валуте овде добија шири контекст;
- рацио девизне резерве и краткорочни спољни дуг. Слично као и претходни;
- рацио девизне резерве и новчана маса М1 - показатељ је изложености финансијском ризику.

### **2.1.6 Фискални дебаланси**

Питање фискалне политике често се, оправдано, ставља у контекст ризика у погледу настајања финансијских криза. Неадекватна фискална политика узрок је многих дужничких криза. Аргентинска криза из 2001. године добар је пример који указује да неодговорна фискална политика може да буде битна иницијална каписла за настанак кризе<sup>13</sup>. Високи фискални дефицити узрокованим ниским фискалним приходима (само око 20% БДП) и нарастајућим расходима утицали су да дође до раста јавног дуга. У садејству са другим факторима Аргентина је доживела финансијску кризу и морала је да прогласи државни банкрот.

Три су основа правца на основу којих фискална политика утиче на раст ризика у погледу настајања финансијских криза: (1) утицај на стварање фискалних дефицита који повећавају јавни дуг; (2) утицај на макроекономску нестабилност (продубљивање интерних и екстерних неравнотежа); и (3) утицај на формирање очекивања. Механизам утицаја фискалне политике на раст јавног дуга дат је на примеру Аргентине. Несклад у кретањима прихода и расхода производи јавни дуг, који је у садејству са другим факторима узрок кризе.

<sup>13</sup> Наравно када се говори о аргентинској кризи не смеју се пренебрегнути узроци као што су фиксан девизни курс, недостатак структурних реформи и/или екстерни шокови.

У начелу посматрано, експанзивна фискална политика може произвести макроекономске нестабилности оличене у вишој инфлацији и/или вишем спољнотрговинском дефициту, односно дефициту текућег рачуна платног биланса чиме се стварају могућности за валутну и/или дужничку кризу. Ово нарочито долази до изражаја у ситуацији када тражња који се ствара на овај начин знатно превазилази способност домаће привреде да генерише аутпут. У том циљу потребно је пажљиво еволуирати утицај фискалне политике на агрегатну тражњу и посебно на кретања у екстерном сектору.

Трећи вид утицаја фискалне политике тиче се информације које државна шаље тржишним учесницима у погледу својих политика. Јер, очекивања су за тржишну привреду битан сегмент и саставни део укупних привредних процеса у једној земљи, па и шире на целом међународном тржишту. Стога је и битан начин на који држава утиче на формирање очекивања тржишних учесника. Поред тога, искуства су показала да очекивања играју битну улогу у спречавању или ублажавању финансијских криза.

Имајући у виду претходно наведено јасно је да је фискална политика значајна са становишта утицаја на очекивања и у крајњој линији на повећање/смањење ризика од појаве финансијских криза. Или како истиче Корпитз, према Шоње (2000), фискална политика има главну улогу у сигнализирању смерова на која ће се "ухватити" очекивања. Јер "вођење фискалне политике према једноставним правилима може имати стабилизацијску улогу и бити главна превенција против кризе". Дакле, кључни аргументи којима се фискална политика може водити у циљу превенције криза тичу се одговорности, стабилности, транспарентности и предвидљивости којима се постиже да фискална политика као основна полуга економске политике стабилизује очекивања.

### **2.1.7 Висок прилив капитала**

Висина и структура прилива капитала се сматра важним фактором настанка финансијских криза. Нова глобализација, настала као последица либерализације капиталних токова, условила је могућност релативно брзог протока капитала између земаља<sup>14</sup>. Оваква могућност, поред свих позитивних елемената која са собом носи (раст инвестиција, јачање финансијског посредовања, привредни развој), омогућава и кретање шпекулативног капитала или тзв. "врућег новца" који је један од главних узрочника финансијских криза нарочито у земљама у развоју. И не само то. Сам прилив капитала, па чак и оног најквалитетнијег, може под одређеним околностима изазвати нестабилности које се у крајњој инстанци могу претворити у неки облик финансијске кризе, а тичу се, пре свега, притисака на апresiasiју домаће валуте, прегрејаност домаће привреде и претеран раст цена активе (акције, некретнине и др.). Размотримо подробније оба случаја.

"Врућ капитал" има за свој основни циљ оплодњу у што је могуће краћем року, а с обзиром на стање својих привреда земље у развоју су погодно тле за то. Ове земље имају велике потребе (глад) за капиталом, па је сваки облик истог добродошао. При томе, имајући у виду оскудицу капитала, плаћа се релативно добар принос на капитал. Стога врућ капитал долази у земљу, оплођује се и релативно брзо напушта земљу, а последица свега је валутна криза. До кризе долази уколико постоји значајан прилив

<sup>14</sup> Користимо термин "нова глобализација" јер постоје истраживања у којима се указује да глобализација није савремен феномен, већ је феномен који је имао своје појавне облике кроз историју. Неки аутори чак наводе да је светска привреда била више глобализована у 19. веку неголи сада, нарочито када су у питању административна ограничења у погледу кретања роба, услуга, радне снаге и капитала.

овог капитала, а криза је вероватнија и израженија уколико постоји низак ниво девизних резерви као одбрамбени механизам од валутних криза. Зато је однос краткорочног дуга и девизних резерви битан са становишта процене опасности од валутних криза.

И други облици капиталних прилива могу бити важни за настанак финансијских криза, при чему се посебно потенцира прилив по основу задуживања (не само краткорочног). Већ смо истакли да у земљама у развоју постоји оскудица у капиталу, а с обзиром на неокласичну теорију већи је и маргинални принос на капитал. У том случају постоје јасни мотиви за прилив капитала из иностранства, што се у многим земљама у развоју и дешава. Са становишта финансијске кризе битан је начин употребе овог капитала. Уколико је прилив капитала усмерен на инвестиционе активности сматра се да се знатно умањује опасност од финансијских криза јер се на тај начин повећавају капацитети за дугорочни развој привреде. Међутим, уколико се већи прилив капитала прелива у потрошњу и то најчешће кроз кредите становништву стварају се претпоставке за настанак валутне кризе. Опасности вребају по два основа: први је што се са већим приливом зајмовног капитала повећава опасност од дужничке кризе, и други што се са већим приливом капитала повећава агрегатна (и то ако су у питању кредити становништву потрошачка) тражња која се услед недовољне домаће понуде прелива у увоз, чиме се смањују девизне резерве и повећавају екстерни ризици. Стране директне инвестиције су пожељан облик прилива капитала јер повећавају претпоставке за раст привредне активности и извоза.

Веза између прилива капитала (најчешће зајмовног) и раста кредитне активности, а нарочито кредитирања становништву, у највећем броју случајева се реализује преко уласка страних банака на домаће финансијско тржиште и то на следећи начин. Домаће финансијско тржиште у коме у иницијалној фази доминирају домаће банке је, по правилу, оскудно у погледу капитала. С обзиром на повољности улагања та финансијска тржишта постају интересантна страним банкама које у великом броју улазе на домаће тржиште. Проблем настаје оног тренутка када се стране банке одреде да у већој мери кредитирају становништво, а изворе средстава налазе у задуживању у иностранству код својих матичних банака. И једно и друго је економски рационално са становишта пословања страних банака, али и опасно са становишта макроекономске стабилности домаће привреде. Прво, банкама је исплативије да кредитирају становништво него предузеће у првом реду са становшта ризика у погледу прихода. Евентуални валутни ризик се умањује индексирањем кредита у чврстој страниој валути. Друго, банкама је јефтиније да се задуже на иностраном тржишту (код матичних банака) под повољнијим каматним стопама, него да то исто покушају на домаћем тржишту повећањем пасивних каматних стопа и стимулисањем штедње приватног сектора. Међутим, колико год оваква пословна политика била погодна са становишта банака толико је неповољна са становишта макроекономске стабилности јер се: (1) повећава потрошња приватног сектора; (2) напред наведено је праћено повећањем увоза јер је, краткорочно гледано, немогуће повећати домаћу понуду толико колико би било потребно да она задовољи повећану потражњу створену порастом кредита; (3) долази до повећања спољне задужености земље.

Сходно напред наведеном, са становишта процене ризика од настанка финансијских криза потребно је анализирати прилив капитала (у којој мери), облике прилива капитала (стране директне инвестиције, задуживање) и начин употребе капитала (да ли је првенствено намењен инвестицијама или потрошњи).

## **2.2 Структурни проблеми као узроци финансијских криза**

Источноазијска финансијска криза ставила је у први план структурне проблеме као потенцијалне изворе финансијских нестабилности. Конкретно, у источноазијској финансијској кризи као главни структурни проблеми који су идентификовани као узроци кризе су лош банкарски систем и с тим у вези проблем моралног хазарда, као и лоше институције и висок ниво корупције (ММФ, према Штиглиц, 2002). Наравно, структурни проблеми као фактори настанка финансијских криза нису само карактеристика поменуте кризе већ је то био случај и у другим кризама (нпр. криза у Аргентини 2001. године била је подстакнута и структурним проблемима у привреди). Структурни проблеми стоје у интеракцији са макроекономским дебалансима па стога директно и индиректно утичу на појаву кризе. Генерално, можемо рећи да су следећи структурни проблеми потенцијални узроци финансијске кризе:

- ниска конкурентност националне привреде;
- неразвијено финансијско тржиште;
- превелико екстерно финансирање предузећа задуживањем уместо емитовањем акција на тржишту капитала;
- остали структурни фактори.

### **2.2.1 Ниска конкурентност националне привреде**

Концепт конкурентности све више добија на значају у глобализованој светској привреди. Овај концепт подразумева два облика и то макроконкурентност, односно конкурентност националних привреда и микроконкурентност, односно конкурентност предузећа из одређене земље. Оба облика конкурентности имају своје импликације на кретања у екстерном сектору. Према Светском економском форуму конкурентност националне привреде се дефинише као скуп фактора, политика и институција који одређују ниво продуктивности и просперитет једне земље. Ниска конкурентност националне привреде, поред многих аспекта које има са становишта функционисања националне привреде, има два битна са становишта екстерних токова: (1) недовољна конкурентност подразумева, између осталог, нестимулативно пословно окружење које је као такво препрека извозу и узрок је високих екстерних неравнотежа; (2) неконкурентна национална привреда није погодно тле за прилив страних директних инвестиција (и инвестиција уопште) као најздравијег облика кретања капитала који служи за покривање дефицита текућих трансакција. Размотримо подробније наведена два аспекта.

Глобализација светске привреде је условила је јачу конкуренцију на међународном и домаћем тржишту. Све већа укљученост у међународну размену, захтева од многих земаља предузимање корака ка подизању своје конкурентности. Јер, у све жешћој тржишној утакмици са иностраним конкурентима као императив се намеће подизање способности привреде на знатно виши ниво. Земље које не успеју у овој мисији по правилу немају велики извоз, и по томе имају релативно нижи прилив девизних средстава, угрожавајући стабилност националне валуте.

Упоредо са тим неконкурентне привреде нису атрактивне за прилив страних директних инвестиција, па су принуђене да високе дефиците текућих трансакција покривају повећаним задуживањем на међународном финансијском тржишту. Више

задуживање у недостатку дугорочног девизног прилива, као што је раније већ објашњено, ствара претпоставке за настанак валутне и дужничке кризе.

Данас, с обзиром на значај конкурентности, постоји велики број института који се баве мерењем конкурентности. Између осталог, постоје два битна извештаја о конкурентности националних привреда:

- (1) Годишњак светске конкурентности (World Competitiveness Yearbook) - IMD (International Institute for Management Development) и
- (2) Извештај о глобалној конкурентности (Global Competitiveness Report) - WEF (World Economic Forum).

Поред процене макроконкурентности, односно конкурентности националне привреде ови институти процењују и конкурентност на микро нивоу. С обзиром на ове извештаје данас је могуће идентификовати конкурентност на макро и микро нивоу једне земље и компарирати је са другом. У анализи могућности за финансијску кризу у Србији користимо извештаје Светског економског форума.

### ***2.2.2 Неразвијено финансијско тржиште***

Недовољно развијено финансијско тржиште може бити један од структурних проблема који може довести до финансијске кризе и то по неколико основа. У контексту анализе развијености финансијских тржишта важно је имати у виду: (1) дубину финансијског тржишта; (2) разноврсност финансијских инструмената (нпр. инструменти заштите од ризика); и (3) начин финансирања предузећа (задуживање или емитовање акција на тржишту капитала). Размотримо подробније горе дефинисане критеријуме развијености.

Дубина финансијског тржишта је значајна са становишта смањења ризика од финансијских криза јер онемогућава велике потресе на финансијском тржишту. Наиме, плитка финансијска тржишта омогућавају шпекулантима да са релативно малом сумом капитала утичу на формирање цена финансијских инструмената, али и на брз улаз и излаз са тржишта изазивајући тиме потресе који могу резултирати у финансијским нестабилностима.

Попут дубине финансијског тржишта и разноврсност финансијских инструмената који постоје на тржишту има утицај на ризик настанка криза. Тако на пример развој инструмената којима се хедује валутни ризик (фјучерси, форварди, опције, итд) смањују потенцијалне губитке од валутних криза. Са друге стране, могућност откупа потраживања умањује ризик од немогућности наплате потраживања одржавајући ликвидност финансијског система на вишем нивоу.

Ghosh and Ghosh (2002) налазе да је начин финансирања предузећа битан са становишта финансијских, у овом случају, валутних криза. Они указују да што предузећа више користе задуживање као извор финансирања у односу на емитовање нових акција на тржишту капитала, то расте вероватноћа настанка финансијске кризе. Додатно, уколико се она усредсређују на краткорочне кредите онда још више расте вероватноћа настанка кризе. Дакле, приликом оцене извесности финансијске кризе битно је сагледати начин финансирања предузећа.

### ***2.2.3 Остали структурни фактори***

Ghosh and Ghosh (2002) истичу да и други структурни фактори као што су слабо управљање у јавном сектору; владавина права, укључујући ниво корупције, ефикасност судства, итд; корпоративно управљање, заштита поверилаца и малих акционара и др. утичу на настанак финансијске кризе. Ови фактори у значајној мери подривају конкурентност националне привреде, а тиме и индиректно утичу негативно на кретања у екстерном сектору. Овакви структурни проблеми могу произвести макроекономске дебалансе и тиме озбиљно угрозити финансијску стабилност.

### ***2.3 Други узрочници финансијских криза***

Са макроекономским дебалансима и структурним факторима не исцепљују се потенцијални узрочници финансијских криза. Поред горе поменутих и анализираних фактора приликом процене могућности избијања финансијских криза важно је сагледати и:

- политичке ризике;
- кретања у светској привреди; и
- историју финансијских криза.

#### ***2.3.1 Политички ризици***

Политички ризици са собом носе неизвесности, а неизвесности у значјној мери утичу на формирање тржишних очекивања. С обзиром да очекивања играју битну улогу са становишта настајања финансијских криза неповољна очекивања могу бити кључан окидач за настанак криза.

Политички ризици у првој мери утичу на како на прилив капитала тако и на одлив, а оба заједно или појединачно утичу на настанак кризе. Политичка нестабилност утиче на низак прилив капитала и то оног најквалитетнијег, што је, за земљу у развоју, нарочито значајно са аспекта финансирања развоја. У условима политичких ризика, по правилу, не долази до прилива страних директних инвестиција као битног фактора развоја земаља. Такође, услед наведеног разлога нема ни значајног прилива зајмовног капитала под повољнијим условима, што је битно за земље које имају оскудицу капитала. Услед дејства наведених фактора губе се или драстично смањују извори за покриће евентуалног дефицита текућих трансакција и повећавају се изгледи за финансијске нестабилности. Но, још је негативнији и са већим последицама утицај политичких неизвесности на одлив већ присутног капитала. Наиме, бег капитала може бити изазван политичким проблемима, а његове вероватне последице су пад девизних резерви и валутна криза.

Чланство земље у економским интеграцијама и сарадња са међународним финансијским институцијама, као и прихватање међународних правила и стандарда у значајној мери ублажава последице повећаних политичких ризика и служи као превенција финансијских криза. Ова врста сарадње је значаја из два разлога. Први се тиче чињенице да чланство у економским интеграцијама и међународним организацијама значи и прихватање унапред проверених правила понашања укључујући и критеријуме за испуњавање одређених услова помоћу којих се може смањити вероватноћа настанка финансијске кризе. Други фактор је потенцијална финансијска помоћ у случају настанка кризе. Међународне финансијске организације,

попут Међународног монетарног фонда (ММФ) могу бити последње уточиште земљама које имају проблема или ублажити почетне ударе финансијске кризе.

### **2.3.2 Кретања у светској привреди**

Осим домаћих узрочника и кретања у светској привреди имају значајну улогу у настанку финансијских криза, нарочито на тржиштима у развоју. У првом реду су важни узрочници погоршавање односа размене (однос извозних и увозних цена) и раст каматних стопа на међународном финансијском тржишту.

Погоршање односа размене подразумева пад извозних и/или раст увозних цена. Изненадан пад извозних цена има вишеструко негативан ефекат. Најпре, погоршава се стање у текућем делу платног биланса јер се са истом количином извоза обезбеђује мањи девизни прилив. Поред тога мањи девизни прилив отежава сервисирање обавеза по основу задуживања претежних извозника, чиме се повећавају ризици од настанка банкарске или дужничке кризе. Погоршање односа размене може бити резултат и раста цена увозних добара. Раст цена нафте је један од начина за то.

Други екстерни утицај који може изазвати финансијску кризу је раст каматне стопе на међународном финансијском тржишту и то по два основа. Први основ се тиче чињенице да раст каматних стопа на међународном финансијском тржишту (до којих може доћи услед разних шокова, раста цена нафте, инфлаторних притисака) у условима закључивања кредитних аранжмана под варијабилним каматним стопама оптерећује сервисирање дуга и тиме прети да изазове финансијску кризу. Историја већ познаје овакве модалитете криза и то је дужничка криза из 80-тих година прошлог века.

Други основ је ситуација у којој више каматне стопе на међународном финансијском тржишту изазивају усмеравање капитала ка развијенијим тржиштима, што умањује простор земаља у развоју за задуживањем, односно финансирањем дефицита текућег рачуна платног биланса. Или, како истичу Manasse и Roubini (2005) „интересантно је запазити да се ЛИБОР и каматне стопе на записе Трезора САД повећавају у периодима које претходе кризи, указујући да поштравање монетарних услова у оквиру земаља Г-7 може смањити капиталне токове ка мање развијеним земљама и тиме доприносе отежавању сервисирања дуга и финансирања платнобилансних дефицита (прим. АИ)“.

У овом контексту треба споменути и утицај успоравање раста или рецесије светске привреде. Ова импликација је нарочито битна за земље које су због својих карактеристика (величина, структура привреде) више упућене на светско тржиште. Успоравање или рецесија значи и мањи извоз, а тиме и мањи девизни прилив што подрива стабилност националне валуте и може утицати на неликвидност у отплати спољног дуга.

### **2.3.3 Историја финансијских криза**

Према неким ауторима лоша историја, односно већ доживљени облици финансијске кризе повећавају вероватноћу поновног настанка исте. Ghosh and Ghosh (2002) дају сликовит пример како прошлост утиче на вероватноћу настанка догађаја у будућности који користимо да бисмо указали како богата историја финансијских криза може поново условити настанак неког од облика кризе.

*"Претпоставимо да лекар дијагностицира пацијенту опасност од срчаног удара. Прави лекар ће наведени ризик одредити како на бази текућег здравственог стања (висок ниво холестерола, висок крвни притисак, итд) тако и на бази историјата болести, односно чињенице да ли је неко од блиских предака пацијента имао срчани удар. На бази тога вероватније је да ће од два пацијента који имају исто "текуће здравствено стање" ризичнији за срчани удар бити онај коме је неко у породици већ имао срчани удар."*

Слично је и код финансијских криза. Аргентина је најбољи пример како наведена теза добија своју емпиријску потврду. Од 19. века Аргентина је имала различите облике финансијских криза у неколико наврата: 1885. године, у периоду 1890-1891. година, 1908. године, 1914. године, 1929-1934. године, за време дужничке кризе у 80-тим годинама 20. века закључно са финансијском кризом 2001. године. При томе, треба нагласити да Аргентина није једини и изоловани пример, већ да постоје и други бројни други примери који потврђују наведену тезу.

### 3. Анализа потенцијалних узрочника финансијске кризе у Србији

У овом делу рада анализирамо потенцијалне узрочнике финансијске кризе у Србији на основу смерница које смо дали у претходном делу рада. Методолошки, појединачно ћемо анализирати сваки од потенцијалних узрока финансијских криза и на основу тога дати општу и коначну процену настанка кризе.

#### 3.1 Анализа одрживости дефицита текућег рачуна платног биланса

Једно од основних обележја макроекономских кретања у Србији након 2000. године је висок спољнотрговински дефицит, односно дефицит текућег дела платног биланса.

**Табела 2.** Кретања у спољном сектору у периоду 2001-2006. година, у % и мил. долара

	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Извоз робе	1.721,0	2.075,0	2.756,2	3.523,4	4.481,8	6.427,9
Увоз робе	4.261,0	5.614,0	7.476,8	10.753,2	10.461,3	13.172,3
Спољнотрговински дефицит	-2.540,0	-3.539,0	-4.720,6	-7.229,8	-5.979,5	-6.744,4
БДП	11.812,0	15.840,7	20.344,8	24.516,6	26.231,5	31.691,0
Извоз (% БДП)	14,6	13,1	13,5	14,4	17,1	20,3
Увоз (% БДП)	36,1	35,4	36,8	43,9	39,9	41,6
<b>Спољнотрговински дефицит (% БДП)</b>	<b>-21,5</b>	<b>-22,3</b>	<b>-23,2</b>	<b>-29,5</b>	<b>-22,8</b>	<b>-21,3</b>
Дефицит текућих трансакција (без донација)	-876,0	-1.743,0	-1.946,0	-3.308,0	-2.555,0	-3.883,0
<b>Дефицит текућих трансакција (без донација, % БДП)</b>	<b>-7,4</b>	<b>-11,0</b>	<b>-9,6</b>	<b>-13,5</b>	<b>-9,7</b>	<b>-12,3</b>

**Напомена:** У 2006. години укључена је спољнотрговинска размена са Црном Гором

**Извор:** Калкулације аутора на бази података РЗС и НБС

Током целог периода бележе се високи удели спољнотрговинског дефицита и дефицита текућих трансакција у БДП. Не рачунајући ексцесан раст ових удела у 2004. години, који је настао као последица раста увоза због увођења ПДВ од 01. јануара 2005.

године, а с обзиром да је у 2006. години укључена спољнотрговинска размена са Црном Гором са којом Република Србија бележи значајан спољнотрговински суфицит, што у претходним годинама није био случај, може се констатовати да су ови удели на рекордно високом нивоу у 2006. години, озбиљно претећи да наруше макроекономску стабилност и изазову платнобилансу, односно валутну кризу.<sup>15</sup>

Високи спољни дебаланси пратећа су појава у транзицији и иманентни су за скоро све транзиционе земље, углавном као последица структурних промена, значајног прилива капитала и конвергенције ка развијеним земљама

**Табела 3.** Упоредни приказ кретања спољних дефицита у транзиционим земљама у 2006. години (% БДП)

	Спољнотрговински дефицит	Дефицит текућег рачуна
Албанија	-22,6	-7,4
Босна и Херцеговина	-47,2	-12,8
Бугарска	-22,2	-15,9
Естонија	-16,7	-14,9
Мађарска	-0,5	-5,8
Македонија	-21,3	-0,4
Летонија	-26,3	-21,1
Литванија	-13,7	-9,4
Пољска	-1,5	-2,3
Румунија	-12,1	-11,3
<b>Србија</b>	<b>-21,3</b>	<b>-12,3</b>
Словачка	-6,2	-7,0
Словенија	-3,9	-2,5
Хрватска	-25,9	-8,1
Црна Гора	-53,2	-29,1
Чешка	1,2	-4,2

Извор: Калкулације аутора на бази података EBRD, ММФ, РЗС и НБС

Ипак, у оквиру ове групе земаља постоји значајна разлика с обзиром на успешност транзиционог процеса, а првенствено консолидовања и развоја реалног сектора. Другим речима, земље које су на релативно успешан начин завршиле транзициони процес и које су у разумном року успеле да ојачају привреду и повећају извоз (Мађарска, Пољска, Словенија, Чешка) успеле се да поврате екстерну равнотежу у разумном року.

Узроке високог дефицита текућег дела платног биланса сагледаћемо посматрајући кретања на позицијама штедње и инвестиција у оквиру приватног и буџетског сектора, а на начин како смо дефинисали у другом делу рада.

Подаци за Србију по наведеним макроекономским категоријама дати су у наредној табели.

**Табела 4.** Национална штедња, инвестиције и дефицит текућег рачуна (% БДП)

	2003	2004	2005	2006
<b>Национална штедња</b>	<b>11,8</b>	<b>8,8</b>	<b>11,2</b>	<b>9,2</b>
Штедња сектора државе	0,7	3,5	3,8	3,5*

<sup>15</sup> Извоз у Црну Гору је у 2006. години износио 616,3 милиона долара, док је увоз био 149,2 милиона. У размени са Црном Гором остварен је суфицит од 467,1 милиона долара, што чини 1,5% БДП оствареног у тој години.

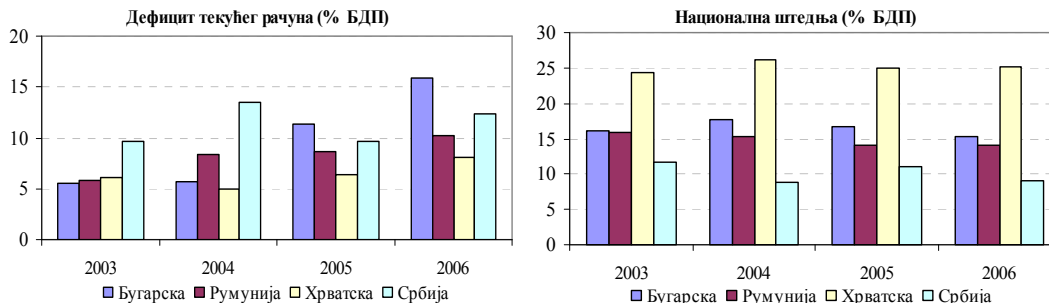
Штедња приватног сектора	11,1	5,3	7,4	5,7
<b>Инвестиције</b>	<b>21,4</b>	<b>22,3</b>	<b>20,9</b>	<b>21,5</b>
Приватне инвестиције**	19,6	19,7	19,0	18,4
Јавне инвестиције	1,8	2,6	1,9	3,1
Штедња - Инвестиције	-9,6	-13,5	-9,7	-12,3
<b>Дефицит текућег рачуна</b>	<b>-9,6</b>	<b>-13,5</b>	<b>-9,7</b>	<b>-12,3</b>

\* У текуће приходе буџетског сектора нису укључени приходи од продаје лиценце за мобилног оператора у 2006. години како би се обезбедила објективност података.

\*\* Ради поузданости података за укупне инвестиције у периоду 2003-2005. години коришћени су подаци објављени у студији «Инвестиције у Србији», у Кварталном монитору бр. 3, Фонд за развој економске мисли (ФРЕН), инвестиције у 2006. години су процена МФИН

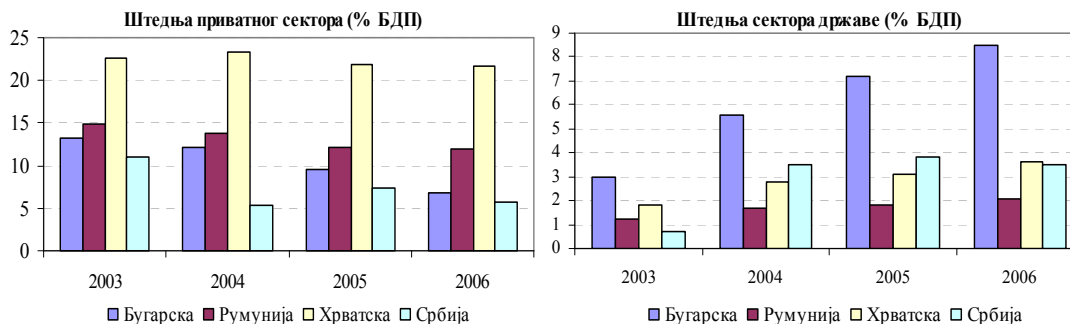
**Извор:** Калкулације аутора на бази података РЗС, ФРЕН, НБС и Управе за трезор

Уочава се да су главне детерминанте високог текућег рачуна ниска штедња приватног сектора и релативно ниска штедња буџетског сектора. Поред тога показује се да је раст дефицита у одређеном степену проузрокован растом приватних и јавних инвестиција. Потпунију слику о датим кретањима добијамо ако упоредимо наведене показатеље у Србији са истим у транзиционим земљама које се налазе на сличном или нешто вишем нивоу развоја.



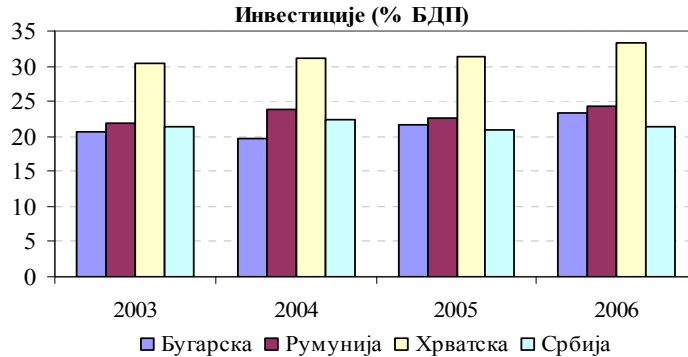
Не узимајући у обзир Бугарску, Србија има највећи дефицит у односу на наведене земље. При томе јасно се уочава да је учешће националне штедње у БДП на убедљиво најнижем нивоу у односу на посматране земље, што указује да је низак ниво националне штедње битна детерминанта остварења високих дефицита текућег рачуна платног биланса.

Уколико се понаособ анализирају штедња приватног и буџетског сектора и направи упоредна анализа са другим земљама региона, уочава се да је кључан фактор екстерних нестабилности ниска штедња, односно потрошња приватног сектора и умерено ниска штедња сектора државе.



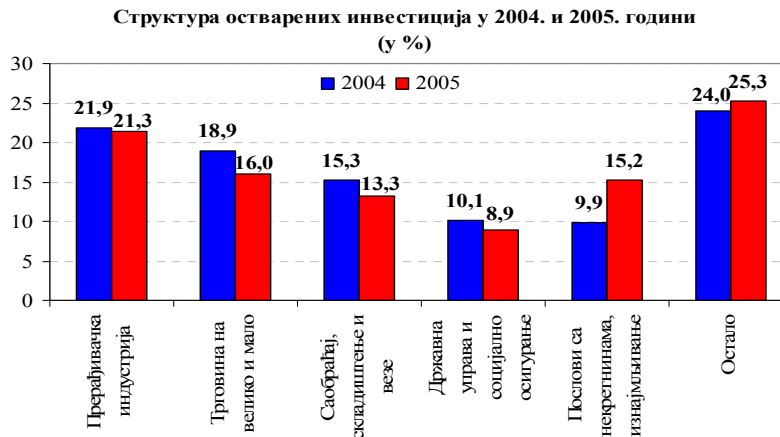
Штедња буџетског сектора, упркос значајном повећању у 2004. и 2005. години, има пад у 2006. години и није довољна да би се ублажили ефекти у приватном сектору.

Поред ниске штедње, на раст дефицита утиче и пораст инвестиција, што је са становишта развоја и убрзаног привредног раста позитивна тенденција.



Иако остварује значајно ниже инвестиције (као % БДП) у односу на Хрватску и у последње две године ниже стопе у односу на Румунију и Бугарску, инвестиције у Србији утичу на остварење високог дефицита текућег рачуна. То се нарочито примећује у годинама (2004. и 2006. година) када долази до раста учешћа инвестиција у БДП у односу на претходну годину. Но, мора се истаћи да висок дефицит није претежно проузрокован повећаним инвестицијама већ ниском штедњом.

Да бисмо извели потпунију оцену одрживости дефицита текућих трансакција, а сходно критеријума које смо дефинисали у другом делу рада, сагледаћемо структуру инвестиција. Како немамо поузданијих података за 2003. и 2006. годину усредсредимо се на доступне податке из 2004. и 2005. године.



**Извор:** Калкулације аутора на бази податка РЗС

Поред констатације да инвестиције у Србији нису на нивоу земаља са сличним или нешто вишим нивоом развоја, на бази претходног графикана можемо уочити да и структура остварених инвестиција није повољна са становишта одрживости спољних дефицита. Наиме, како смо указали у другом делу рада, са становишта одрживости дефицита текућих трансакција повољније је уколико су инвестиције усмерене у секторе разменљивих роба или услуга. Из графикана се може видети да су, изузев прерађивачке индустрије, инвестиције у пет најзначајних делатности (које обухватају 75% укупних инвестиција) углавном усмерене у оне секторе које не производе размљиве робе и

услуге као што су делатности трговине на велико и мало, државна управа и социјално осигурање или послови са некретнинама. Инвестиције у делатност саобраћај, складиштење и везе могу омогућити девизни прилив уколико су усмерене у путну инфраструктуру од међународног значаја. Међутим, с обзиром да ова делатност обухвата телекомуникације те да је ова привредна област имала значајан раст у претходном периоду, а имајући у виду да су инвестиције у опрему у овој области биле прилично обимне, можемо са великом сигурношћу претпоставити да је велики део инвестиција из делатности саобраћај, складиштење и везе био усмерен у телекомуникације, која по правилу није област која генерише девизни прилив.

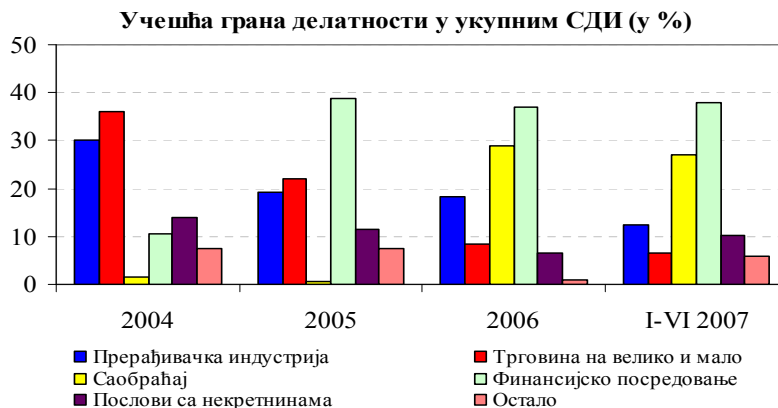
Сагледајмо сада начин финансирања дефицита текућег рачуна платног биланса, који нам додатно може указати његову одрживост.



Извор: Калкулације аутора на бази податка НБС

Графикон показује да је дефицит текућег рачуна финансиран делимично страним директним инвестицијама, а делимично задуживањем у иностранству. Прецизније речено прилив капитала у периоду након 2000. године надмашио је дефицит у текућем делу платног биланса, што је омогућило раст девизних резерви. Уколико само посматрамо покривеност дефицита страним директним инвестицијама видимо да у периоду након 2000. године постоје значајне осцилације и покривеност варира од 33,7% у 2004. години до 120,0% у 2006. години, услед експанзивног раста страних директних инвестиција због приватизација у области телекомуникација и финансијског посредовања. Дакле, можемо закључити да стране директне инвестиције нису довољне за покриће дефицита те је потребно додатно задуживање у иностранству.

Поред тога, сама структура страних директних инвестиција није повољна са становишта дугорочних позитивних тенденција у екстерном сектору.



**Извор:** Калкулације аутора на бази података НБС

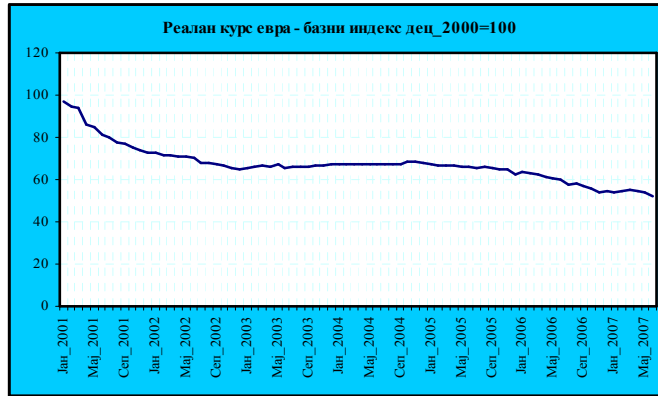
Претходни графикон показује да су у периоду 2004-јун 2007. година стране директне инвестиције биле усмерене претежно у делатности које не стварају претпоставке за дугорочан и стабилан раст извоза и по том основу ублажавање негативних тенденција у текућем делу платног биланса. Наиме, највеће учешће у страним директним инвестицијама имале су следеће делатности: финансијско посредовање (приватизација банака) 34,8%, сабраћај (приватизација у телокомуникацијама и улазак трећег оператера мобилне телефоније) 21,3%, а тек на трећем месту је прерађивачка индустрија са учешћем у укупним инвестицијама од 18,5%.

С обзиром на претходну анализу дефицита текућег рачуна платног биланса и начина његовог финансирања може се одредити закључак да високи дефицити текућег рачуна, који нарочито расту у последњих неколико година, **нису одрживи у средњорочном периоду** због тога што су:

- претежно узроковани ниском националном штедњом, која има тенденцију пада и то у првом реду штедњом приватног сектора, док инвестиције у мањој мери утичу на формирање високог дефицита. Штедња сектора државе није довољна да покрије ниску штедњу приватног сектора;
- структура инвестиција није повољна са становишта могуће супституције увоза и стварања претпоставки за раст извоза;
- стране директне инвестиције нису довољне (изузев у екстремним случајевима) за покриће дефицита текућих трансакција, па је неопходно додатно задуживање у иностранству, чиме се повећава спољни дуг земље;
- структура страних директних инвестиција није повољна са становишта стварања дугорочних претпоставки за смањење увоза и/или раст извоза.

### 3.2 Политика девизног курса

У периоду након 2000. године политика девизног курса у Србији (изузев у 2004. и 2005. години, када се водило рачуна и о екстерној неравнотежи) је била у функцији смиривања инфлације, односно одржавања ценовне стабилности. Политика коришћења девизног курса као номиналног сидра до 2006. године, а потом политика инфлационог таргетирања у условима значајног прилива капитала из иностранства, утицала је (изузев наглашеног периода) на одржавање непроменљивог девизног курса, па чак и апресијацију динара у 2006. години. С обзиром да инфлација није сведена на ниво земаља ЕУ, а имајући у виду да Србија остварује преко 50% спољнотрговинске размене са земљама чланицама ЕУ, оваква кретања номиналног курса условила су реалну апресијацију динара у највећем делу посматраног периода, која је у 2006. години износила чак 12,9%



Извор: Калкулације аутора на бази података НБС

Из графика се може уочити да су након 2000. године постојала два периода наглашене реалне ап्रेसијације динара, која су привремено прекинута 2004. и 2005. године. Оба периода карактерише тежња за постизањем истоветног циља смањења инфлације, с тим што је у првом периоду девизни курс директно коришћен као инструмент за смиривање инфлације, док је у другом случају он био посредан инструмент. Поред јасног циља постизања ниске инфлације, политика девизног курса је коришћена за остваривање и других, првенствено социјалних и политичких циљева. Јер, с обзиром да у Србији постоји изражена евроизација, са становишта власти је било повољно држати непроменљив курс, што је у условима номиналног и реалног раста примања у домаћој валути, обезбеђивало истоветан или, у условима номиналне ап्रेसијације, још већи раст зарада у иностранској валути. Стављајући претходно описане циљеве у први план, власти су пренебрегавале чињеницу да је у истом периоду дошло до губитка екстерне ценовне конкурентности<sup>16</sup>. Оваква политика свакако је утицала на прецењеност домаће валуте. Колика је она не може се поуздано одредити јер се као полазна основа не може узети 2000. година као година из које је Србија изашла из периода политичких конфликта и економске изолације. Ипак, вишегодишње реално јачање динара уз присуство високе екстерне неравнотеже свакако говори о прецењености националне валуте.

Висок прилив капитала изазива притисак на апресацију динара. Опредељење монетарних власти да преко раста референтне каматне стопе обезбеде брзо смањење инфлације, плаћено је високим приливом капитала који је додатно изазвао апресацију динара. Лоше постављен ниво референтне каматне стопе у 2006. години утицао је на енорман прилив спекулативног капитала који је имао за циљ оплодњу у врло кратком року, а изазвао је значајну апресацију динара. Уз то НБС је одлучила да смањи свој утицај на формирање валуте, стављајући у први план банке као главне играче на девизном тржишту. Нова микроструктура девизног тржишта са подразумева и успостављање правила игре на начин како то одговара "новим кључним играчима". А "новим кључним играчима" одговара апресација домаће валуте по више основа, али ћемо овде указати на један који је спекулативне природе. Претпоставимо да је каматна стопа на репо операције 15% (приближно толико је био просек у 2006. години). Претпоставимо, такође, да банке улажу на овом тржишту 100.000 евра у наредних годину дана (тако што на сваких 14 дана поново купују репо хартије), као и да банке довлаче новац за улагање из иностранства по курсу од 85,5 динара за евро какав је био на крају 2005. године. На крају 2006. године курс је био 79 динара за један евро. На

<sup>16</sup> Dornbusch теоријски формализује овај модел. Више видети у Миљковић (2007).

крају године банке имају 124.462 евра. Дакле, принос у еврима је чак око 25%, од чега је један део узрокован високом каматом, а други део апресијацијом динара.

Са становишта утицаја на кретања у платном билансу оцењујемо да је политика девизног курса имала утицај на извоз, а знатно већи на увоз у посматраном периоду. У периоду након 2000. године Србија је бележила релативно високе стопе раста извоза, упркос значајној реалној апресијацији динара и то због два основна разлога: повећања продуктивности и раста коњунктуре у свету што је повећало тражњу и цене основних метала који су најзначајнији српски извозни производи (гвожђе и челик и основни метали чине око 25% српског извоза). Након предузетих приватизација и реструктурирања предузећа дошло по повећања продуктивности, која је у великој мери компензовала реалну апресијацију динара. У прилог наведеној тези иде и чињеница да су данас највећи извозници приватизована предузећа, која су редуковала број запослених и повећала продуктивност. Примера ради у 2006. години реална апресијација је износила 12,9%, али је у истом периоду дошло до раста продуктивности у индустрији за 14,2%, а у прерађивачкој индустрији за 15,8%<sup>17</sup>. Ипак, треба нагласити да су одређени сектори у привреди били погођени неповољним кретањем курса и то у првом реду ново-настала предузећа, предузећа која су приватизована пре 2000. године као и пољопривредници (Србија је велики извозних пољопривредних производа), дакле она која нису могла повећати продуктивност по основу знатног смањења запослености. На овај начин онемогућена или ублажена је извозна експанзија значајног дела привреде. Или, како примећује Миљковић (2007а) „поменута ситуација са становишта губитка конкурентности снажно и негативно је деловала на развој новог, потенцијалног извозног сектора, који би требало да представља генератног будућег раста и развоја“.

Супротно томе, режим девизног курса имао је утицаја на повећање увоза. Ово из разлога што је изостанак номиналне депресијације динара, која би требало да очува екстерну конкурентност, али и висока номинална апресијација у 2006. години, утицао да приходи свих сектора у привреди не падају или чак знатно расту у страниј валути, што је условило раст тражње исказне у страниј валути и њено задовољење кроз увоз. Као илустрацију навешћемо следећи пример. Просечна нето зарада у децембру 2006. године у односу на децембар 2005. године у динарима је била већа за 28,0%, а у еврима за чак 39,6%. С обзиром да број запослених није битно смањен, тражња у еврима је само услед ефеката девизног курса значајно повећана.

Са становишта политике девизног курса и њене импликације на настанак валутне кризе може се истаћи:

- *домаћа валута у Србији је прецењена с обзиром на високих реалне апресијације и високе екстерне неравнотеже;*
- *девизни курс је имао утицај на извоз нарочито у делу привреде који није приватизован након 2000. године;;*
- *девизни курс је допринео расту увоза јер је повећао тражњу изражену у еврима;*
- *у наредном периоду политика курса ће бити од значаја нарочито са становишта обезбеђивања дугорочних претпоставки за развој извозног сектора.*

<sup>17</sup> Републички завод за развој: *Актуелна макроекономска и привредна кретања 7-8*

### 3.3 Кредитна експанзија

Раст кредита приватном сектору у Србији започет је 2003. године, након извршене консолидације банкарског сектора. Од тада бележе се високе стопе раста кредита невладиним секторима.

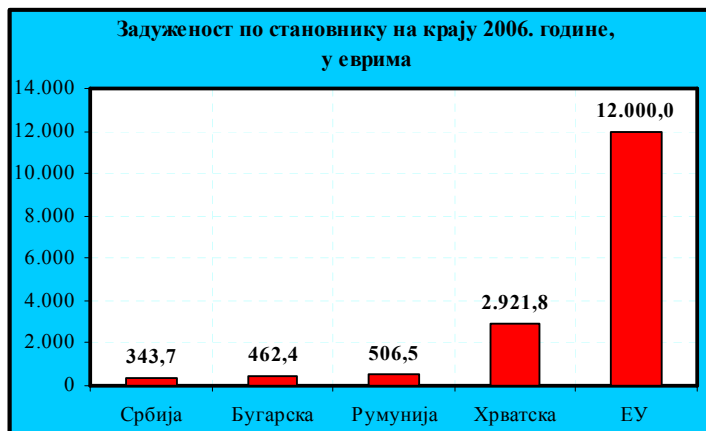
**Табела 4. Кредити невладиним секторима**

	2003	2004	2005	2006	VI 2007.
	Стање на крају периода				
Кредити невладиним секторима	237.541,0	342.666,0	518.298,0	609.171,0	732.402,0
Становништво	29.536,0	66.514,0	132.146,0	203.631,0	254.803,0
Јавна предузећа	11.739,0	16.166,0	19.358,0	17.096,0	18.662,0
Друга предузећа	185.580,0	248.322,0	351.417,0	364.339,0	433.476,0
Друге фин. корпорације	7.446,0	8.216,0	8.868,0	14.400,0	15.528,0
Локални ниво власти	1.410,0	1.269,0	2.208,0	5.033,0	5.377,0
Неп. и друге организације	1.830,0	2.179,0	4.301,0	4.672,0	4.556,0
	Стопе раста, у односу на исти период претходне године				
Кредити невладиним секторима	31,0	44,3	51,3	17,5	23,9
Становништво	83,0	125,2	98,7	54,1	48,0
Јавна предузећа	25,9	37,7	19,7	-11,7	-1,3
Друга предузећа	28,6	33,8	41,5	3,7	12,9
Друге фин. корпорације	-11,3	10,3	7,9	62,4	73,7
Локални ниво власти	137,8	-10,0	74,0	127,9	119,9
Неп. и друге организације	-27,3	19,1	97,4	8,6	-1,2
	Учешће у БДП				
Кредити невладиним секторима	20,3	23,9	29,6	28,7	...
Становништво	2,5	4,6	7,6	9,6	...
Јавна предузећа	1,0	1,1	1,1	0,8	...
Друга предузећа	15,8	17,3	20,1	17,1	...
Друге фин. корпорације	0,6	0,6	0,5	0,7	...
Локални ниво власти	0,1	0,1	0,1	0,2	...
Неп. и друге организације	0,2	0,2	0,2	0,2	...

Извор: НБС, Монетарни преглед

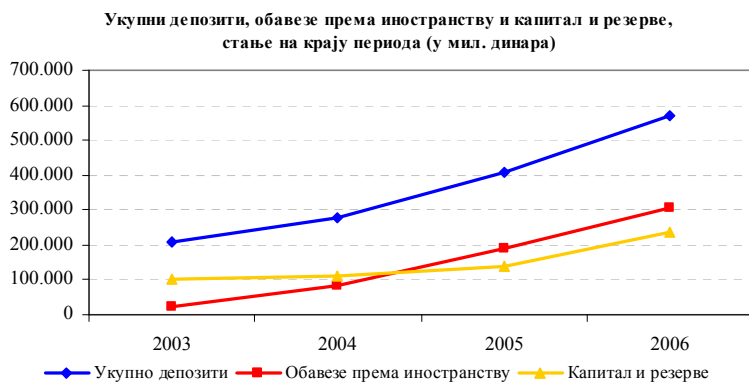
Иако висина кредита у Србији заостаје за другим транзиционим земљама, раст је веома висок. Нарочито је значајан раст кредита становништву и предузећима. Додатно, предузећа се задужују директно у иностранству па је раст кредита предузећима још већи. Кредити становништву су за само три године повећали удео у БДП са 20,3% у 2003. на 29,6% у 2005. години. У 2006. години овај удео је смањен као последица рестриктивније политике Народне банке Србије (НБС) и повећања референтне каматне стопе, али се раст кредита становништву понову убрзава у првој половини 2007. године. У периоду 2004-06. година просечан раст кредита становништву је износио чак 82%.

Са становишта утицаја на настанак финансијске кризе анализираћемо утицај кредитне експанзије на раст задужености и макроекономску стабилност. Може се истаћи да је кредитна активност у Србији још увек испод нивоа у другим транзиционим земљама.



**Извор:** Калкулације аутора на бази података централних банака, подаци за ЕУ су процене домаћих аналитичара<sup>18</sup>

С обзиром на још увек ниску задуженост нарочито становништва, може се истаћи да у блиској будућности не прети ризик дужничке, односно банкарске кризе. Ипак, треба бити обазрив приликом изношења овакве констатације због неколико разлога. Прво, раст задужености приватног сектора, а нарочито сектора становништва је динамичан. Наставак тренда високог раста кредитне активности може у средњем року изазвати кризу ликвидности и проблеме у отплати дугова, што све заједно може угрозити стабилност финансијског система. Друго, проблем је што се кредити најчешће индексирају у еврима, чиме банке валутни ризик пребацују на зајмопримце, а оваква тенденција имплицира да умерена депресијација националне валуте може изазвати проблем сервисирања дугова. Треће, бржи раст кредита становништву од кредита осталим секторима, нарочито привреди није повољан јер већа потрошња изазива макроекономске нестабилности и не ствара претпоставке за дугорочан развој привреде. И пето, у периоду након консолидације банкарског сектора расте значај обавеза према иностранству као извора средстава, што није повољно јер на тај начин долази до повећања спољног дуга земље.



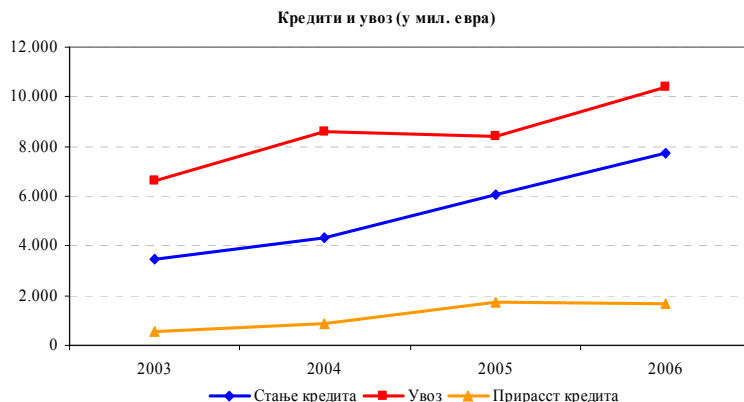
**Извор:** НБС

Депозити као извор средстава и даље имају највећу вредност, али се однос између обавеза према иностранству и укупних депозита повећава. Треба напоменути да је пораст обавеза према иностранству у великој мери резултат монетарне политике и покушаја Народне банке Србије да преко репо операција утичу на смиривање инфлације. Оваква политика условила је да банке средства усмеравају ка овим

<sup>18</sup> Верољуб Дугалић, генерални секретар Удружења банака Србије, објављено на сајту Б 92

операцијама (које су врло профитабилне јер чист принос за банке у еврима у 2006. години по основу ових операција износио чак 25%), задуживајући се при томе код својих матичних банака у иностранству и тиме повећавајући спољни дуг Србије. На основу тога може се закључити да је значајан део прилива капитала у Србију шпекулативне природе.

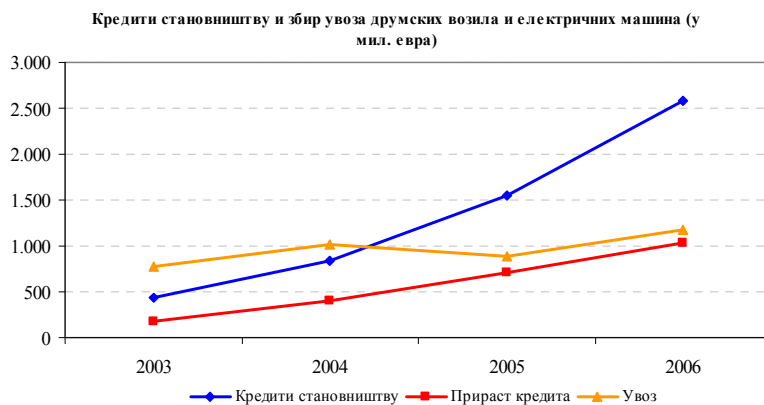
У претходном периоду кредитна експанзија је имала утицај на пораст агрегатне тражње, стављајући при томе притисак на екстерни сектор, односно увоз.



Извор: НБС и РЗС

Раст кредита невладиним секторима након 2003. године прати раст увоза, па се може са сигурношћу претпоставити да постоји веза између две категорије и то по два основа. Према првом веће кредитирање привреде значи и веће инвестиције (опрема, грађевински радови). Услед чињенице да домаћи капацитети, нарочито у производњи опреме, нису довољни ова тражња се у великој мери задовољава кроз увоз. Оваква тенденција није лоша јер подизање капацитета привреде, значи и већу домаћу понуду у кратком и средњем року, чиме се стварају претпоставке за већи увоз и смањење равнотеже у екстерном сектору.

Од претходно наведеног већи проблем су кредити становништву. Претпоставка је да, не узимајући у обзир стамбене кредите, највећи део кредита становништву, нарочито потрошачких, иде у увоз и то највише аутомобила и електричних машина, апарата и уређаја.



Извор: НБС и РЗС

На графикону се може видети да постоји слагање у расту збира увоза друмских возила и електричних машина, апарата и уређаја и кредита становништву. Још јаснија

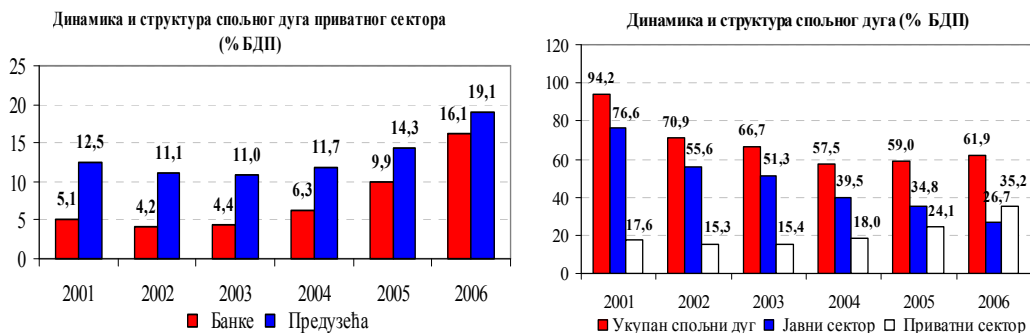
слика се добија када се део увоза из 2004. године, који је настао услед гомилања залиха због увођења ПДВ у 2005. години, пребацио у 2005. годину. Разлог за овакву тенденцију је чињеница да домаћа понуда још увек није довољна да одговори потребама тражње са тим производима, па се она задовољава кроз увоз. Виши увоз истовремено значи и одлив девиза, што у случају престанка редовних прилива на позицијама из капитално-финансијског дела платног биланса може значити и притисак на већу депресијацију националне валуте.

Главни налази анализе кредитне експанзије у Србији су следећи:

- *ниво задужености приватног сектора у Србији још увек није висок, нарочито када се упореде транзиционе земље, што умањује опасности од банкарске кризе;*
- *иако у кратком року не постоји опасност од кризе, брзина раста кредита, валутна структура (односно индексација), структура извора средстава банака и раст кредита сектору становништва повећавају ризике настанка кризе;*
- *кредитна експанзија утиче на продубљивање дефицита текућег рачуна, што повећава ризике настанка платнобилансне кризе, нарочито ако се има у виду да се, сходно искуствима у другим земљама, очекује даљи рапидан раст кредита.*

### 3.4 Анализа задужености

Анализу задужености започећемо анализом висине и структуре спољног дуга. Из следећих графика се може приметити да Србија не спада у групу високо задужених земаља према рациу спољни дуг/БДП.

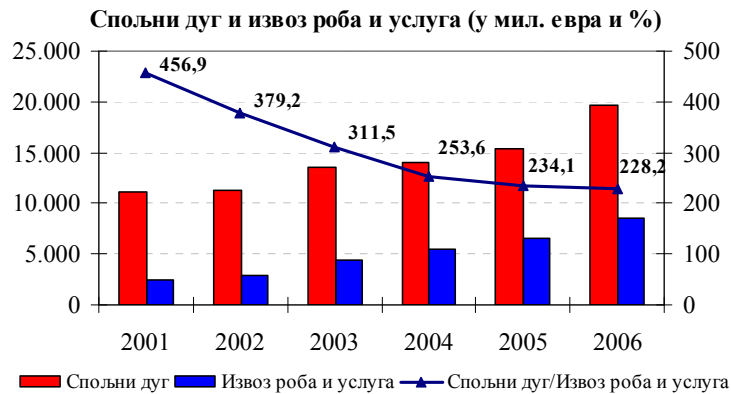


Извор: Калкулације аутора на бази података НБС и РЗС

Овај рацио на крају 2006. године износи 61,9% и знатно је нижи од критичне вредности која опредељује високу задуженост од 80%. Међутим, важно је приметити да у структури спољног дуга опада значај јавног, а расте значај приватног спољног дуга. Смањење значаја јавног дуга последица је отписа јавног дуга након 2000. године (закључно са отписом Париског клуба од 700,0 мил. долара након окончања аранжмана о продуженом финансирању са Међународним монетарним фондом - ММФ), али и чињенице да су у последњих неколико година консолидоване јавне финансије те нису генерисани (високи) фискални дефицити, па је смањена потреба за задуживањем. Са друге стране, након 2003. године интензиван је раст приватног дуга. Овај дуг је

делом генерисан растом задуживања углавном страних банака које су ушле на домаће тржиште, а делом због раста задужености предузећа у иностранству. Раст задужености и предузећа и банака имају своје економско оправдање. Са становништа банака задуживање код својих матичних банака у иностранству и пласирање тих средстава на стално растућем домаћем тржишту јефитиније је од алтернативних извора средстава (као што је штедња приватног сектора због оскудице слободних средстава и још увек недовољног поверења у банкарски сектор). Попут банака и предузећа налазе да је економски исплативије директно задуживање у иностранству јер су кредити за ова предузећа јефитинији у иностранству него на домаћем тржишту. Оваква кретања свакако су неповољна са становништа ризика настанка кризе, а средњорочни наставак оваквих кретања приближио би Србију опасности од настанка кризе. Како је задуживање предузећа у иностранству оправдано и повољно са аспекта стварања дурочних претпоставки за развој привреде, висока задуженост банака у иностранству није оправдано нарочито ако се има у виду да се значајан део ових средстава прелива преко кредита становништву у потрошњу и увоз.

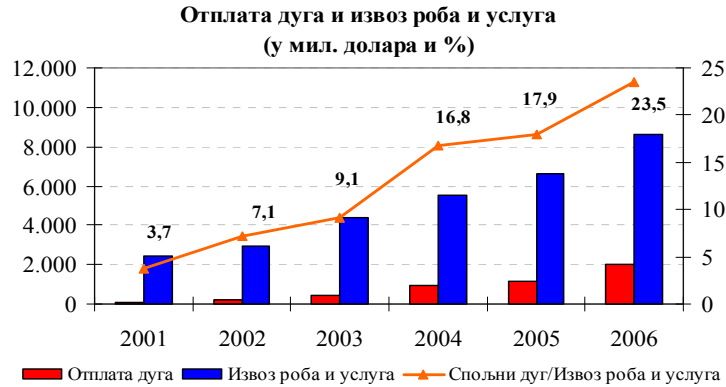
Други индикатор задужености је однос између спољног дуга и извоза роба и услуга. Критична вредност овог рачуна је 220% и сходно томе се може истаћи да Србија спада у групу високо задужених земаља.



**Извор:** Калкулације аутора на бази података НБС

Ипак, напред изнету констатацију треба узети са резервом. Наиме, са рачином од 228,2% Србија се налази на граници високе задужености, а чињеница да се овај рачио брзо смањује те да ће извоз у 2007. години порастати за најмање 30% указује да ће Србија већ на крају ове године прећи у групу средње задужених земаља, што умањује вероватноћу настанка дужничке кризе.

Према односу отплата дуга/извоз роба и услуга Србија не спада у групу задужених земаља.



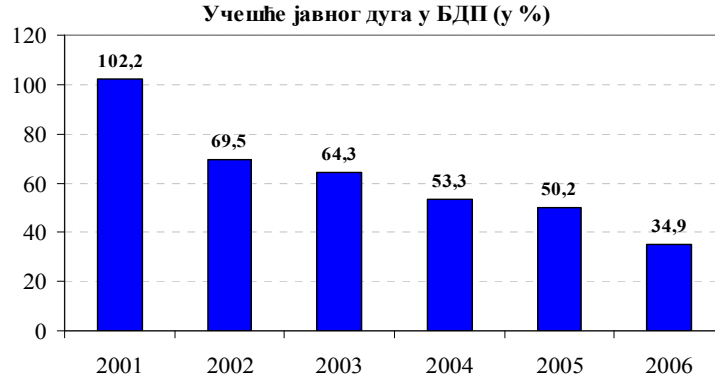
**Извор:** Калкулације аутора на бази података НБС

Попут претходне и ову констатацију треба уважити са извесном дозом опреза, која проузрокована чињеницом да овај ратио бележи рапидан раст од 2000. године. Ово је последица отписа, пре свега, јавног дуга након 2000. године и раста задужености приватног сектора тек од 2003. године, тако да су велике отплате дугова настале тек касније. С обзиром на оваква кретања треба посебно уважити чињеницу да долази до брзог раста приватног дуга, а посебну пажњу треба посветити задуживању банака, јер наставак овакве тенденције може озбиљно угрозити ликвидност и солвентност у отплати спољног дуга и тако изазвати дужничку кризу.

Из угла анализе задужености и опасности од настанка дужничке кризе важно је сагледати рочну и валутну структуру спољног дуга. Рочна структура спољног дуга Србије је повољна јер је према подацима НБС дугорочни спољни дуг на крају 2006. године износио 17.948,5 мил. долара, што чини 92% укупног дуга. Краткорочни дуг је износио 1.657,2 мил. долара или 8% укупног дуга.

Супротно од рочне, валутна структура спољног дуга је неповољна. Ово из разлога што је целокупан спољни дуг Србије деноминираан у иностраној валути. Поред тога, неповољно је и то што спољни дуг није валутно диверсификован јер чак 75% спољног дуга Србије чини дуг деноминираан у еврима, 18% у доларима 3% у јапанским јенима, 2% у швајцарским францима, 1% у специјалним правима вучења, а 1% у осталим валутама. Као последица овога није могуће користити предности слабљења одређене валуте, као што је то случај са доларом у 2006. и нарочито 2007. години. Неповољна валутна структура спољног дуга повећава ризик од настанка дужничке кризе у случају депресијације динара. Додатно, неповољна валутна структура указује на постојање феномена "оригиналног греха" на начин како смо га описали у другом делу рада.

Додајмо сада неколико речи о јавном дугу Републике Србије. Из првог графикана посвећеног спољном дугу видели смо да учешће јавног спољног дуга у БДП након 2000. године пада. То уочавамо и уколико сагледамо кретање односа укупног јавног дуга и БДП.

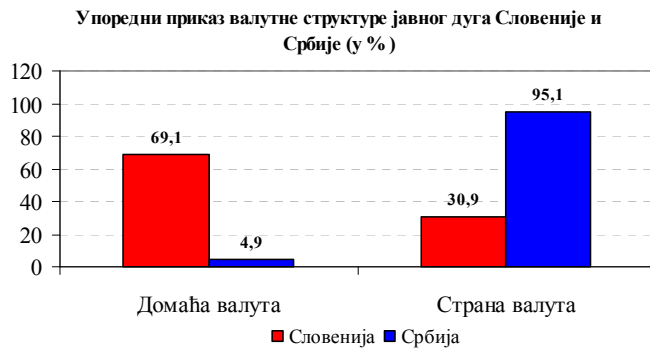


**Извор:** Министарство финансија

Повољна тенденција код овог рача последица је: (1) отписа дугова, (2) уравнотеженог буџета од 2004. године, (3) остварених прихода од приватизације, којима су се делимично сервисирали дугови и покривали фискални дефицити у одређеним годинама; и (4) раста бруто домаћег производа.

Поред ниског учешћа повољна је и каматна структура јавног дуга јер је близу 80% јавног дуга у фиксним каматним стопама<sup>19</sup>. На овај начин смањује се могућност битног утицаја евентуалних поремећаја на међународном финансијском тржишту на сервисирање јавног дуга Републике Србије.

Попут спољног и валутна структура јавног дуга Републике Србије није повољна јер је само 4,9% јавног дуга деноминирао у динарима.



**Извор:** Национална министарства финансија

Колико је неповољна валутна структура јавног дуга види се из претходног графика и упоредног приказа са валутном структуром јавног дуга Словеније. Словенија је иначе земља која је најдаље одмакла када су у питању реформе јавних финансија у транзиционим земљама, што се и види преко односа са јавним дугом. Такође, није извршена валутна диверсификација јавног дуга Републике Србије.

<sup>19</sup> Подсетимо се да је варијабилна каматна стопа била један од најбитнијих узрока дужничке кризе из 80-тих година прошлог века.

Анализа задужености Републике Србије упућује на следеће закључке:

- *Србија није близу дужничке кризе краткорочно посматрано;*
- *постоје значајни ризици који би у средњорочном периоду могли утицати на настанак дужничке кризе;*
- *ови ризици укључују: (1) брз раст спољног приватног дуга, а нарочито брз раст дуга банкарског сектора; (2) више отплате дуга у наредном периоду; и (3) неповољну валутну структуру спољног и јавног дуга.*

### 3.5 Ниво девизних резерви

Истакли смо да је висина девизних резерви битан одбрамбени механизам од настанка финансијске кризе. Стога је од значаја сагледати висину девизних резерви у Србији.

Према свим показатељима кретање девизних резерви НБС је након 2000. године је повољно и у значајној мери смањује ризике од настанка финансијске кризе.



Извор: НБС, *Извештај о инфлацији*

Апсолутан ниво девизних резерви у посматраном периоду је порастао више од 10 пута, а резултат је неколико фактора у првом реду политике курса, великог прилива капитала, монетарне политике и депресијације долара (нарочито изражено у 2006. години). У том контексту посебно је важно истаћи монетарну политику која је преко инструмента обавезне резерве вршила утицај на пословне банке да део средстава (углавном из иностранства) депонују код НБС, а све у циљу обуздавања кредитне активности. Стога је од значаја нагласити да су значајан део девизних резерви НБС у ствари депозити пословних банка, а њихово учешће у укупним девизним резервама износи 38,4% на крају јуна 2007. године (исто учешће је било и на крају 2007. године). Другим речима, ово значи да када би пословне банке одлучиле да повуку средства са домаћег тржишта девизне резерве само по основу повлачења ових средстава би пале у знатном износу. Ипак, како су средства која су пословне банке довлачиле из иностранства по правилу везана за дугорочне или средњорочне кредите не постоји реална опасност да дође до овако драстичног пада резерви.

Повољна је ситуација ако се анализира покривеност увоза девизним резервама. Као критична вредност обично се узима да девизне резерве треба да покрију минимум четири месеца увоза роба из услуга. Како се види из претходне табеле ова вредност у

Србији је премашила критичан ниво достижући рекорд у 2006. години од покривености 9,6 месеци увоза.

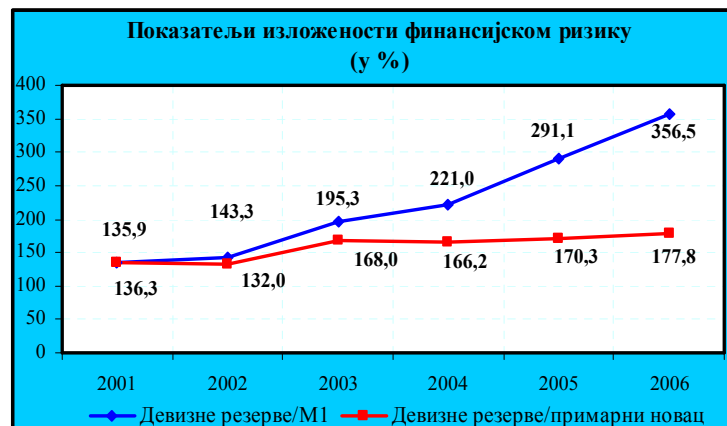
Слично се закључује и ако се посматрају други показатељи адекватности девизних резерви.



Извор: НБС, *Извештај о инфлацији*

Као последица ниског краткорочног задуживања значајно расте рацио девизне резерве/краткорочни дуг, и далеко је виши од критичне вредности која износи 100%. Идентично претходном и учешће девизних резерви у БДП расте, али спорије као последица раста БДП израженог у доларима.

Као показатељи изложености финансијском ризику користе се односи девизних резерви и различитих концепата новчане масе (М1 и примарни новац).



Извор: НБС, *Извештај о инфлацији*

Оба показатеља у посматраном периоду бележе раст с тим да је он знатно бржи код у случају новчане масе М1 које је покривена девизним резервама више од 3 пута.

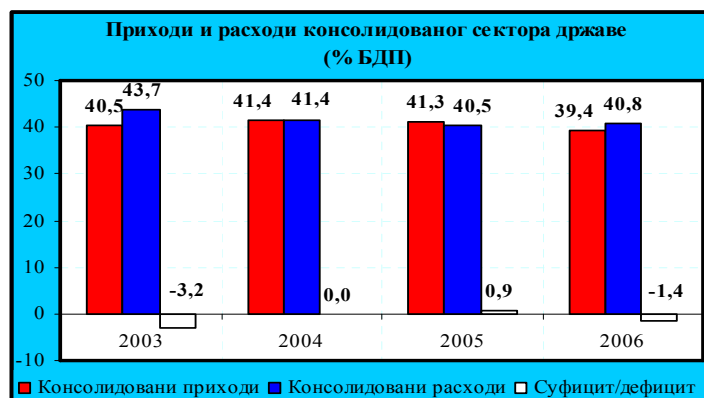
Анализа девизних резерви је показала следеће:

- *девизне резерве имају висок раст након 2000. године;*
- *део девизних резерви је узрокован мерама монетарне политике која је имала за циљ да ограничи велику привредну активност;*
- *сви показатељи адекватности девизних резерви бележе значајан раст и у великој мери смањују ризике од настанка валутне кризе.*

### 3.6 Фискална политика

Питање утицаја фискалне политике на настанак финансијске кризе у Србији разматраћемо са три аспекта и то преко утицаја на: јавни дуг, макроекономску стабилност и финансијску дисциплину, односно на формирање очекивања.

Након 2000. године извршена је консолидација јавних финансија и то пре свега на приходној страни, што је утицало на уравнотежење прихода и расхода консолидованог сектора државе, па чак и остварење суфицита.



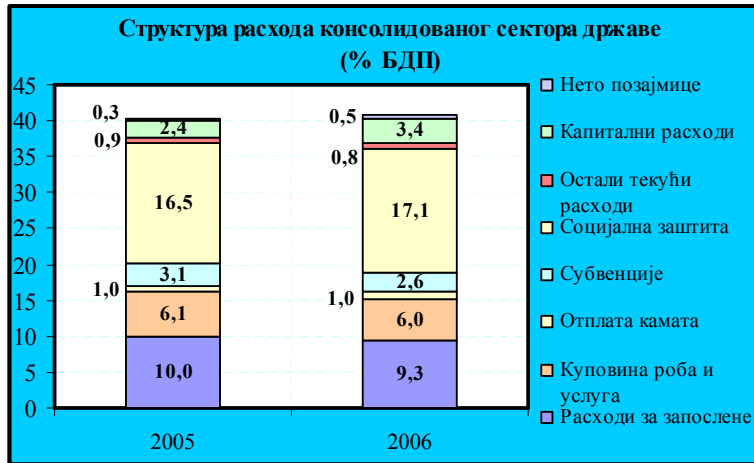
Извор: Министарство финансија, методологија ММФ, ММФ

Уколико као релевантну узмемо методологију Међународног монетарног фонда, уочавамо да фискални резултат осцилира од дефицита до остварења суфицита и обрнуто<sup>20</sup>. Но, важно је истаћи да упркос тим осцилацијама високи дефицити нису значајно високи (изузев у 2003. години) као у неким транзиционим земљама (Мађарска, Чешка, Хрватска, и др.). Ова тенденција је значајна са аспекта утицаја на јавни дуг. Сходно претходном, а уз чињеницу да је су у протеклом периоду остварени респектабилни приватизациони приходи којима су покривани фискални дефицити и вршена отплата јавног дуга, истиче се да није дошло до раста јавног дуга. Напротив, уз отпис учешће јавног дуга у БДП је значајно смањено и на крају 2006. године износи свега 34,9%, чиме се Србија сврстава у умерено-задужене земље. С обзиром на оваква кретања Србија је далеко од дужничке кризе и не прети јој опасност од тзв. аргентинског сценарија.

Са становништа утицаја на макроекономску стабилност (пре свега формирање високог дефицита текућег рачуна платног биланса) важно је сагледати утицај фискалне политике на агрегатну тражњу. Уколико као показатељ фискалног импулса грубо узмемо консолидовани суфицит/дефицит закључујемо да је фискална политика 2004. и 2005. године била у функцији обезбеђивања макроекономске стабилности, јер је фискална политика повукла више средстава него што је упумпала у привреду (нарочито уколико се од консолидованих расхода одузме отплата камата у иностранству). У 2006. години, напротив, долази до поновне експанзивности фискалне политике.

Учешће расхода у БДП, које се креће на нивоу од око 40%, оцењујемо као умерено, али је са становништа утицаја на агрегатну тражњу важно сагледати структуру овог показатеља.

<sup>20</sup> Методологију ММФ узимамо као релевантну из разлога што најбоље репрезентује утицај фискалне политике на агрегатну тражњу.



**Извор:** Калкулације аутора на бази података Министарства финансија и ММФ

У структури расхода доминирају текући расходи и то пре свега расходи за запослене и расходи за социјалну заштиту. С обзиром на карактер ових расхода (нарочито расхода за запослене) може се претпоставити да се они преливају у потрошњу, што директно или индиректно (услед зависности домаће индустрије од увоза - и нерационалног коришћења - енергената и репроматеријала).

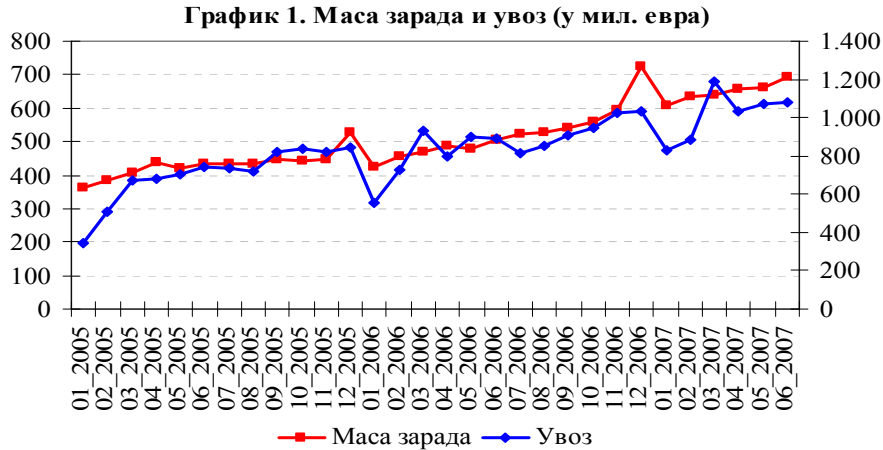
Треба нагласити да је до додатног раста расхода за запослене дошло у првој половини 2007. године.

**Табела 4.** Расходи јавног сектора

	Јан-јун 2006	Јан-јун 2007	Јан-јун 2007/Јан-јун 2006	
			Индекс номиналног раста	Индекс реалног раста
У динарима				
Расходи јавног сектора	401.660,9	466.413,8	116,1	111,7
Расходи буџетског сектора	374.618,8	433.340,1	115,7	111,2
Расходи за запослене	91.688,9	110.137,3	120,1	115,5
Пензије и соц. давања	121.067,2	134.215,4	110,9	106,6
Маса зарада у јавним предузећима	27.042,1	33.073,8	122,3	117,6
У еврима				
Расходи јавног сектора	4.618,0	5.807,9	125,8	...
Расходи буџетског сектора	4.307,1	5.396,1	125,3	...
Расходи за запослене	1.054,2	1.371,5	130,1	...
Пензије и соц. давања	1.391,9	1.671,3	120,1	...
Маса зарада у јавним предузећима	310,9	411,8	132,5	...

**Извор:** Калкулације аутора на бази података МФИН, РЗС и НБС

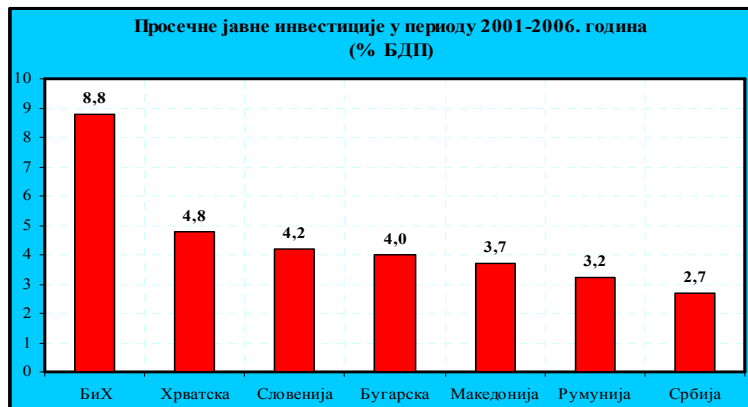
Раст зарада у јавном сектору бржи је од раста за рада у осталим секторима (приватном и друштвеном) и бржи је од раста продуктивности и раста аутпута привреде Србије. Стога, нема сумње да је овако висок раст зарада у јавном сектору, допринео погоршању екстерне неравнотеже. Овакав закључак изводимо из чињенице да је кретање зарада битна детерминанта кретања увоза.



**Извор:** Калкулације аутора на бази података МФИН и РЗС

Уколико као апроксимацију личне тражње узмемо масу нето зарада у динарима, коју добијамо као производ броја регистрованих запослених и просечне нето зараде у Републици, и исту ставимо у однос са увозом у динарима добијамо висок коефицијент корелације од 0,82. Овако висок коефицијент указује да постоји значајан утицај раста зарада на увоз. Уколико наведене макроекономске категорије изразимо у еврима, добијемо још значајнију корелацију од 0,86 па се може закључити да раст зарада, у садејству да кретањем девизног курса, претставља битну детерминанту раста увоза. Имајући у виду високо учешће броја запослених у јавном сектору у укупном броју регистрованих запослених у Републици (процена је око 30%), као и чињеницу да је апсолутни ниво зарада у јавном сектору виши, а раст бржи од просека у Републици, може се закључити да је раст масе нето зарада у јавном сектору имао велики утицај на раст укупне масе нето зарада, а тиме и на раст увоза и погоршање екстерне неравнотеже. С обзиром да висок дефицит текућих трансакција повећава ризике од настанка кризе, закључујемо да је фискална политика крајем 2006. и почетком 2007. додатно допринела повећању ризика.

Још један аспект је од значаја. Раст текућих расхода смањује простор за раст капиталних расхода, који су битни са становништа јачања конкурентности националне привреде и стварања дугорочних претпоставки за раст.



**Извор:** Калкулације аутора на бази извештаја ММФ

Учешће јавних инвестија у БДП у Србији је јако ниско и ниже је од остварења у земљама региона. С обзиром на наслеђену ситуацију и изостанак инвестиција у претходном периоду, повећање ових издатака се намеће као битно у циљу унапређења конкурентности. Високи текући расходи смањују простор за јавне инвестиције, што ће нарочито постати значајно у условима изостанка прихода од приватизације.

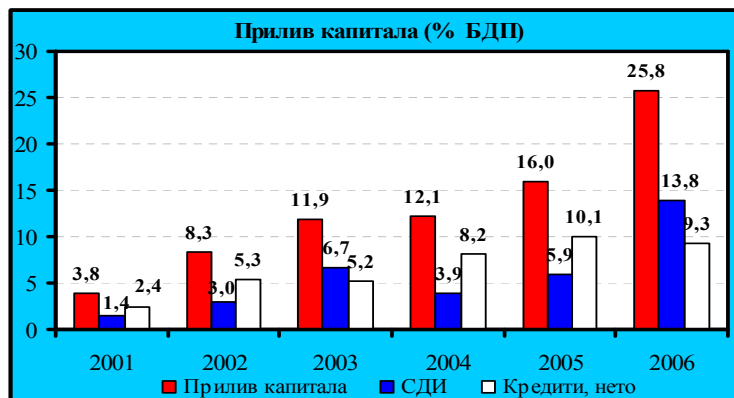
Фискална политика додатну конотацију добија у условима високог прилива капитала и флукуирајућег девизног курса, као што је случај у Србији. Висок прилив капитала (као што ће више бити објашњено у наставку) у Србији повећава агрегатну тражњу и тиме прегрејава привреду што подразумева продубљивање макроекономских дебаланса (притисак на инфлацију и раст екстерних неравнотежа). Уколико се уз то води експанзивна фискална политика, као што је то био случај крајем 2006. и почетком 2007. године онда се ствара још јачи притисак са потенцијално великим последицама. Друго, експанзивност фискалне политике у условима флукуирајућег девизног курса подразумева и апресијацију домаће валуте (динара), што додатно погоршава стање у екстерном сектору.

Анализа фискалне политике упућује на следеће закључке:

- *фискална политика у Србији не прети да изазове дужничку кризу;*
- *осцилације у кретању текућих расхода, пре свега расхода за запослене, прете да угрозе макроекономску стабилности тиме што продубљују екстерну неравнотежу;*
- *експанзивна фискална политика додатно врши притисак на раст агрегатне тражње нарочито у условима високог прилива капитала;*
- *експанзивна фискална политика доприноси стварању апресијацијских притиска, што додатно доприси прецењености динара.*

### 3.7 Прилив капитала

Прилив капитала у Србију и његове импликације на евентуално генерисање финансијске кризе анализираћемо са становишта динамике и структуре капиталног прилива.



Извор: Калкулације аутора на бази података НБС и РЗС

Са графика се може сагледати да прилив капитала значајно расте након 2000. године, достижући рекордан износ од 25,8% БДП у 2006. години. Значајан прилив капитала последица је екстремног (и ексцесног) високог прилива страних директних

инвестиција у 2006. години, по основу продаје мобилног оператера и приватизације и докапитализација у банкарском сектору, и стално растућег прилива по основу задуживања предузећа и банака у иностранству. Овакав прилив капитала оцењујемо као врло висок нарочито ако се има на уму да је прилив капитала у Чешкој у 1995. години (две године пре кризе из маја 1997. године) износио 18% БДП, што је било знатно више од прилива у источноазијским земљама непосредно пре кризе (Christensen, 2004).

Потпунију слику прилива капитала добићемо ако сагледамо његову структуру. Додатно ће нам у томе помоћи упоредна анализа прилива капитала у Ирску и Португал као веома илустративан пример. Наиме, нека истраживања указују да је у периоду непосредно пре и након уласка у ЕУ и у Ирској и у Португалу дошло до значајног прилива капитала. Међутим, из прилива капитала у Ирској су финансиране инвестиције у производном сектору, а у Португалу потрошачки бум. Као последица претходног учешће извоза у БДП је и Ирској порасло са 46% у 1980. години на 98% у 2000, док је у Португалу овај ратио порастао са 24% на само 32% у истом временском периоду. Португал није доживео финансијску кризу, али има дефицит текућег рачуна међу највећим у ЕУ, који представља битан ограничавајући фактор за даљи развој привреде<sup>21</sup>.

У Србији је након 2000. године дошло до великог прилива капитала и то како страних директних инвестиција, тако и зајмовног капитала. Међутим, у целом посматраном периоду нешто више је дошло до прилива зајмовног капитала. Поред тога, као што је напред истакнуто, структура страних директних инвестиција није повољна јер је тек око 20% страних директних инвестиција усмерено у сектор производње разменљивих добара и као такве не стварају дугорочне претпоставке за раст извоза и стабилизацију кретања у екстерном сектору.

Додатно, као последица високог прилива капитала долази до притиска на јачање домаће валуте у условима флексибилног девизног курса који је као такав присутан у Србији од 2006. године. Висок прилив капитала доприноси губитку ценовне конкурентности националне привреде, што даље продубљује екстерне неравнотеже. Уз то изазива се прецењеност националне валуте, што у случају екстерних шокова или изненадног престанка прилива капитала у таквом обиму може изазвати валутну кризу.

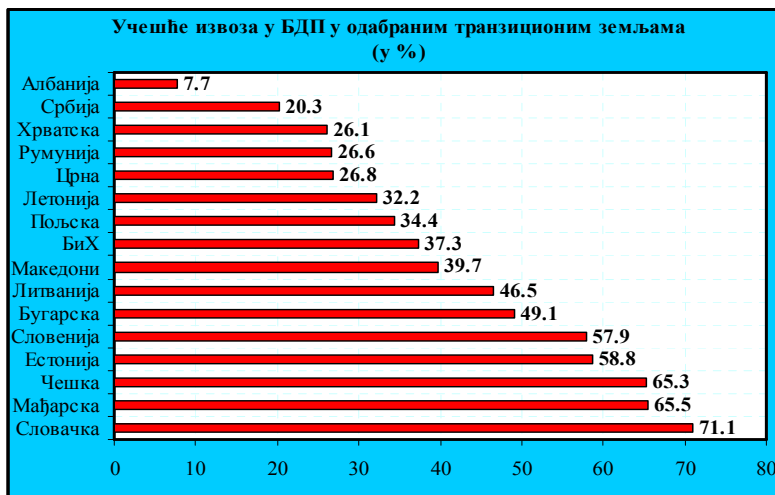
Анализа прилива капитала у Србију указује на следеће тенденције:

- *прилив капитала у Србију је јако висок;*
- *иако је прилив страних директних инвестиција значајан, преовлађује прилив зајмовног капитала;*
- *структура прилива страних директних инвестиција није повољна са становништа дугорочних претпоставки за развој привреде;*
- *висок прилив капитала изазива прецењеност динара продубљивајући екстерне неравнотеже и повећавајући ризике настанка валутне кризе;*
- *део прилива капитала је, како је раније објашњено, спекулативне природе и изазива апресијалицу домаће валуте.*

<sup>21</sup> Наравно Португал као званичну валуту има евро, што значи да не постоје ризици од настанка валутне кризе.

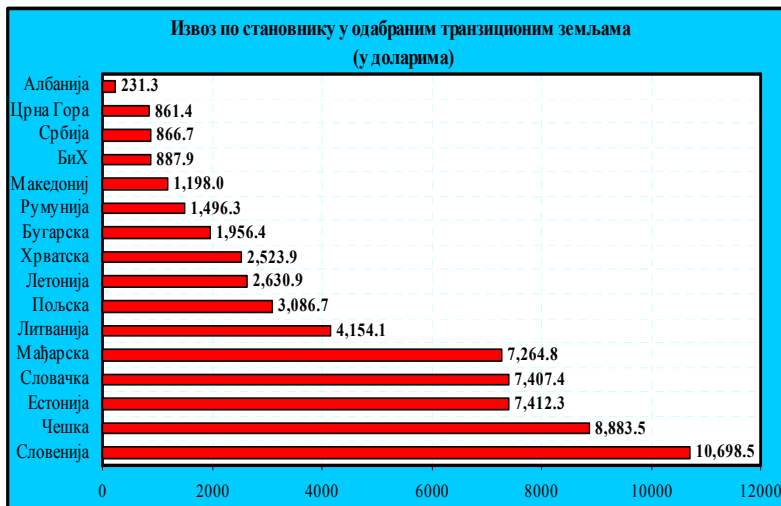
### 3.8 Конкурентност националне привреде

У овом делу рада разматрамо конкурентност националне привреде на начин и из разлога како је дефинисано у другом делу рада. У односу на успешне транзиционе земље, а нарочито на земље чланице ЕУ, привреда Србије није довољно конкурентна, што за импликацију има недовољан ниво инвестиција, низак ниво привредне активности мерене висином БДП по становнику (иако се у последњих неколико година бележе релативно високе стопе раста) и низак извоз. Конкурентност привреде се може сагледати преко учешћа извоза у БДП.



Извор: Калкулације аутора на бази података EBRD

Уколико узмемо ратио извоз/БДП као показатељ конкурентности привреде, можемо закључити да Србија значајно заостаје за напредним транзиционим земљама. Слично се може закључити и уколико се као показатељ конкурентности узме извоз по становнику.



Извор: Калкулације аутора на бази података EBRD

Дакле, Србија се не може похвалити конкурентношћу своје привреде. То показује и извештај Светског економског форума о конкурентности у свету у 2006. години. Од 125 земаља које овај престижни међународни институт рангира сваке

године према Индексу глобалне конкурентности, СЦГ (у извештају из 2006. године анализира се бивша заједничка држава) се налази на поражавајућем 87. месту са индексом 3,69. То је пад за два места у односу на 2005. годину када је СЦГ била 85. Од земаља у транзицији најконкурентнија је Естонија (25. место) испред Чешке (29.), Словеније (33.), Летоније (36.) и Словачке (37.). Нове чланице Европске уније Румунија и Бугарска су 68. и 72. место респективно, док је Хрватска направила напредак од чак 13 места и сада заузима 51. позицију. Од земаља у транзицији Србија је боље пласирана само од Босне и Херцеговине (89.) и Албаније (98.).

Индекс глобалне конкурентности је синтетички индекс који се састоји из три подиндекса (i) подиндекс који сублимира основне факторе развоја – институције, инфраструктура, макроекономско окружење и здравство и примарно образовање; (ii) подиндекс који обухвата факторе повећања ефикасности – високо образовање, тржишна ефикасност, технолошка развијеност; и (iii) подиндекс који обухвата факторе софистицираности и иновативности – пословна софистицираност и иновативност.

**Табела 5. Ранг транзиционих земаља према конкурентности**

	Укупно	Основни фактори развоја				Фактори ефикасности			Фактори софистицираности и иновативности	
		Институције	Инфраструктура	Макроекономија	Здравство и примарно образовање	Високо образовање	Тржишна ефикасност	Технолошка развијеност	Пословна софистицираност	Иновативност
Естонија	25	30	30	16	43	23	25	16	35	30
Чешка	29	60	33	42	58	27	41	26	29	28
Словенија	33	43	32	29	19	26	63	29	36	34
Летонија	36	50	39	34	79	28	40	43	54	66
Словачка	37	53	47	68	74	38	34	30	45	42
Литванија	40	59	44	41	70	29	45	42	41	50
Мађарска	41	46	48	98	66	30	37	36	49	31
Пољска	48	73	57	70	26	33	64	51	63	44
Хрватска	51	66	51	73	67	44	68	47	61	45
Румунија	68	87	77	97	69	50	76	49	73	68
Бугарска	72	109	65	35	39	62	90	68	84	87
Македонија	80	103	82	30	54	66	91	91	88	86
Босна и Херцеговина	89	106	96	45	38	86	93	108	92	104
Албанија	98	108	121	83	34	92	109	104	115	125
Србија и Црна Гора	87	97	90	106	97	61	97	73	94	71

**Извор:** Светски економски форум, Global Competitvness Report

Из претходне табеле може се видети да у погледу конкурентности Србија највише заостаје код основних фактора развоја и то, пре свега, у домену макроекономије (106. место - најлошија позиција од транзиционих земаља). Основни разлози ниске конкурентности српског макроекономског окружења леже у ниској стопи националне штедње, инфлацији, као и високим каматним маржама. Поред тога, Србија се лоше котира у погледу квалитета институција (заштита власничких права, независност судства, корупција, итд), тржишне ефикасности (ниво конкуренције, односно монополског понашања, отвореност за улазак на тржиште, флексибилност тржишта рада, ефикасност финансијског тржишта, итд), здравства и примарног образовања и пословне софистицираности (менаџмент у предузећима, квалитет и квантитет локалних добављача, развијеност производног процеса, итд).

Релативно добре показатеље Србија бележи у домену технолошке развијености (стање технолошке инфраструктуре, способност апсорпције технолошких иновација из иностранства) 73. место и иновативности (приватне и државне инвестиције у истраживање и развој, постојање висококвалитетних истраживачких институција,

сарадња универзитета и привреде, заштита интелектуалне својине) 71. место. Ипак, релативно добри показатељи Србије у наведеним областима односе се на компарацију са свим земљама које су укључене у анализу, док наведена констатација не важи и за транзиционе земље. Наиме, ако се узму у обзир анализираних 15 транзиционих земаља Србија се по овим показатељима налази на 12. односно 11. месту респективно. На крају, анализа Светског економског форума је показала да Србија има најбоље показатеље које се тичу квалитета високог образовања по којима се налази на 61. месту у свету.

Поред мерења индекса глобалне конкурентности Светски економски форум редовно годишње мери и индекс пословне конкурентности (The Business Competitiveness Index – BCI), који представља ниво микроконкурентности, односно мери конкурентну способност предузећа из одређених земаља. У принципу постоји висока корелација између два наведена индекса. Индекс пословне конкурентности се састоји од два подиндекса и то (i) подиндекса који обухвата софистицираност пословних операција предузећа и (ii) подиндекса који оцењује пословно окружење у коме предузећа остварују своје активности.

**Табела 6.** Ранг транзиционих земаља према индексу пословне конкурентности

	Укупно		Софистицираност		Пословно окружење	
	2006	2005	2006	2005	2006	2005
Естонија	24	27	35	32	24	25
Чешка	32	26	28	27	32	28
Словенија	36	33	34	29	36	33
Мађарска	39	38	43	43	35	37
Словачка	40	43	45	54	39	43
Литванија	43	39	37	42	45	41
Летонија	47	48	47	50	48	48
Пољска	53	44	49	40	53	46
Хрватска	56	65	56	74	54	64
Румунија	74	71	73	68	73	71
Бугарска	83	74	95	84	81	70
Македонија	87	83	90	93	87	84
Босна и Херцеговина	96	101	107	103	96	100
Албанија	119	111	113	102	120	111
<b>Србија и Црна Гора</b>	<b>86</b>	<b>86</b>	<b>110</b>	<b>107</b>	<b>85</b>	<b>83</b>

Извор: Светски економски форум

Према индексу пословне конкурентности Србија (и Црна Гора) се налази на 86. месту од 121 анализираних земаља. У односу на претходну годину задржана је иста позиција с тим што је дошло до благог пада код оба подиндекса. У односу на посматраних 15 транзиционих земаља Србија (и Црна Гора) заузима 12. место испред Македоније, Босне и Херцеговине и Албаније.

Конкурентност српских предузећа, као вид конкурентности на микро нивоу, значајана је са становништа изазова који се тичу: 1) нарастајуће тражње изазвне високим приливом капитала, односно кредитном експанзијом и експанзивном фискалном политиком и 2) нарастајуће конкуренције из иностранства која долази до изражаја даљом либерализацијом спољне трговине и приступању европским интеграцијама. Уколико српска предузећа не буду довољно конкурентна да одговоре на ове изазове последица је продубљивање екстерних дефицита и раст ризика од настанка кризе.

Анализа конкурентности привреде Србије упућује на следеће закључке:

- *привреда Србије није довољно конкурентна, што се у првом реду манифестује кроз недовољан извоз;*
- *недовољна конкурентност смањује подстицаје за инвестиције, умањујући тиме основе за дугорочан раст (извоза) и смањење екстерних неравнотежа;*
- *кретања у реалном сектору имају своје последице на кретања у финансијском, у првом реду преко продубљивања дефицита текућих трансакција, што може проузроковати валутну кризу у наредном периоду.*

### 3.9 Развијеност финансијског тржишта

Финансијско тржиште у Србији је неразвијено и изразито банкоцентрично, што имплицира да су тржишни учесници пре свега усмерени на банке, као главне финансијске институције. Тржиште капитала, односно берза је у Србији од секундарног значаја. Овакво стање повлачи са собом неколико битних консеквенци. Најпре, сходно оваквом стању предузећа као основни екстерни извор средстава налазе задуживање код банака, а само мали број предузећа користи берзу, односно емисију акција као извор додатног капитала за нове инвестиције. Оваква кретања узоркована су са једне стране слабом развијеношћу тржишта капитала, а са друге пословном културом предузећа у Србији (Видети која предузећа су имала јавне понуде). Последица оваквих кретања је све већа задуженост предузећа, што је неповољна околност нарочито ако се имају у виду услови задуживања. Наиме, предузећа која су принуђена да се задужују на домаћем банкарском тржишту (не рачунају се она предузећа која се могу задуживати у иностранству) плаћају високе камате, а кредити су индексирани у еврима са варијабилном каматном стопом. Све то повећава ризике и имлицира значајне последице у случају настанка финансијске кризе.

Како предузећа финансирају инвестиције углавном позајмљивањем, расте задуженост предузећа. Према подацима из *Саопштења о оствареним резултатима пословања привредних друштава и задруга* за 2006. годину Народне банке Србије учешће сопственог капитала у укупним изворима финансирања износи 46,9%, што значи да је више од половине ангажованих средстава финансирано из позајмљених извора. Висок степен задужености указује на недовољну покривеност позајмљених извора финансирања сопственим капиталом (1 динар позајмљеног капитала финансиран је са 0,96 динара сопственог капитала).

Неразвијено финансијско тржиште у Србији има своје последице на штедњу пре свега приватног сектора<sup>22</sup>. У раду је већ наглашено да банке немају подстрек за јаче стимулисање штедње становништва. Са друге стране ни кретања на тржишту капитала нису повољна за штедњу, односно инвестиције на берзи. Инвестициони фондови су почели са радом тек од септембра 2006. године, а лоша околност је да је тржиште капитала сиромашно квалитетним хартијама од вредности, па због релативно ниских приноса инвестициони фондови нису претерено атрактивни. На тржишту капитала недостају квалитетне компаније као што би то била нека од јавних предузећа попут

<sup>22</sup> Подсетимо се да је ниска штедња један од основних узрока високог дефицита текућег рачуна платног биланса. Такође, штедња је битна (али не и пресудна) и за раст инвестиционе активности.

Електропривреде Србије, Телекома, Нафтне индустрије Србије, Аеродрома Никола Тесла и других.

Неразвијеност финансијског тржишта огледа се и у недовољном броју финансијских инструмената, пре свега у домену заштите од ризика. Неразвијеност тржишта и пословна култура тржишних учесника чине да на финансијском тржишту недостаје активније коришћење финансијских инструмената попут: фјучерса, опција, факторинга, института откупа потраживања и осталих, чиме би се ризик пословања могао значајно смањити.

Анализа финансијског тржишта указује да је:

- **финансијско тржиште у Србији недовољно развијено и претежно банкоцентрично;**
- **као последица претходно наведеног расте задуженост предузећа, што повећава ризике од настанка кризе;**
- **финансијско тржиште у Србији није стимулативно за повећање домаће штедње, која је битна економска категорија за смањење нестабилности и стварања претпоставки за дугорочан раст;**
- **неразвијеност финансијског тржишта огледа се и у недостатку различитих финансијских инструмената, који су неопходни са становишта смањења ризика пословања.**

### 3.10 Политички ризици

Политички ризици од увек су присутни у Србији, а њихово присуство повећава изгледе за настанак кризе. Свеж пример из маја 2007. године иде у прилог наведеној тези. Након објаве да је постигнут договор да Томислав Николић постане председник Народне скупштине Републике Србије, дошло је до осетног пада берзанских индекса и раста девизног курса. Након избора, берзански индекси су у периоду 07-09. мај 2007. године падали за 3,05%, 5,26% и 6,53%, респективно, што су највећи дневни падови у последњих неколико година. Курс евра је са 80,8 динара 04. маја 2007. године порастао на 83,0 10. маја 2007. године<sup>23</sup>. Оно што је посебно важно је чињеница да се у недостатку јаког институционалног оквира, какав је још увек случај у Србији, повећава простор за деловање шпекуланата и других интересних група, па се овакви политички догађаји могу употребити за шпекулативне нападе, са потенцијално великим последицама.

Други сегмент утицаја политичких ризика тиче се кредитног рејтинга земље. Наиме, у извештајима агенција посвећених оцени кредитног рејтинга земаља за Србију се посебно апострофирају политички ризици, који су главни разлог лошег кредитног рејтинга. Сходно томе кредитни рејтинг Србије је према Standard & Poor's и Fitch BB-/стабилан, што рангира Србију на најниже позиције међу земљама у региону.

<sup>23</sup> Извори података су Београдска берза и НБС.

**Табела** Кредитни рејтинг земаља у региону

	Кредитни рејтинг
Бугарска	БББ+/Стабилан
Мађарска	БББ+/Стабилан
Македонија	ББ+/Стабилан
Румунија	БББ-/Стабилан
Словенија	АА/Стабилан
<b>Србија</b>	<b>ББ-/Стабилан</b>
Хрватска	БББ/Стабилан
Црна Гора	ББ+/Стабилан

Извор: Standard & Poor's

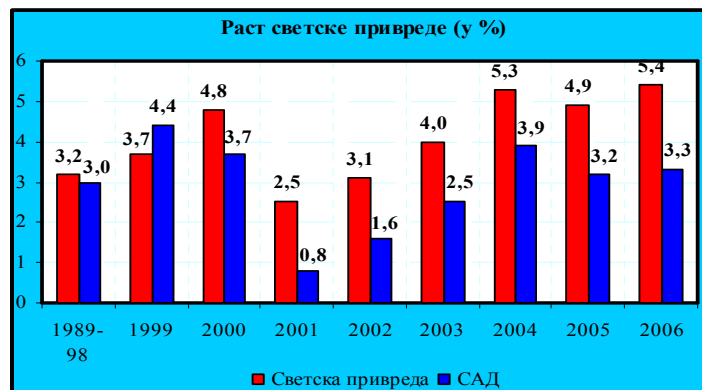
С обзиром на велики број нерешених политичких питања (решавање статуса јужне српске покрајине, завршетак сарадње са Међународним судом за ратне злочине у Хагу, приступање ЕУ, и друго) очекивања су да ће и даље бити присутни политички ризици, што повећава изгледе за настанак финансијске кризе.

Анализа политичких ризика указује:

- *политички ризици су присутни у Србији;*
- *услед лошег институционалног оквира и недовољне развијености финансијских тржишта постоји реална опасност спекулативних напада за време политичких нестабилности;*
- *политички ризичи утичу да Србија има лош кредитни рејтинг што поскупљује цену капитала.*

### 3.11 Кретања у светској привреди

У последњих неколико година кретања у светској привреди су повољна, а раст нарочито убрзава након 2001. године.



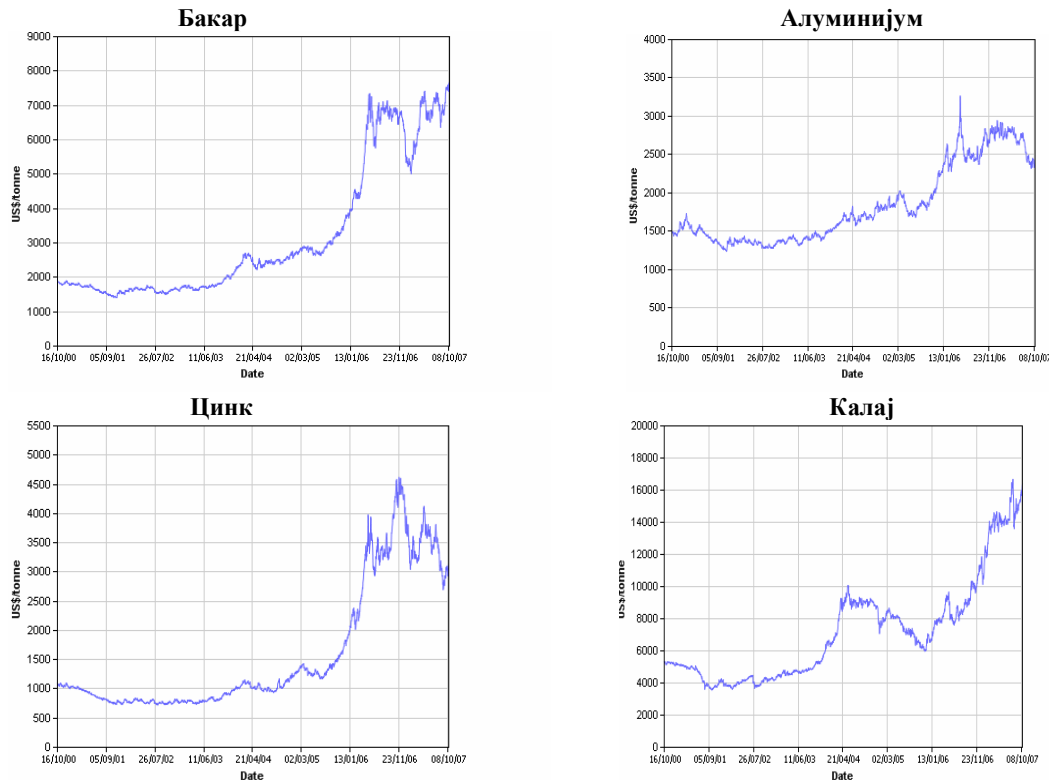
Извор: ММФ, World Economic Outlook, април 2007. године

Раст светске привреде у првом реду је подстакнут снажним растом америчке привреде, али и растом тржишта у развоју у Источној Азији, Латинској Америци и Централној и Источној Европи, што је довело да се 2006. године оствари рекордна

стопа раста од 5,4%. Висок раст је остварен у условима повољних кретања на међународном финансијском тржишту, али уз повремене осцилације цена нафте, које нису значајније утицале на успоравање раста.

У периоду 2001-2006. година дошло је до значајног привредног раста у Србији од просечно 5,3% годишње, односно нешто више од раста светске привреде у датом периоду, као и раста извоза, истина са врло ниске основе. Стога се, не умањујући значај других чиниоца, може закључити да је раст српске привреде делимична последица и раста светске привреде, односно стабилности услова на међународном тржишту.

Висока коњунтура у свету довела је до раста цена гвожђа и челика и основних метала који су најзначајнији српски извозни производи (око 25% српског извоза чине ови производи).



Извор: Лондонска берза метала

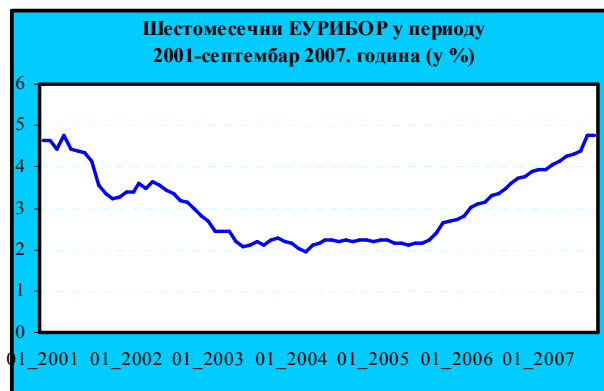
На бази претходних графикана може се закључити да је раст српског извоза у протеклом периоду био у одређеној мери проузрокован растом цена основних метала на светском тржишту као последица снажног раста светске привреде. Томе треба додати да је у том периоду дошло и раст цене гвожђа и челика (само у периоду 2004-2006. године цена челика је порасла двоструко). Импликација претходне тезе је да би успоравање светске привреде могло проузроковати успоравање раста цена основних метала или њихов пад, што би погоршало односе размене Србије и успорило раст извоза.

Сви су изгледи да ће у наредном периоду доћи до успоравања раста светске привреде. То је у првом реду подстакнуто успоравањем раста привреде САД као последица успоравања станоградње и кризе која се десила на тржишту високо ризичних стабмених кредита средином ове године. С обзиром на велики значај овог сектора за укупну америчку привреду реално је очекивати да ће оваква негативна кретања

проширити и на остале секторе. У случају успоравања или рецесије привреде САД раст светске привреде зависиће од других развијених земаља (ЕУ, Јапан) и тржишта у развоју. Међутим, велики спољнотрговински дебаланси у свету (САД, нека од тржишта у развоју), могли би утицати на померање девизних курсева са последицама на успоравање раста светске привреде. Рекордно слабљење долара (у октобру 2007. године долар је достигао историјски минимум у односу на евро од 1,43) је само један корак у том смеру.

Успоравање раста светске привреде смањиће извозну тражњу српских производа, погоршати односе размене и тиме продубити и онако висок дефицит текућег рачуна платног биланса<sup>24</sup>. Томе би требало додати и неизвесности везане за цену нафте на светском тржишту, која у октобру 2007. године достиже историјско високе вредности.

Раст цена нафте може проузроковати, поред успоравања светске привреде, и финансијске нестабилности, јер ће одговор на инфлационе притиске највероватније бити раст каматних стопа.



Извор: Сајт ЕУРИБОР

На европском финансијском тржишту од почетка 2006. године већ расту каматне стопе, као последица мера Европске централне банке да смањи инфлаторне притиске. Последица је да шестомесечни ЕУРИБОР достиже највише вредности од 2001. године, са неизвесностима у погледу даљег кретања.

Имајући у виду каматну структуру спољног дуга (пре свега приватног), оваква кретања отежавају сервисирање дуга и могу довести до банкрота предузећа (нарочито у садејству са евентуалним успоравањем привредног раста). Мимо тога, атрактивност приноса на тржиштима развијених земаља као последица раста каматних стопа може отежати финансирање дефицита текућег рачуна платног биланса и тиме допринети повећању ризика настанка финансијске кризе.

<sup>24</sup> У том случају ће доћи и пада увоза, али је он вероватно до мањег пада због зависности Србије од увоза енергената и репроматеријала.

Анализа кретања у светској привреди и финансијском тржишту указују на следеће:

- светска привреда је последњих неколико година у експанзији, што је повољно и са становништа раста у Србији;
- постоје реални изгледи да ће у наредном периоду доћи до успоравања раста светске привреде, а тиме и до погоршавања односа размене и продубљивања екстерних неравнотежа у Србији;
- рекордно високе цене нафте могу допринети нестабилностима;
- раст каматних стопа на европском финансијском тржишту и неизвесности у погледу њиховог даљег кретања, могу проузроковати нестабилности на српском тржишту и повећати ризике за настанак финансијске кризе.

#### 4. Процена ризика настанка финансијске кризе у Србији

*"IMAGINE some souped-up old bangers driven confidently but not expertly on a smooth road in fine weather. That is the economic picture of the ten east European countries that are now in the European Union. If the road gets wet or slippery, bad brakes and bald tyres make a crash, even a pile-up, horribly likely."*

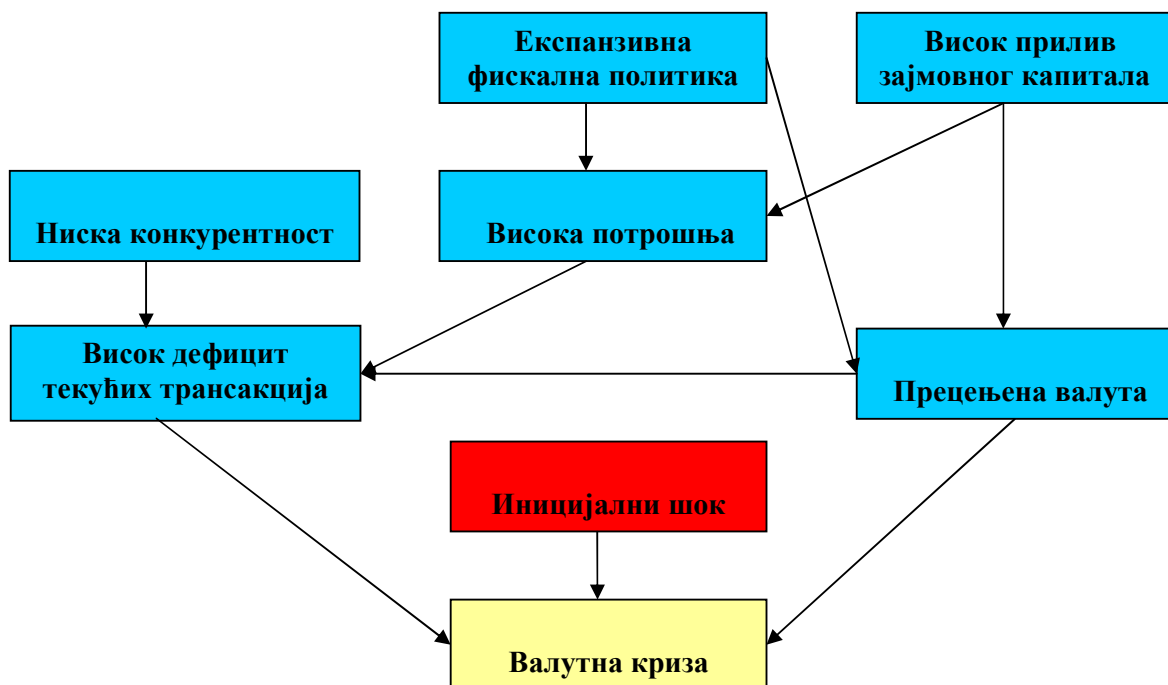
The Economist<sup>25</sup>

**Ризици.** На бази претходне анализе истичемо да постоје реални ризици за настанак финансијске кризе у Србији. Они у првом реду проистичу из неодрживо високог дефицита текућег рачуна платног биланса, прецењене домаће валуте, високог раста кредитне активности и фискалне недисциплине које прете да продубе макроекономску нестабилност, недовољне конкурентности националне привреде и неизвесности у погледу даљег кретања у светској привреди и међународном финансијском тржишту. Томе свакако треба додати и нестабилности у погледу политичке ситуације која може бити повод за шпекулативне нападе, нарочито у ситуацији неизграђеног институционалног оквира и неразвијености финансијских тржишта.

**Сценарио финансијске кризе.** Уколико до финансијске кризе дође реалне су претпоставке да то буде валутна криза, односно јака депресијација динара. До валутне кризе ће засигурно доћи уколико се наставе високи дефицити текућег рачуна, не дође до значајног развоја реалног сектора и наставка прилива зајмовног капитала који се слива у потрошњу, уз експанзивну фискалну политику у домену текућих расхода. Иницијална каписла за настанак кризе може бити екстерни шок, проузрокован било политичким проблемима или шоковима у светској привреди или међународном финансијском тржишту. Цитат Економиста с почетка овог дела рада указује на један могући сценарио настанка међународне кризе која би се могла пренети и на Србију. Интересантно је приметити да многе транзиционе земље које имају неки од облика фиксних девизних курсева (Бугарска, балтичке земље) имају озбиљне проблеме са текућим дефицитима па није немогуће, како Економист сликовито представља, да ти дефицити кулминирају кризом већих размера која би могла изазвати и кризу у Србији.

<sup>25</sup> The Economist: "Worrying about a crash"

Слика 1. Шема валутне кризе у Србији



Настанак валутне кризе у крајњој инстанци имао би за последицу раст неликвидности у привреди с обзиром на раст задужености предузећа и становништва. Како банке хедују валутни ризик тако што индексирају кредите у чврстој страниој валути, а при томе користе различите инструменте обезбеђења (хипотека, имовина, гаранције, и др.) овакво стање негативно би се одразило првенствено на приватни сектор кроз банкрот предузећа и стварање социјалних проблема.

**Извесност настанка финансијске кризе.** Упркос озбиљним ризицима са којима је Србија суочена процењујемо да у кратком року неће доћи до финансијске кризе. Као гарант какве-такве стабилности је висок ниво девизних резерви. Ниво девизних резерви од око 13 млрд долара довољан је да у кратком року финансира екстерну неравнотежу у случају изненадног престанка прилива капитала у Србију. Такође, такав ниво резерви може издржати евентуалан шпекулативан напад. Уз то, може се рачунати да ће у случају већих нестабилности на домаћем тржишту стићи помоћ међународних финансијских институција (ММФ) у виду позајмица (bailout), које би требало да предствљају позитиван сигнал тржишним учесницима у погледу сигурности<sup>26</sup>.

Ипак, даљи наставак негативних тенденција нарочито у погледу остваривања високих дефицита текућег рачуна, недовољне конкурентности, прецењености националне валуте и високе потрошње у односу на остварену производњу сигуран су пут у финансијску кризу. Стога је неопходан јачи заокрет економске политике и то у првом реду преко јачања реалног сектора. При томе, битно је прилагодити потрошњу реалном стању у привреди како се не би стварали несклади који могу имати дубље последице. Исто тако либерализација финансијских трансакција ствара основе за улазак шпекулативног капитала. Његово присуство сигнал је за настанак кризе.

<sup>26</sup> Често се истиче да је улога ММФ улога последњег уточишта (engl. Lender of last resort)

## Закључна разматрања

Финансијске кризе су честа појава у тржишним привредама. Разорне последице које са собом носе, захтевају стално праћење потенцијалних опасности за настанак финансијске кризе. Велики број узрочника финансијских криза отежава процену ризика.

У раду је дат приказ потенцијалних узрочника кризе. Истакнуто је да су макроекономски дебаланси уз структурне проблеме и екстерне факторе битан извор нестабилности и узрочници финансијских криза. На примеру Србије указано је да постоје значајни ризици за настанак кризе нарочито услед високих и трајних дефицита текућег биланса, недовољне конкурентности националне привреде, прецењене валуте, прилива капитала и високе потрошње узроковане кредитном експанзијом и фискалном политиком.

Процењено је, ипак, да се с обзиром на висок ниво девизних резерви и релативно стабилне услове на међународном финансијском тржишту не може очекивати финансијска криза у Србији у кратком року. Но, наставак напред наведених негативних тенденција сигуран је пут у финансијску кризу.

**ЛИТЕРАТУРА**

- Бабић, Анте и Анте Жигман (2000): "Валутне кризе: прегледи теорије и искустава 1990-тих", Хрватска народна банка, доступно на сајту [www.hnb.hr](http://www.hnb.hr)
- Крзнар, Иво (2004): "Валутна криза: теорија и пракса с примјеном на Хрватску", Хрватска народна банка, доступно на сајту [www.hnb.hr](http://www.hnb.hr)
- Миљковић, Дејан (2007а): „Замке актуелне стратегије економске политике“, Нова српска политичка мисао, доступно на званичном сајту [www.nspm.org.yu](http://www.nspm.org.yu)
- Миљковић, Дејан (2007б): "Међународне финансије", Економски факултет, Београд
- Републички завод за развој (2007): „Актуелна макроекономска и привредна кретања 7-8“, август 2007. године
- Републички завод за статистику - разна саопштења, доступно на сајту [www.statserb.sr.gov.yu](http://www.statserb.sr.gov.yu)
- ФРЕН (2006): "Кредитна експанзија у земљама региона", Фонд за развој економске мисли, Квартални монитор бр. 4, јануар-март 2006. године
- Шоње, Велимир (2000): "Финансијска криза: бесконачна прича?", Приказ конференције Исток-Запад, која је у организацији Аустријске централне банке одржана крајем 1999. године, Народна банка Хрватске, [www.hnb.hr](http://www.hnb.hr)
- Штиглиц, Џозеф (2002): "Противречности глобализације", SBM-х, Београд
- Christensen, Jakob (2004): "Capital Inflows, Sterilization and Commercial Bank Speculation: The Case of Czech Republic in the Mid-1990s", International Monetary Fund, WP/04/218
- Coricelli, Fabrizio, Fabio Mucci and Debora Revoltella (2006): "Household Credit in the New Europe: Lending Boom or Sustainable Growth", Center for Economic Policy Research, Discussion Paper No. 5520
- EBRD (2007): "Transition Report", European Bank for Reconstruction and Development
- Eichengreen, Barry, Ricardo Hausman and Ugo Panizza (2003): "Currency Mismatches, Debt Intolerance and Original Sin: Why They Are Not the Same and Why It Matters, NBER, Working Paper No. 10036
- Feldstein, Martin (1999): "Public Policies and Private Saving in Mexico", NBER, Working paper series, WP/6930
- Ghosh, Swati and Atish Ghosh (2002): "Structural Vulnerabilities and Currency Crises", International Monetary Fund, Washington
- Herrmann, Sabine and Axel Jochem (2005): "Determinants of Current Account Developments in the Central and East European EU Member States - Consequences for the Enlargement of the Euro Area", Deutsche Bundesbank, Discussion Paper No. 32/2005
- Hilbers, Paul, Inci Otter-Robe, Ceyla Pazarbasiogly and Gudrum Johnsen (2005): „Assesing and Managing Rapid Credit Growth and the Role of Supervisory and Prudential Policies“, International Monetary Fund, Washington, WP/05/151
- Kaminsky, Graciela, Saul Lizondo and Carmen Reinhart (1997): "Leading Indicators of Currency Crises", International Monetary Fund
- Lipschitz, Leslie, Timothy Lane and Alex Mourmouras (2002): "Capital Flows to Transition Economies: Master or Servant?", International Monetary Fund, Washinthton, wp/02/11

- Manasse, Paolo and Nouriel Roubini (2005): „Rules of Thumbs for Sovereign Debt Crises“, International Monetary Fund, wp/05/45
- Milesi-Ferretti, Gian Maria and Assaf Razin (1996): "Current Account Sustainability", Princeton Studies in International Finance, No. 81, Princeton
- Racaru, Irina, Mihai Copaciu and Ion Lapteacru (2006): “Early Warning Systems on Currency Crises”, Народна банка Румуније, доступно на званичном сајту
- Roubini, Nouriel and Paul Watchel (1998): "Current Account Sustainability in Transition Countries, NBER, Working Paper No. 6468
- Rojas-Suarez Liliana and Piero Ghezzi (2000): "Current Accounts: Can They Achieve Sustainability?", Deutsche Bank
- Stiglitz, Joseph (2007): “The Asian Crisis Ten Years After”, доступно на [www.project-syndicate.org](http://www.project-syndicate.org)
- Weisbrot, Mark (2007): "Ten Years After: The Lasting Impact of the Asian Financial Crisis", Center for Economic and Policy Research, [www.cepr.net](http://www.cepr.net)