



## MENADŽMENT U KRIZNIM SITUACIJAMA - UZROCI I RAZMERE SVETSKE FINANSIJSKE KRIZE I PUTEVI IZLASKA

### CRISIS MANAGEMENT - CAUSES AND EXTENT OF GLOBAL FINANCIAL CRISIS AND WAYS OUT OF IT

Tomislav Brzaković<sup>1</sup>

**Rezime:** Reč kriza spada među najčešće korišćene reči u poslednjih nekoliko godina. Finansijska kriza, primarno nastala u SAD krahom hipotekarnog kreditnog tržišta, brzo se proširila na ceo svet i pored finansijskog zahvatila i realan sektor. Uzroci krize se kreću od sistemskih karakteristika i institucionalnih svojstava privrede, do neadekvatnih ekonomskih politika i pohlepe pojedinih grupa, posebno finansijskih institucija i kompanija. Danas u svetu finansijske transakcije daleko prevazilaze vrednost svetske trgovine, pojava poznata kao finansijalizacija, koja ima za posledicu transfer dohotka iz realnog u finansijski sektor. Mere koje se preduzimaju za izlazak iz krize su od istorijskog značaja, jer od njihove efikasnosti će zavisiti buduća konfiguracija svetskog finansijskog i ekonomskog sistema.

**Ključne reči:** menadžment, finansijska kriza, budžetski deficit, finansijalizacija, rizik

**Abstract:** The word crisis is among the most frequently used words in the last few years. The financial crisis, caused primarily in the U.S. by mortgage credit market collapse, quickly spread to the entire world and affected the financial as well as real sectors. Economic science looked different on the crisis through the history. The causes of the crisis range from system characteristics and institutional characteristics of the economy, and inadequate economic policies and the greed of certain groups, particularly financial institutions and companies. Today, the world's financial transactions far exceed the value of world trade, a phenomenon known as financialization, resulting in the transfer of real income in the financial sector. Measures taken to ease the crisis are of historic significance because the future sustainable development and configuration of the global financial and economic system will depend on their effectiveness.

**Key words:** management, financial crisis, the budget deficit, financialization, the risk

#### UVOD

Reč kriza spada u najčešće korišćene reči u poslednjih nekoliko godina. Koristi se višestruko, za opisivanje lične, odnosno porodične situacije (ostajanje bez posla, gubitak kuće ili stana usled nemogućnosti otplate stambenog hipotekarnog kredita, egzistencijalna kriza...), poslovne situacije (kriza likvidnosti, solventnosti...) ili krize celog društva (makroekonomska kriza, kriza otplate spoljnog duga, socijalna ili kulturološka kriza...). Nakon najveće ekonomske svih vremena, poznate kao Velika depresija, koja je trajala od 1929. do 1933. godine, krize se javljaju sve učestalije: velika dužnička kriza 1982., krah Wall Street-a 1987., Skandinavska kriza (Švedska, Norveška, Finska)

---

<sup>1</sup> Doc.dr. Tomislav Brzaković, KBK Broker a.d., Beogradska 52, Beograd, R. Srbija, [tbrzakovic@kbkbroker.rs](mailto:tbrzakovic@kbkbroker.rs), mobtel: 063218220

1991., Meksička Tequila kriza 1994., Velika azijska kriza (Japan, Tajland, Indonezija, Južna Koreja) 1997., Ruska kriza 1998., Brazilska kriza 1999., dot-com špekulativni balon 2000., Argentinska kriza 2001-2002. i najnovija globalna kriza iz 2008.godine. Većina kriza nakon Velike depresije su imale lokalni ili regionalni karakter, dok se najnovija kriza iz 2008.godine, primarno nastala u SAD, proširila i zahvatila gotovo ceo svet. Mnogi se sa pravom pitaju da li je moguće da je odlaskom sa životne scene većine svedoka razmera i težine Velike depresije svet zaboravio posledice i lako dozvolio da se situacija ponovi, uz iskazivanje zabrinutosti da je ekonomska nauka izgubila instinkt za opasnost, odnosno nije razvila mehanizme za blagovremeno prepoznavanja indikatora krize i mere za njeno efikasno suzbijanje. Pitanje da li je budućnost, a posebno krize, uopšte moguće predvideti je jedno od intrigrantnih pitanja današnjice. Kako priznaje nobelovac Robert Lukas, ekonomisti nemaju formulu kojom bi pouzdano predvideli trenutak kada će neki finansijski balon pući, a i da imaju to ništa ne bi promenilo, jer bi tu informaciju ljudi odmah ugradili u svoje odluke, pa bi se desilo samo to da kriza nastupi u trenutku kada je model ukazao.

## UZROCI I RAZMERE FINANSIJSKE KRIZE IZ 2008. GODINE

Po svojim obeležjima finansijska kriza koja započinje polovinom 2008.godine je najdublja kriza nakon II Svetskog rata. Primarno nastala u SAD krahom hipotekarnog kreditnog tržišta, kriza se brzo proširila na ceo svet i pored finansijskog, zahvatila i realan sektor. Utvrđivanja uzroka krize je važno radi iznalaženja adekvatnog leka u sadašnjosti i adekvatne preventive ponovne pojave u budućnosti. Po jednom gledištu, uzroci krize se kriju u pogrešnim pretpostavkama akademske ekonomije o racionalnom ponašanju proizvođača i potrošača i perfektnoj konkurenciji, neadekvatnim metodima ocene rizika, odnosno sistemskom riziku koji privredni subjekti ne mogu otkloniti uobičajenim tehnikama na finansijskim tržištima. Finansijska i ekonomska kriza su posledica pogoršanja stanja u realnom sektoru visokorazvijenih zemalja, koje u poslednjoj deceniji beleže usporeniji rast bruto domaćeg proizvoda. Tako je u periodu 2002-2011.godine prosečna stopa rasta BDP u SAD iznosila samo 1,6%, u Japanu oko 1%, u evrozoni rast iznosi 1,3%, dok je u isto vreme Kina beležila prosečan rast od skoro 10%. Pad produktivnosti kod visokorazvijenih zemalja je bio evidentiran znatno pre početka krize, kao i pad zaposlenosti i visine nadnica.

Po drugom gledištu, kriza je izazvana neadekvatnom ekonomskom politikom i pohlepom pojedinih grupa, posebno finansijskih institucija i kompanija. Pokušaj opravdanja krize pohlepom pojedinaca je dosta neubedljivo, posebno što pohlepa i sebičnost od davnina spadaju u karakteristike ljudskog roda. U neumoljivoj trci za profitom kompanije su gledale samo sopstvene interese, a međusobna konkurencija finansijskih organizacija ih je praktično prisiljavala na prekomerno ulaženje u rizik i zaduživanje. To je i bio razlog „pucanja balona“ nastalog prekomernim i nepokrivenim hipotekarnim stambenim kreditima u SAD. Gubitak tražnje za stanovima usled pada kupovne snage je ublažavan ekspanzijom jeftinih kredita bez odgovarajućeg kolaterala, a tako kreirana tražnja je uticala na konstantan rast cena, naduvajući balon koji je jednom morao da pukne. Za krizu su odgovorne i rejting agencije (Standard & Poor's, Moody i Fitch) koje su hipotekarnim oveznicama (*mortgage-backed securities*) davale prevelik rejting od AAA, što znači da su te hartije ocenjene kao manje rizične od samih hipoteka. Nepoverenje na finansijskim tržištima, inicirano padom cena nekretnina, proizvelo je nelikvidnost, skok kamatnih stopa, izazvalo oštar pad mnogih berzanskih indeksa. S obzirom na isprepletanost tržišta, kriza se brzo prenela iz SAD na ostatak sveta, donoseći veliki pad proizvodnje u mnogim zemljama, pad stambene izgradnje i sa njom povezanih industrija, pad zaposlenosti, odliv inostranog kapitala, stagnaciju privrednog rasta i pad društvenog proizvoda u mnogim zemljama, pad poverenja i cena na finansijskim tržištima. U takvim okolnostima mnogi su ušli u zonu gubitka, što je uticalo na smanjenje potrošnje i investicija uz pad zaposlenosti, što je dovelo do depresije. Sa druge strane rasli su javna potrošnja i budžetski deficiti. Dubinu i razmere svetske finansijske krize ilustruje podatak da se nakon trideset godina rasta vrednosti globalne finansijske aktive<sup>2</sup> u 2008. godini taj trend prekida, a vrednost finansijske aktive opada sa 202 na 175 triliona USD. U periodu 1990-2009.godine najveći rast od skoro 13% godišnje su imale tzv. sekjuritizovane hartije od vrednosti, (posebno sekjuritizovani hipotekatni stambeni krediti). Globalni

---

<sup>2</sup> Koja obuhvata tržišnu kapitalizaciju akcija i emitovane obveznice i zajmove u 79 zemalja sveta.

dugovi su se više nego udvostručili u zadnjih 10 godina, odnosno porasli su sa 78 triliona USD u 2000. na 158 triliona USD 2010. godine. Dugovi su rasli brže od rasta BDP, tako da je ratio globalni dug/BDP, porastao na 266% u 2010. godini. Jedna od najvećih konsekvenci svetske finansijske krize je bio pad prekograničnog protoka kapitala (*cross-border capital flows*), u koje se uključuju strane direktne investicije (*foreign direct investment-FDI*), kupovine i prodaje stranih vlasničkih i dugovnih hartija od vrednosti i prekogranične pozajmice i depoziti, od oko 85% (sa 10,9 triliona USD u 2007, na 1,9 triliona USD u 2008. godini i samo 1,6 triliona USD u 2009. godini), što je negativno uticalo na ponudu kapitala. Posebno je velik pad na tržištima kapitala, gde je tržišna kapitalizacija obuhvaćenih 79 zemalja pala sa 65 triliona 2007.godine na 34 triliona USD u 2008. godini, ili skoro dva puta. Poslednje dve godine rast je ponovo nastavljen. Rast od 14 triliona USD tržišne kapitalizacije u 2009.godini u odnosu na prethodnu godinu i rast tržišne kapitalizacije od 6 triliona USD u 2010.godini su rezultat očekivanog rasta dobiti i novih emisija, prevashodno kompanija na rastućim tržištima. Međutim, u 2011. godini tržišna kapitalizacija je pala za preko 8%, na 47 triliona USD.

Obim finansijskih transakcija je danas znatno iznad vrednosti produktivnih investicija. Suprotno vladajućoj modernoj finansijskoj teoriji, po kojoj je osnovna funkcija finansijskih tržišta efikasna diversifikacija rizika i efikasna alokacija resursa, finansijska tržišta su postala svrha sebi samima. Prvih osam decenija dvadesetog veka finansijska aktiva je rasla istim tempom kao i globalni BDP, nakon čega količnik vrednosti globalne finansijske aktive i godišnjeg svetskog bruto domaćeg proizvoda konstantno raste, tako da je porastao na gotovo 442% 2007.godine. Drugim rečima, obimi transakcija na globalnim finansijskim tržištima daleko prevazilaze vrednost svetske trgovine, što navodi na zaključak da je realni sektor postao „privezak“ finansijskom sektoru. Separacija između realnog i finansijskog sektora se u literaturi naziva finansijalizacija (*financialization*). Posledice finansijalizacije su sve izraženiji transfer dohotka iz realnog u finansijski sektor, sve veća dohodovna nejednakost i sve izraženiji uticaj finansijskih motiva na upravljanje kompanijama. Kada se cena određene finansijske aktive izvodi iz odnosa sa cenama ostale finansijske aktive bez ikakve veze sa stanjem i kretanjima u realnom delu privrede, formiraju se „baloni“ na osnovu nerealnih očekivanja, čije pucanje označava početak finansijske krize.

## MOGUĆA REŠENJA UZROKA SVETSKE FINANSIJSKE KRIZE

Po nastupanju nesolventnosti velikih američkih banaka i drugih finansijskih institucija nizom mera je pokušana stabilizacija finansijskih tržišta. Državna intervencija obuhvatala je davanje garancija za međubankarske transakcije i kredite velikim kompanijama, povećanje iznosa garantovanog depozita, emitovanje državnih obveznica. Rekapitalizacija banaka i fiskalna stimulacija tražnje u realnom sektoru je dovela do rasta budžetskog deficita u odnosu na bruto domaći proizvod SAD. Zahvaljujući činjenici da je američki dolar i dalje glavna svetska valuta u međunarodnom platnom prometu, da je glavna moneta deviznih rezervi mnogih zemalja, kao i činjenici da se preko 70% emitovanih novčanica od 100 dolara nikada ne vrati u SAD, moguće je finansiranje ogromnog trgovinskog deficita štampanjem dolara bez rizika od inflacije. Tako je dolar na neki način postao najvažniji američki izvozni proizvod, a SAD zahvaljujući ogromnom tržištu najveći trgovinski partner mnogih zemalja. Drugim rečima, SAD sebi mogu da dozvole velike deficite trgovinskog i platnog bilansa jer druge zemlje rado idu sa njima u suficit povećavajući time svoje devizne rezerve.

Može se reći, da su nakon Velike depresije, stimulatívne mere fiskalne politike (javna potrošnja, porezi i upravljanje dugovima), koje je tada zagovarao John Maynard Keynes i u ovoj krizi ponovo dobile na značaju. Fiskalna politika mnogih zemalja u ovoj krizi je usmerena na stimulisanje privrednih aktivnosti povećanjem tražnje, zaposlenosti i investicija u infrastrukturne objekte (putevi, energetika, gasovodi i sl.), pospešivanja razvoja malih i srednjih preduzeća, podsticanjem potrošnje putem smanjenja poreza i doprinosa na lična primanja, subvencionisanja potrošačkih kredita građana i kredita privredi, davanja socijalne pomoći nezaposlenima i socijalno ugroženim kategorijama. U nekim zemljama važan deo planova oporavka su predstavljala izdvajanja značajnih sredstava za ustraživanje i razvoj, tehnološke projekte i obrazovanje.

Kriza je pokazala nephodnost reformisanja institucija, kao što su Svetska banka i Međunarodni monetarni fond, u cilju povećanja odgovornosti i ukazala na potrebu konstituisanja novih globalnih reprezentativnih tela na nivou šefova država i vlada, koje bi koordinirale funkcionisanje svetskog

ekonomskog sistema (usmeravale ekonomski i socijalni razvoj, konkurentnost, regulativu finansijskih tržišta, ekologiju, globalno zagrevanje i sl.). Takođe je neophodno utvrditi minimum zajedničkih odredbi koje treba da sadrže regulatorni sistemi na nivou država da bi se obezbedila pouzdanost finansijskih proizvoda, posebno finansijskih derivata. Posebno je važna regulacija finansijskih tržišta, kojom je neophodno zaštititi adekvatno ulagače, posebno od nedovoljno regulisanih finansijskih inovacija, vodeći računa da se kontroliše, ali ne i uguši „kreativnost“ na tim tržištima. Potpunija i efikasnija regulativa trebalo bi da obuhvati i agencije za kreditni rejting, pri čemu se čuju i glasovi koji ukazuju na neophodnost formiranja respektabilne institucije tog tipa i u evro zoni<sup>3</sup>. Uzroci finansijske nestabilnosti nalaze se u labavoj monetarnoj politici, neadekvatnoj regulaciji i slaboj kontroli, a takođe i u oblasti odlučivanja u kompanijama i u politici konkurencije. Svi ovi činioci odnosno njihovo neadekvatno uvažavanje, doprineli su dosadašnjem pritisku na finansijsku deregulaciju. U cilju obezbeđenja boljeg sistema zaštite od rizika nego što su devizne rezerve, predlaže se novi globalni rezervni sistem zasnovan na značajno povećanoj ulozi specijalnih prava vučenja. Posebno se apostrofira uloga centralnih banaka u obezbeđenju stabilnosti cena, očuvanju finansijske stabilnosti tokova kapitala, adekvatnosti kurseva nacionalnih valuta uz ostvarenje dugoročno održivog privrednog rasta. Da bi se smanjio obim spornih pitanja u međunarodnom finansijskom sistemu, potrebno je uspostaviti jedan opšte prihvatljivi mehanizam za restrukturiranje duga država i harmonizovati nacionalne propise o rešavanju sporova povodom prekograničnih investicija.

Kao pet neophodnih mera da bi evro zona preživela trenutnu krizu se ističu:

- 1) donošenje programa za smanjenje preteranih državnih dugova,
- 2) agresivnije planiranje smanjenja budžetskih deficita u bliskoj budućnosti,
- 3) podrška monetarnim politikama od strane Evropske centralne banke,
- 4) uvođenje mehanizama koji postižu dugoročnu fiskalnu održivost, i
- 5) institucionalne promene koje smanjuje prostor za prekomerno zaduživanje i izazivanje nestabilnosti u finansijskom sektoru.

## ZAKLJUČAK

Svet se danas suočava sa posledicama globalne finansijske i ekonomske krize. Kriza je donela puno nevolja: veliki pad proizvodnje u mnogim zemljama, a posebno pad stambene izgradnje i sa njom povezanim industrijama, pad zaposlenosti, odliv inostranog kapitala, pad poverenja na finansijskim tržištima i posledično pad cena, stagnaciju rasta i pad društvenog proizvoda u mnogim zemljama. Kako su finansijska i ekonomska kriza zahvatile veliki broj zemalja, to se u otklanjanju njenih posledica moraju tražiti globalna rešenja. S tim u vezi se otvaraju pitanja vrste organa koje treba konstituisati i vrste mera koje treba preduzimati u cilju otklanjanja postojeće krize i preventivnog delovanja, odnosno sprečavanja ponovnog pojavljivanja. U uslovima visokog stepena integrisanosti tokova u svetskoj privredi neophodni su prihvatljivi metodi i standardi za sprečavanje i rešavanje posledica finansijskih i ekonomskih kriza.

Evidentno je da su mnoge zemlje odmah po izbijanju krize promptno reagovale spasavanjem nesolventnih banaka i drugih finansijskih organizacija upumpavanjem velike količine novca uz veoma niske kamate, uz ogromno povećanje budžetskih deficita i javnog duga. Finansijske institucije su ta sredstva prevashodno iskoristile za popravljavanje svojih bilansnih pozicija, uz smanjeno kreditiranje privrede i stanovništva, usled čega će izvlačenje realnog sektora iz krize potrajati duže nego što je prvobitno izgledalo. Fiskalnom politikom su podsticane privredne aktivnosti, ali za dugoročniji oporavak je neophodna sveokupna stabilizacija finansijskog sistema, stvaranje uslova za ubrzaniji privredni rast i njegovo podsticanje investiranjem u infrastrukturu i ljudske resurse, kao ključnih faktora dugoročnog razvoja i smanjenja nezaposlenosti. Otklanjanje makroekonomskih neravnoteža je od esencijalnog značaja, kako bi se umanjila mogućnost ponovnog izbijanja krize u budućem periodu. Bez preterivanja se može reći da su mere koje se preduzimaju za izlazak iz krize od istorijskog značaja, jer od njihove efikasnosti će zavisići buduća konfiguracija svetskog finansijskog i ekonomskog sistema.

---

<sup>3</sup> Takvi predlozi su posebno aktuelizovani nakon smanjenja kreditnog rejtinga nekih zemalja članica Evropske unije.

## LITERATURA:

1. Džordž Akerlof, Robert Šiler, „Životni duh“, Službeni glasnik, Beograd, 2010.
2. Krugman, P. “How Did Economists Get it so Wrong?”, *The New York Times*, Septembar 6, 2009.
3. OECD, *Economic Outlook*, Interim Report, Paris 2011.
4. Stephane Dees and Arthur Saint-Guilhem, “The Role of the United States in the Global Economy and its Evolution Over Time,” European Central Bank, *Working Paper Series* No.1034, Mart 2009.
5. Peter Boone and Simon Johnson “The Future of Banking: Is More Regulation Needed?”, Peterson Institute for International Economics, April 10, 2011
6. Ognjen Radonjić, „Keynesova teorija konvencionalnog odlučivanja na finansijskim tržištima“, *Sociologija* Vol.LI (2009), No4.
7. Mapping global capital markets 2011, McKinsey Global Institute
8. Updating global capital markets and flows:2011, McKinsey Quarterly
9. Oskar Kovač, “Uzroci i mogući koncepti rešavanja svetske finansijske krize”, NSPM, oktobar 2009.
10. Goran Nikolić, “Šta su zapravo uzroci ekonomske krize?”, NSPM, 15.10.2011,