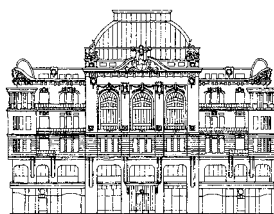


ЕКОНОМСКА КРИЗА: ПОРЕКЛО И ИСХОДИ

Зборник радова



SERBIAN ACADEMY OF SCIENCES AND ARTS
DEPARTMENT OF SOCIAL SCIENCES
Economic Sciences Committee

ECONOMIC SCIENCES COLLECTION
Book XIV

ECONOMIC CRISIS: ORIGINS AND OUTCOMES

Proceedings
of the Conference
CRISIS: ORIGINS AND OUTCOMES
held at SASA on April 20, 2010

Accepted for Publication at the 10th Session of the Department of Social Sciences
of the Serbian Academy of Sciences and Arts, held on December 14th, 2010
after being reviewed by
Corresponding Member Časlav Očić, University Professors Oskar Kovač,
Mladen Kovačević,
Ljubomir Madžar, Blagoje Babić, Milovan Mitrović, Đorđe Popov and Rajko Bukvić

Editor
Academician
ČASLAV OCIC

BELGRADE
2018

СРПСКА АКАДЕМИЈА НАУКА И УМЕТНОСТИ
ОДЕЉЕЊЕ ДРУШТВЕНИХ НАУКА
Одбор за економске науке

ЕКОНОМСКИ ЗБОРНИК
Књига XIV

ЕКОНОМСКА КРИЗА: ПОРЕКЛО И ИСХОДИ

Зборник радова
с научног скупа
КРИЗА: ПОРЕКЛО И ИСХОДИ
одржаног у САНУ 20. априла 2010. године

Примљено на 10. скупу Одељења друштвених наука
Српске академије наука и уметности 14. децембра 2010.
на основу реферата
дописног члана Часлава Оцића, универзитетских професора Оскара Ковача,
Млађена Ковачевића, Љубомира Маџара, Благоја Бабића,
Милована Митровића, Ђорђа Попова и Рајка Буквића

Уредник
академик
ЧАСЛАВ ОЦИЋ

БЕОГРАД
2018

СРПСКА АКАДЕМИЈА НАУКА И УМЕТНОСТИ
ОДЕЉЕЊЕ ДРУШТВЕНИХ НАУКА
Одбор за економске науке

SERBIAN ACADEMY OF SCIENCES AND ARTS
DEPARTMENT OF SOCIAL SCIENCES
Economic Sciences Committee

**ЕКОНОМСКА КРИЗА:
ПОРЕКЛО И ИСХОДИ**

**ECONOMIC CRISIS:
ORIGINS AND OUTCOMES**

Припрема Layout
Љубица Танасковић Ljubica Tanasković

Превод с енглеског English translation
Александар Павић Aleksandar Pavić

Штампа Printed by
Штампарија Издавачке фондације Štamparija Izdavačke fondacije
Архиепископије београдско-карловачке Arhiepiskopije beogradsko-karlovačke
Краља Петра Првог 5, Београд Kralja Petra Prvog 5, Belgrade

Тираж Circulation
200 примерака 200 copies

© ©
САНУ, Београд, Србија SASA, Belgrade, Serbia

САДРЖАЈ CONTENTS

ТЕШКА ЈЕ ПРАЗНА ТОРБА (УМЕСТО ПРЕДГОВОРА)

Часлав Оцић

1

УВОДНА ИЗЛАГАЊА	INTRODUCTORY LECTURES
ВЕЛИКА ЕКОНОМСКА КРИЗА И ДРЖАВНА ИНТЕРВЕНЦИЈА У МЕЂУРАТНОЈ ЈУГОСЛАВИЈИ Смиљана Ђуровић	7 THE GREAT ECONOMIC CRISIS AND STATE INTERVENTION IN INTERWAR YUGOSLAVIA Smiljana Đurović
ГЛАВНИ ИЗАЗОВ СВЕТСКОЈ ПРИВРЕДИ: ИСЦРПЉИВАЊЕ „ЕВРОПСКЕ ВРСТЕ РАЗВОЈА“ Благоје С. Бабић	27 THE MAIN CHALLENGE TO THE WORLD ECONOMY: EXHAUSTION OF THE „EUROPEAN TYPE OF DEVELOPMENT“ Blagoje S. Babić
ИСТОРИЈСКИ ОСВРТ	HISTORY
ПРВЕ ТРИ БАНКАРСКЕ КРИЗЕ У СРБИЈИ ДО 1914. Биљана Стојановић	51 THE FIRST THREE BANKING CRISES IN SERBIA BEFORE 1914 Biljana Stojanović
ЕКОНОМСКА ПОЛИТИКА И КОНЈУНКТУРА У ЈУГОСЛАВИЈИ, 1919–1925. Бошко Мијатовић	71 ECONOMIC POLICY AND MARKET CONDITIONS IN YUGOSLAVIA, 1919–1925 Boško Mijatović
АГРАРНА КРИЗА У СРБИЈИ, 1925–1935. Момчило Исић	91 AGRARIAN CRISIS IN SERBIA, 1925–1935 Momčilo Isić
МЕЂУРАТНЕ ИНВЕСТИЦИЈЕ У ЈУГОСЛОВЕНСКУ ИНДУСТРИЈУ	101 INTERWAR INVESTMENTS IN YUGOSLAV INDUSTRY

И ХРВАТСКО-СЛОВЕНАЧКА ПРОПАГАНДА Слободан Вуковић		AND CROATIAN-SLOVENIAN PROPAGANDA Slobodan Vuković
ТЕОРИЈСКИ ОСВРТ		THEORY
ТЕОРИЈЕ КРИЗЕ – КРИЗА МОДЕРНИХ ТЕОРИЈА Александар Саша Гајић	115	CRISIS THEORIES – THE CRISIS OF MODERN THEORIES Aleksandar Saša Gajić
СВЕТСКА ФИНАНСИЈСКА КРИЗА Оскар Ковач	127	THE GLOBAL FINANCIAL CRISIS Oskar Kovač
МОГУЋИ УЗРОЧНИЦИ ГЛОБАЛНЕ ЕКОНОМСКЕ КРИЗЕ Љубомир Маџар	141	CONUNDRUM OF THE PRIME MOVERS OF THE GLOBAL ECONOMIC CRISIS Ljubomir Mažar
ЕКОНОМСКА КРИЗА: ПОУКЕ ЗА ЕКОНОМСКУ ТЕОРИЈУ И ПОЛИТИКУ Исидора Љумовић и Мирослав Н. Јовановић	159	ECONOMIC CRISIS: LESSONS FOR ECONOMIC THEORY AND POLICIES Isidora Ljumović and Miroslav N. Jovanović
ПАРАДИГМЕ ТУМАЧЕЊА И СТРАТЕГИЈЕ ИЗЛАСКА ИЗ КРИЗЕ 2008. Вера Вратуша	173	THE CRISIS OF 2008: PARADIGMS OF INTERPRETING AND STRATEGIES OF OVERCOMING Vera Vratuša
КРИЗА: НЕОЛИБЕРАЛНА ДИЈАГНОЗА – КЕЈНЗОВСКА ТЕРАПИЈА? Бранка Бујишић	193	CRISIS: NEOLIBERAL DIAGNOSIS – KEYNESIAN THERAPY? Branka Bujišić
СВЕТСКА ЕКОНОМСКА КРИЗА: ЈЕДНО ВИЂЕЊЕ Драгана Митровић	201	THE GLOBAL ECONOMIC CRISIS: ANOTHER VIEW Dragana Mitrović
САВРЕМЕНА ЕКОНОМСКА КРИЗА: „АУСТРИЈСКО“ ОБЈАШЊЕЊЕ Божо Стојановић	217	THE CURRENT ECONOMIC CRISIS: THE “AUSTRIAN” EXPLANATION Božo Stojanović
ИСТОРИЈСКИ УСУД КАПИТАЛИЗМА: КРИЗА КАО ПОСЛЕДИЦА НЕКОНТРОЛИСАНОГ РАСТА Борис Н. Кршев	231	LE DESTIN HISTORIQUE DU CAPITALISME: LA CRISE EN RAISON D’UNE CROISSANCE INCONTRÔLÉE Boris Kršev

С В Е Т		W O R L D
КРИЗА И/ИЛИ НЕНАУЧЕНЕ ЛЕКЦИЈЕ? Ђорђе Попов	245	CRISIS OR AN (UN)LEARNED LESSON? Đorđe Popov
ПОРЕКЛО АКТУЕЛНЕ СВЕТСКЕ ЕКОНОМСКЕ КРИЗЕ Хасиба Хрустић	259	ROOTS OF THE CURRENT GLOBAL ECONOMIC CRISIS Hasiba Hrustić
КРИЗА И КОНВЕРГЕНЦИЈА Живота Ђорђевић	275	CRISIS AND CONVERGENCE Života Đorđević
ФИНАНСИЈАЛИЗАЦИЈА КАО УЗРОЧНИК И МУЛТИПЛИКАТОР КРИЗЕ Рајко Буквић и Часлав Оцић	277	ФИНАНСИЈАЛИЗАЦИЈА КАК ИСТОЧНИК И МУЛТИПЛИКАТОР КРИЗИСА Рајко Буквич и Часлав Оцић
НЕМОЋ МОНЕТАРНЕ ПОЛИТИКЕ У УСЛОВИМА СВЕТСКЕ ФИНАНСИЈСКЕ И ЕКОНОМСКЕ КРИЗЕ Ђорђе Ђукић	293	THE POWERLESSNESS OF MONETARY POLICY UNDER THE CONDITIONS OF THE GLOBAL FINANCIAL AND ECONOMIC CRISIS Đorđe Đukić
ГЕНЕЗА И ПОСЛЕДИЦЕ КРИЗЕ: ГЕОПОЛИТИЧКИ АСПЕКТ Драгомир Анђелковић	307	GENESIS AND CONSEQUENCES OF THE CRISIS: THE GEO-POLITICAL ASPECT Dragomir Anđelković
УЗРОЦИ ГЛОБАЛНЕ ЕКОНОМСКЕ КРИЗЕ И ЊЕНЕ ГЕОПОЛИТИЧКЕ ПОСЛЕДИЦЕ Горан Николић	327	CAUSES OF THE GLOBAL ECONOMIC CRISIS AND ITS GEOPOLITICAL CONSEQUENCES Goran Nikolić
Т Р А Н З И Ц И Ј А И С Р Б И Ј А		T R A N S I T I O N A N D S E R B I A
УЗРОЦИ ДУБОКЕ ЕКОНОМСКЕ КРИЗЕ У СРБИЈИ Млађен Ковачевић	339	CAUSES OF THE DEEP ECONOMIC CRISIS IN SERBIA Mladen Kovačević
ЕФЕКТИ КРИЗА У СРБИЈИ Снежана Грк	363	EFFECTS OF THE SERBIAN CRISIS Snežana Grk

СВЕТСКОСИСТЕМСКИ АСПЕКТИ КРИЗЕ И СРБИЈА Слободан Антонић	379	WORLD-SYSTEMIC ASPECTS OF THE GLOBAL CRISIS AND SERBIA Slobodan Antonić
АКТУЕЛНА СВЕТСКА ЕКОНОМСКА КРИЗА И ТРАНЗИЦИОНА РЕЦЕСИЈА: ИСКУСТВО СРБИЈЕ Властимир Вуковић	391	THE CURRENT GLOBAL ECONOMIC CRISIS AND THE TRANSITION RECESSION: SERBIA'S EXPERIENCE Vlastimir Vuković
ПОСЛЕДИЦЕ ПРОДАЈЕ ТЕЛЕКОМУНИКАЦИОНЕ ИНФРАСТРУКТУРЕ Александра Смиљанић	405	THE SALE OF THE SERBIAN TELECOMMUNICATIONS INFRASTRUCTURE Aleksandra Smiljanić
СРПСКО ДРУШТВО: КРИЗА, СУКОБИ, РАЗАРАЊЕ И ОПОРАВАК Милован М. Митровић	421	SERBIAN SOCIETY: CRISIS, CONFLICTS, DEVASTATION AND RECOVERY Milovan M. Mitrović
НЕДОСТАЦИ СИСТЕМА КАО ПРЕТЕЖНИ ИЗАЗИВАЧ ГЛОБАЛНЕ ЕКОНОМСКЕ КРИЗЕ (2007–2010) Маринко Бошњак	439	SYSTEMIC SHORTCOMINGS AS A PRIMARY CAUSE OF THE GLOBAL ECONOMIC CRISIS (2007–2010) Marinko Bošnjak
ПОСЛЕДИЦЕ ЗАКЉУЧИВАЊА СПОРАЗУМА О СТАБИЛИЗАЦИЈИ И ПРИДРУЖИВАЊУ СРБИЈЕ ЕУ Дејан Мировић	451	CONSEQUENCES OF THE STABILIZATION AND ASSOCIATION AGREEMENT BETWEEN SERBIA AND THE EU Dejan Mirović
ЕКОНОМСКА КРИЗА И ГЛОБАЛИЗАЦИЈСКИ РИЗИЦИ У БАНКАРСКОМ СЕКТОРУ СРБИЈЕ И РЕГИОНА Бранко Урошевић	459	ECONOMIC CRISIS AND GLOBALIZATION RISKS FACING THE BANKING SECTOR OF SERBIA AND THE REGION Branko Urošević
ЕКОНОМИКА ПОСТСОЦИЈАЛИСТИЧКОГ ЗДРАВСТВА Здравко Шолак	469	ECONOMICS OF POST-SOCIALIST HEALTH CARE SYSTEM Zdravko Šolak

ТЕШКА ЈЕ ПРАЗНА ТОРБА (УМЕСТО ПРЕДГОВОРА)

ЧАСЛАВ ОЦИЋ

ШТА ЈЕ КРИЗА?

Загорски сељак Мика Брезовачки 1931:

Каква је та година деветстотридесетпрва! [...]

Такве још није било! [...]

Госпон биљежник – ... – јели ви знате, кај је то криза? [...]

Криза – ... – то вам је, кад ја својег јунца десет пута терам на сејем, а немрем га продати! ... То се зове, бумо рекли, криза! То је моја криза, али то бу и опћинска криза, јер ја небум могел платити својих, бумо рекли, дажбаина! ...

Славко Колар, *Ми смо за љравицу*, Загреб 1936; приповетка „Криза“.

Мајко, зашто је хладно у нашој соби? – Јер нема угљена, сине. – А зашто нема угљена? – Јер тата нема посла. – А зашто тата нема посла? – Јер има превише угљена.

Иван Дончевић, *Људи из Шушњаре*, Загреб 1933.

Да ли простодушна народска (данас је у моди да се каже: популистичка) дефиниција кризе као економске микро-макро *инконируенције* (огромних социјалних, психолошким и моралних трошкова) коју загорски сељак Мика Б. предочава *Јосион биљежнику* 1931. (у јеку Велике кризе) има универзално значење? Које, дакле, важи и за СЕКУ 2008.

Да ли Мајчин опис *нарушавања равнотеже кайиџала и рада* које резултира кризом хиперпродукције представља опште – *џарадоксолошко* – објашњење феномена?

Да ли је криза циклички *џроцес* („логика историје“ *на делу*) или „линеарни“ „диктат“ (*џројекџ*), тј. историјски инжењеринг, „практични идеализам“ куденхоф-калергијевског типа у коме ће после сламања традиционалних друштава, у постхуманој будућности киборзи заменити Мику Брезовачког и Мајку.

Која је природа најновије глобалне кризе? Да ли је она традиционални конјунктурни феномен или специфична дотад незабележена (готово уникатна) структурна појава?

Да ли је у питању само максимална, али ипак људска, *ауга сафра фамес* (проклета пожуда за новцем) или много амбициозније претензије глобалних демијурга: стварање новог човека или – постчовека?

ТЕШКА ЈЕ ПРАЗНА ТОРБА

Та торба је рукопис зборника *Економска криза: порекло и исходи*. Последњих 6–7 година она је свом тежином притискала савест уредника овог зборника.

Почетком 2010. године у Кнез Михаиловој 35 – на иницијативу чланова Одбора за економске науке САНУ и чланова Друштва за привредну историју – др Смиљана Ђуровић, председница тог (тек основаног) Друштва, проф. др Благоје Бабић, Часлав Оцић, председник поменутог Одбора и научни саветник београдског Института за међународну политику и привреду, састали су се да усагласе нацрте образложења за разговора за округлим столом о светској економској кризи. Тада су не мали број економиста и већина политичара сматрали да је криза већ на издисају. Врло брзо, међутим, очекивања да ће та криза врло кратко трајати почела су да бледе: прва фаза оптимизма потопљена је таласом скепсе – криза се манифестовала као појава дугог трајања. Откуд сад тај (својеврсни) *neverendum*? На то су, поред осталог, требало да одговоре учесници расправе за округлим столом

на тему

ПОРЕКЛО И ИСХОД КРИЗА

Расправу је 20. априла 2010. године у САНУ организовао Одбор за економске науке САНУ у сарадњи с Друштвом за привредну историју у оквиру следећих тематских целина:

УВОДНА ИЗЛАГАЊА	СВЕТ
ИСТОРИЈСКИ ОСВРТ	КРИЗА, ТРАНЗИЦИЈА, СРБИЈА
ТЕОРИЈСКИ ОСВРТ	ЗАКЉУЧЦИ И ПРЕПОРУКЕ

После расправе учесници су имали на располагању месец дана да зголове саопштења за зборник радова који је требало да се појави под истим називом као и априлски скуп. У међувремену, Европска академија економских наука и Европски центар за мир и развој УН подстакнути динамичном и корисном априлском расправом у САНУ одлучили су да у октобру 2010. организују округли сто на тему

ЕКОНОМСКА КРИЗА И ЕВРОПСКА РЕШЕЊА?

као својеврсни продужетак и допуну априлског скупа одржаног под кровом САНУ. Овај скуп је требало да скрене пажњу на могућа европска решења глобалне економске кризе. Модератор априлског скупа је замољен да сачини тезе за разговор на овом скупу. Он је (инкорпоришући и тезе с априлског скупа, пре свега, онај део чији је аутор био Благоје Бабић) крајем априла 2010. то и учинио:

Тезе за разјавор на тему
ЕКОНОМСКА КРИЗА И ЕВРОПСКА РЕШЕЊА?

ПОРЕКЛО И ПРИРОДА КРИЗА

Феноменологија кризе/а
Друштвена и економска димензија
Природа економских поремећаја: рецесија, криза, депресија, ...
Криза хиперпродукције или криза хиперпотрошње?
Кризе тржишне привреде или кризе капитализма?
Универзалне карактеристике – макрорегионалне специфичности?
„Транзиција“ и криза

ПОГЛЕД УНАЗАД

Хронологија криза (привредне кризе у 19. веку; привредна криза 1920–1921. године, Велика економска криза 1929–1933. године; криза стагфлације 1970-их година; енергетска криза 1974; финансијска криза у САД 1987. године и њен одраз на светску привреду; привредна криза у Јапану 1990-их година и поуке за економску политику; Светска криза 2007/8–...): сличности и разлике у узроцима, последицама и антикризним мерама. Спонтани и „плански“ (?) карактер криза.
Могу ли се данас извући неке поуке из ранијих кризних догађања?

ОБЈАШЊЕЊА КРИЗА – РАЗУМЕВАЊЕ ДАНАШЊЕ
СВЕТСКЕ ЕКОНОМСКЕ КРИЗЕ

Теорије привредних циклуса (неокласична школа, кејнзовска школа, марксистичка школа, аустријска школа)
Кондратјевљева теорија дугих таласа
Геокономско виђење економске кризе

УПРАВЉАЊЕ КРИЗАМА

Мере текуће (националне или макрорегионалне) економске политике
Улога међународних финансијских институција и геокономских блокова у управљању кризом
Ривалство или сарадња: аутаркија или светска привреда?

ИСХОД(И) КРИЗА

Криза и промене економско-социјалне структуре становништва
Политичке (глобалне и макрорегионалне) импликације економске кризе
Криза и (не)дељивост безбедности
Криза и интеграциони процеси у Европи

ПОГЛЕД УНАПРЕД

Путеви и методи опоравка од кризе
 Временски хоризонт(и) опоравка: кратак, средњи и дуги рок (монетарна, фискална
 и развојна политика)
 Једно и јединствено глобално решење?
 Макрорегионална („блоковска“) комбинована решења?
 Субевропска и евроазијска решења
 Европска решења у поређењу с америчком антикризном политиком, руским
 антикризним програмом и кинеском стратегијом превазилажења кризе
 Могући (европски) сценарији изласка из кризе (Европа 2020)
 Институционалне реформе и излазак из кризе
 Социјални субјекти динамизације будућег привредног развоја – главни чиниоци
 изласка из кризе

С обзиром на то да се врло брзо показало да нема услова за организовање (међународног) октобарског скупа, модератор априлског скупа узео је слободу да свим учесницима тог скупа пошаље и тезе за планирани октобарски скуп, као својеврсни подсетник, али и путоказ, којим се унеколико проширују и разбоковравају првобитни оквири зборника зацртани горе наведеном шестоделном структуром априлског скупа. То је имало врло позитивно дејство тако да се до краја 2010. на столу уредника зборника нашло тридесетак – редигованих и рецензираних – квалитетних радова, спремних за прелом и штампу.

Тада нико није није могао ни да сања и да ће и зборник о кризи упасти у кризу – кризу објављивања. Покушало да завлада ледено доба постистине, па је и овај наш зборник био жртва замрзавања. Чекање на штампање зборника ипак се није претворило у *neverendum*, тако да су повољне климатске промене у 2018. створиле прилику да се овај сада већ времешни научноистраживачки подухват – издржавши на најбољи могући начин пробу времена – публиковањем приведе крају.

Насупрот томе, изгледа да су слаби изгледи да за нашег живота видимо крај светске економске кризе. Криза је фактички постала перманентно (у сваком случају хаотично) стање на које се треба привикавати. Како? Одговор на ова и друга бројна „кризолошка“ питања могао би да пружи скуп који Одбор за економске науке САНУ планира да организује 2019. године под насловом

СВЕТСКА ЕКОНОМСКА КРИЗА: 10 ГОДИНА ПОСЛЕ

Ово је први позив за учешће на том скупу.

НЕМОЋ МОНЕТАРНЕ ПОЛИТИКЕ У УСЛОВИМА СВЕТСКЕ ФИНАНСИЈСКЕ И ЕКОНОМСКЕ КРИЗЕ

ЂОРЂЕ ЂУКИЋ

Универзитет у Београду, Економски факултет, Београд, Србија
profjdjukic@gmail.com

САЖЕТАК. Спремност централних банака у развијеним индустријским земљама да у банкарски сектор, без ограничења, упумпају ликвидности колико треба, како би предупредиле слом финансијског система један је од облика државног интервенционизма у монетарно-кредитној сфери по избијању светске финансијске и економске кризе 2007–2010. Да би утицале на повећање агрегатне тражње и оживљавање привредне активности, неке од њих, попут Фед-а, не само да су водиле политику нултих каматних стопа, већ су масовно куповале хартије од вредности, чак и корпоративног сектора, што је било незамисливо пре кризе. Самим тим, мало шта је остало од оригиналне доктрине Веџота (Vagehot) која се односи на функцију централне банке као „зајмодавца у последњој истанци”. Уместо старања само о ликвидности, централне банке су преузеле функцију да брину о солвентности банкарског и укупног финансијског система. Импликације су далекосежне: прво, плаћање цене за лошу регулативу и доминацију неолибералног приступа у економији вишим стопама инфлације и вишим каматним стопама у будућности; друго, опасност да се прошири круг земаља које нису способне да сервисирају спољни дуг или су пред банкротством; треће, спорији излазак из кризе Србије и других земаља које су ван Европске уније, итд.

КЉУЧНЕ РЕЧИ: монетарна политика, немоћ, светска криза

Спремност централних банака у развијеним индустријским земљама да у банкарски сектор, без ограничења, упумпају ликвидности колико треба, како би предупредиле слом финансијског система један је од облика државног интервенционизма у монетарно-кредитној сфери по избијању светске финансијске и економске кризе 2007–2010. Мере антикризне експанзивне монетарне политике на сцени су у тим земљама од краја 2007. Попримиле су форму куповине од стране централних банака чак хартија од вредности чији су емитенти компаније, што је било незамисливо пре избијања светске финансијске кризе.

Жељени ефекти на плану смањења каматних стопа на тржиштима кредита и подстицања кредитне активности банака, међутим, изостали су. Узроке тога треба тражити у врло спором враћању поверења на међубанкарском тржишту новца које је доживело слом крајем 2008. али и атипичности актуелне светске финансијске кризе. Ово последње се огледа у настојању сектора предузећа да смањи степен задужености код банака, а сектора становништва не само да се не

задужује, већ да повећа штедњу због крајње неизвесне дужине и дубине кризе.

Овај рад је структурисан у три дела. У првом се разматра дубина светске финансијске кризе у светлу неспремности банака да позајмљују једна другој на међубанкарском тржишту новца. У другом делу се елаборира ограничено дејство експанзивне монетарне политике у развијеним индустријским земљама које се најбоље читује кроз задржавање изузетно високих стопа незапослености. У трећем делу се разматрају реперкусије експанзивне монетарне политике на будуће кретање каматних стопа на финансијским тржиштима у свету и у Србији.

НЕСПРЕМНОСТ БАНАКА ДА ПОЗАЈМЉУЈУ НА МЕЂУБАНКАРСКОМ ТРЖИШТУ НОВЦА КАО ИЗРАЗ ДУБИНЕ СВЕТСКЕ ФИНАНСИЈСКЕ КРИЗЕ

Светска финансијска криза је започела сломом тржишта хипотекарних кредита у САД-у августа 2007¹. Кулминирала је у четвртом кварталу 2008. када су банке на међубанкарском тржишту новца, практично, престале да дају позајмице једна другој. Већ у децембру 2007. уследиле су акције централних банака у САД-у и другим развијеним индустријским земљама на плану упумпавања ликвидности у банкарски сектор у циљу смањивања цене кредита за компаније и грађане. Средином децембра 2008, као одговор на све дубљу економску кризу, европски лидери су подржали пакет економских мера вредан 200 милијарди евра који је чинио 1,5% БДП-а 27 земаља, чланица ЕУ. Циљ је био да се понуди више новца банкама како би оне понудиле више кредита компанијама [European Commission 2008]. Мере су биле директно повезане с обуздавањем једног од индикатора дубине светске финансијске кризе – неспремности банака да позајмљују на међубанкарском тржишту новца, што имплицира давање позајмица с високом ризичном премијом због кредитног ризика.

У таквој ситуацији велики број истраживача усредсредило се на испитивање понашања краткорочних каматних стопа на тржишту новца, као и на неосетљивост тих каматних стопа на предузете мере централних банака у виду континуираног пада кључних каматних стопа. Дрasticан скок каматних стопа на краткорочне позајмице међу банкама имплицира да су Либор, Еурибор с дужим роковима доспећа, као и кључне каматне стопе централних банака постале готово ирелевантне у процесу доношења одлука банака везаних за управљање ликвидношћу. То није био случај пре избијања светске финансијске кризе 2007–2010. Након избијања те кризе као индикатори дубине поремећаја на тржиштима новца у први план избијају три параметра:

ТЕД растојање (TED Spread) тј. разлика између: 1. каматне стопе на записе Трезора САД-а, с роком доспећа од три месеца (који се третирају као неризични) и 2. ЛИБОР-а на три месеца;

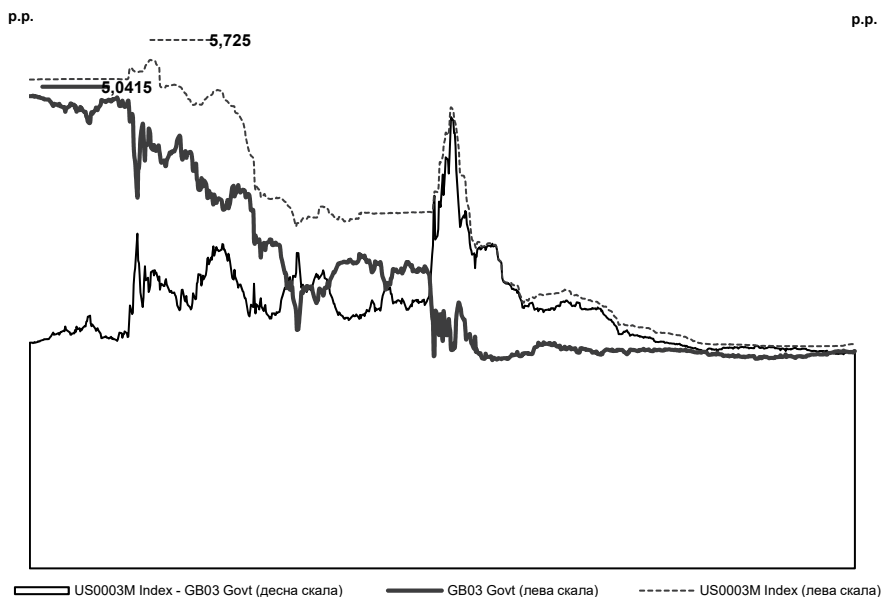
¹ Детаљну хронологију догађаја на финансијским тржиштима након избијања светске финансијске кризе види у раду [Ђукић и др. 2009: 491–493].

ЛИБОР-ОИС растојање (LIBOR-OIS Spread) тј. разлика између: 1. ЛИБОР-а на три месеца за САД доларе и 2. стопе за овернајт индексирани своп (overnight indexed swap) – споразум о каматном свопу у коме се фиксна стопа замењује за претходно утврђен објављен индекс дневне референтне каматне стопе за договорени период (ОИС); и

ЕУРИБОР-ОИС растојање (EURIBOR-OIS Spread) тј. разлика између: 1. ЕУРИБОР-а на три месеца и 2. стопе за овернајт индексирани своп – споразум о каматном свопу у коме се фиксна стопа замењује за претходно утврђен објављен индекс дневне референтне каматне стопе за договорени период (ОИС).

ТЕД растојање као мера кредитног ризика за међубанкарске позајмице је достигло рекордне нивое крајем септембра 2008. (види графикон 1). Пре избијања кризе у САД ТЕД растојање је флукутирало унутар зоне 10–50 базних поена. Више растојање указује да банке третирају једна другу као ризичнију супротну страну у послу. Растуће ТЕД растојање често указује на пад цена акција с обзиром да се ликвидност повлачи с тржишта. Када се ово десило у четвртном кварталу 2008. приноси на записе трезора у САД су се стропоштали на ниску вредност – од 0,29%, с обзиром на тежњу инвеститора да улажу у сигурне инструменте, а ЛИБОР на три месеца је скочио на 4,82%. То је довело до тога да ТЕД растојање 10. октобра 2008. достигне рекордну вредност од 463,61 базна поена. То је био знак да су тржишта била усред најгоре финансијске кризе после Другог светског рата.

Графикон 1. 3М ТЕД РАСТОЈАЊЕ У ПЕРИОДУ 30. МАРТ 2007 – 31. МАРТ 2010. ГОДИНЕ



Извор: Bloomberg.com, 14. април 2010.

Након усвајања пакета мера за спасавање финансијског сектора од стране америчког Конгреса ТЕД растојање је почело да се смањује: почетком марта 2009. вредност ТЕД растојања је износила близу 110 поена, што указује на опадајућу тенденцију у односу на вредност забележену годину дана раније. То је повезано с објављеном намером FOMC-а (Federal Open Market Committee), у јануару 2009, да ће Фед (Fed) осим куповине дугова агенција и хартија од вредности емитованих на подлози хипотекарних кредита бити спреман да купује хартије од вредности Министарства финансија с дужим роковима доспећа. Ово уколико би настале околности указивале да би такве трансакције биле нарочито ефикасне у побољшању услова на приватним кредитним тржиштима [Board of Governors of Federal Reserve System 2009: 36]. Током другог квартала 2009. настављена је тенденција пада ТЕД растојања, тако да је на крају јуна забележена вредност од 41,75 базних поена, што је слично нивоу почетком августа 2007, у предвечерје финансијске кризе. У првом кварталу 2010. оно је достигло најнижу вредност од 9,55 базних поена.

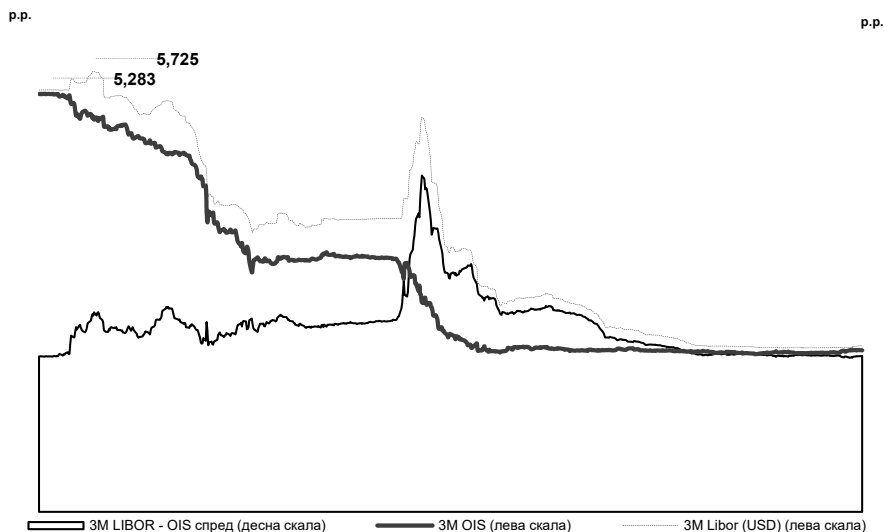
Други, комплементарни индикатор стресности тржиште новца је ЛИБОР-ОИС растојање. Банка која уђе у ОИС прихвата да прима камату на износ главнице по фиксној стопи (ОИС стопи), и то у замену за плаћање супротној страни у послу камате по стопи која је одређена флукутирајућом референтном каматном стопом (примера ради, у САД по ефективној стопи федералних фондова – federal funds rate)². Практично, банка тиме излаже себе будућим флукуацијама референтне каматне стопе.

Више ЛИБОР-ОИС растојање изражава опадајућу спремност банака које су главни актери на тржишту новца да позајмљују средства. Такође, то указује да кредитна тржишта не функционишу несметано, што је знак потенцијалне привредне контракције. Нижи ниво ЛИБОР-ОИС растојања указује на виши ниво ликвидности на тржишту новца, али и на то да кредитна тржишта функционишу несметано, што је знак потенцијалне економске експанзије. То растојање се третира као индикатор перцепције банака о кредитној способности других финансијских институција и генералне расположивости средстава за сврхе позајмљивања.

Пре избијања светске финансијске кризе ЛИБОР-ОИС растојање се кретало око историјске вредности од 10 базних поена. Толико је износило у августу 2007. када је наступио слом тржишта другоразредних хипотекарних кредита у САД-у. Међутим, у време када је та криза била најинтензивнија тј. октобра 2008. достигло је рекордну вредност од 364 поена. Од тада бележи тенденцију осетног смањења, уз настране дневне осцилације. Почетком марта 2009. ЛИБОР-ОИС растојање је поново износило преко 100 базних поена. Дакле, тржиште новца у САД је било у стању акутног стреса, упркос томе што је законски санкционисан пакет стимулативних мера од 787 милијарди САД долара.

2 Пример: банка која је узајмила средства по стопи на тромесечни ЛИБОР од 1,90% и ушла у своп аранжман да прима камату по ОИС стопи од 1,80% има трошак позајмљивања једнак ефективној референтној каматној стопи централне банке плус 10 базних поена.

Графикон 2. 3М LIBOR-OIS СПРЕД У PERIODU 1. АВГУСТ 2007 – 31. МАРТ 2010. ГОДИНЕ

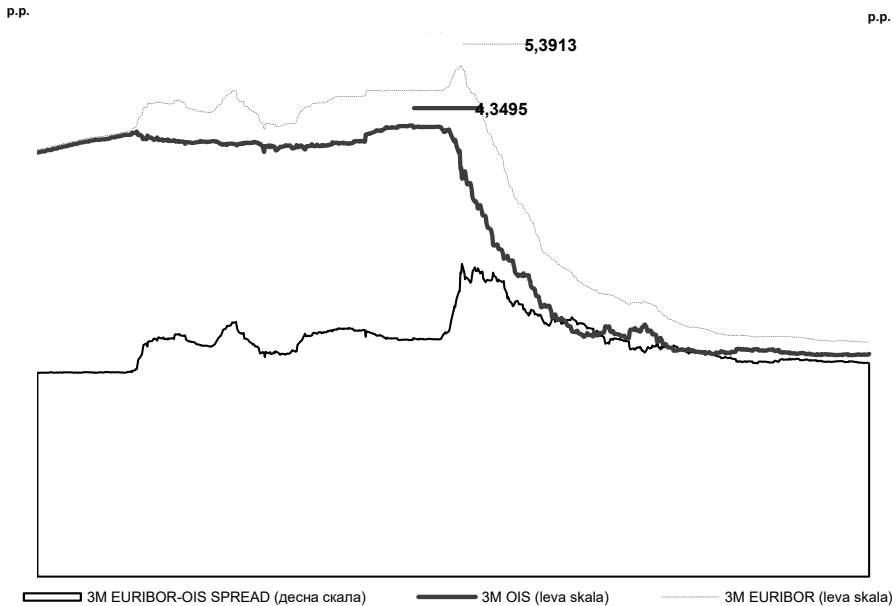


Извор: Bloomberg.com, 14. април 2010.

Током другог квартала 2009. ЛИБОР-ОИС растојање бележи снажан опадајући тренд. Крајем јуна 2009. његова вредност је била 37,60 базних поена, што указује да су мере које је предузео Фед и Министарство финансија резултирале у делимичном враћању поверења на тржишту новца. На другој страни, вредност ЛИБОР-ОИС растојања и је даље била висока у поређењу с историјски ниском вредношћу од 10 базних поена. Услед тога, тензије на међубанкарском тржишту новца код неосигураних позајмица су биле још увек високе у поређењу с периодом пре избијања финансијске кризе у САД. Међутим, у другој половини 2009. и првом кварталу 2010. ЛИБОР-ОИС растојање бележи тенденцију пада. На дан 15. март 2010. износио је свега шест базних поена. У којој мери ће то бити само привремено ниска вредност зависиће преваходно од ширења неповољних вести на финансијским тржиштима које се односе на проблеме у сервисирању спољних дугова Грчке, Португалије, Италије, Шпаније, Ирске и Велике Британије.

У евро зони слично понашање је испољило растојање на међубанкарском тржишту новца с роком доспећа од три месеца – ЕУРИБОР-ОИС растојање након септембра 2008. Пре појаве финансијске кризе вредност тог растојања је износила приближно три до пет поена. Релативна стабилност овог индикатора је одражавала чињеницу да су ликвидна средства несметано циркулисала између зајмотражиоца и зајмодавца, те да су учесници на тржишту новца опажали да је вероватноћа неизмиривања обавеза по узетим зајмовима на тржишту новца ниска. Међутим, након августа 2007. ЕУРИБОР-ОИС растојање је нагло повећано и остало је високо до средине септембра 2008. Тенденцију пада бележи

Графикон 3 3М EURIBOR-OIS СПРЕД У ПЕРИОДУ 30. МАРТ 2007 – 31. МАРТ 2010. ГОДИНЕ



Извор: Bloomberg.com, 14. април 2010.

током 2009. и у првом кварталу 2010. Међутим, његова вредност од 20 базних поена забележена крајем марта 2010. много је виша у односу на период пре избијања кризе. Очигледно, враћање поверења на међубанкарском тржишту новца у евро зони представља мукотрпан процес. Након избијања дужничке кризе у Грчкој мали су изгледи да ће се то поверење повратити у блиској будућности.

ЕУРИБОР-ОИС растојање је крајем септембра 2008. знатно повећано, на до тада невиђен ниво. Рекордну вредност од 194 базна поена достигло је 10. октобра. Од друге декаде октобра 2008. до краја јуна 2009. ЕУРИБОР-ОИС растојање бележи опадајући тренд, уз неколико краткотрајних дневних шокова. Последњег дана јуна 2009. вредност тог растојања је смањена на 50 базних поена, што је десетоструко више у поређењу с највећом вредношћу зоне флукуације пре избијања кризе. То показује да се поверење на међубанкарском тржишту за неосигуране краткорочне позајмице у евро зони споро враћало, упркос континуираном убризгавању ликвидности у банкарски сектор од стране ЕЦБ-а (ЕСВ), те њеној политици учесталог смањења референтне каматне стопе.

На другој страни драстичан скок ЕУРИБОР-а на један, три и шет месеци који је наступио крајем септембра и почетком октобра 2008, упркос смањењу референтне каматне стопе ЕЦБ-а, показатељ је одсуства поверења на међубанкарском тржишту новца у евро зони. ЕУРИБОР на 6 месеци (ЕУРИБОР-6м) који се користи за израчунавање каматне стопе код хипотекарних зајмова достигао

је 10. октобра 2008. рекордни ниво од 5,4%, упркос смањењу кључне каматне стопе ЕЦБ-а на 3,75% два дан раније. Значајан пад ЕУРИБОР-6м наступио је тек након што је неколико земаља, чланица ЕУ објавило да ће гарантовати позајмице међу банкама. Учестало смањивање референтне каматне стопе ЕЦБ-а, до нивоа од 1% (у мају 2009) резултирало је у брзом смањивању ЕУРИБОР-6м на 1,84% почетком марта и 1,31% на крају јуна 2009 [Ђукић 2010: 148]. У првом кварталу 2010. та стопа је била испод 1%.

ОГРАНИЧЕНО ДЕЈСТВО ЕКСПАНЗИВНЕ МОНЕТАРНЕ ПОЛИТИКЕ У РАЗВИЈЕНИМ ИНДУСТРИЈСКИМ ЗЕМЉАМА

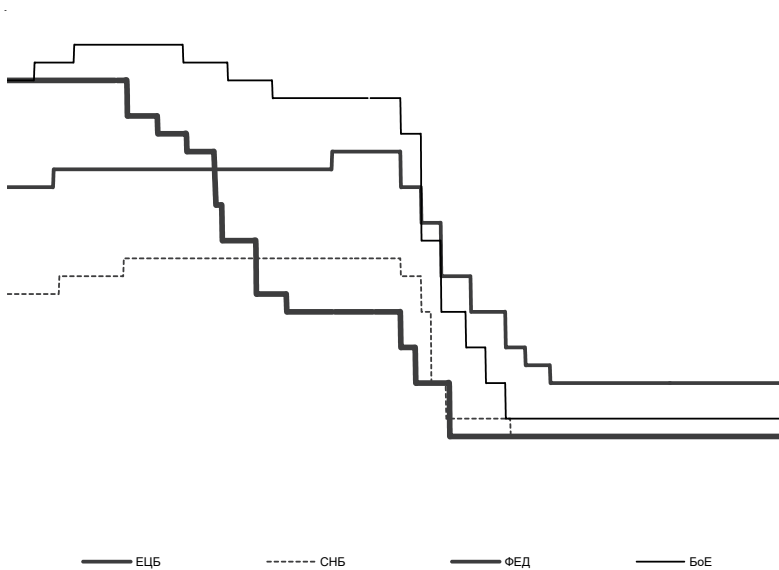
На графикону 4 је приказано кретање референтних каматних стопа централних банака у САД, евро зони, Великој Британији и Швајцарској, у периоду 30. март 2007 – 31. март 2010. Пошто је исцрпео дејство каматне стопе као конвенционалног инструмента монетарне политике, Фед је задржао до краја јуна 2009. непромењену циљану стопу федералних фондова од 0–0,25% и прибегло једино могућем решењу – наставку коришћења неконвенционалних мера монетарне политике (quantitative easing, што је еуфемизам за емитовање новца), како би подстакло кредитну активност банака и тиме стимулисао привредни раст у другој половини 2009. Одбор гувернера Фед-а одлучио је крајем јуна да продужи важење бројних погодности до почетка 2010. што је значило задржавање права штампања новца у циљу куповине додатног квантума хартија од вредности [Federal Reserve System 2009: 1].

Док је Фед агресивним смањивањем кључне каматне стопе на нулти ниво у децембру 2008. лишио себе могућности да политиком каматне стопе убрза излазак из кризе у току 2009. кроз смањивање трошкова задуживања по основу кредита, докле то није случај с ЕЦБ. Она је имала на располагању опцију да смањи каматну стопу на главне операције рефинансирања за 50 базних поена, на 1% и да смањи маргину коридора код погодности депоновања средстава за 50 базних поена, на 0,5% – као Bank of England и нешто изнад Фед-а и Швајцарске националне банке (0,25%). Током првог квартала 2010. ЕЦБ није мењала каматне стопе нити је најављивала такву меру у блиској будућности.

Банке у евро зони су, упркос смањеним пласманима предузећима и становништву, у току 2009. године много мање смањиле каматне стопе на кредите, него што би могло да проистекне из интензитета смањења референтне каматне стопе ЕЦБ-а и ЕУРИБОР-а. Инерција у прилагођавању каматних стопа на банкарске кредите у евро зони је очигледна.

Прво, у целини гледано, од октобра 2008. до априла 2009. ЕУРИБОР-3м је смањен за 370 индексних поена, док је просечни номинални трошак екстерног финансирања преко банака смањен за само нешто више од 140 базних поена. Зарачунавана је већа ризична премија код кредита, јер је тржиште новца било још увек под стресом, а неизвесност око брзине опоравка привреда земаља чланица евро зоне висока (у смислу облика путање који ће попримити – *V versus W*).

Графикон 4 КРЕТАЊЕ РЕФЕРЕНТНИХ КАМАТНИХ СТОПА КЉУЧНИХ ЦЕНТРАЛНИХ
БАНАКА У ПЕРИОДУ 30. МАРТ 2007 – 31. МАРТ 2010. ГОДИНЕ



Извор: Bloomberg.com, 14. април 2010.

Друго, у наведеном периоду, нарочито од новембра 2008, активне каматне стопе банака у евро зони брзо су смањиване. Али, треба истаћи присуство асиметрије у реаговању банака према клијентима. Најбрже су се смањивале код понуђених кредита великим клијентима из корпоративног сектора, а најспорије код понуђених кредита становништву. Код великих кредита нефинансијским корпорацијама с роком доспећа краћим од 12 месеци каматна стопа је смањена за 270 базних поена, док је код одговарајућих дугорочних кредита смањена за око 100 базних поена. Код кредита становништву за куповину кућа с флукутирајућом каматном стопом и иницијалним периодом за фиксирање каматне стопе до 12 месеци, каматна стопа је смањена за 246 базних поена [European Central Bank 2009: 32]. На страну то што је ЕЦБ континуирано покушавала да банке „натера” да огромне вишкове ликвидности усмере у повећање кредита. Упркос драстичном смањењу каматне стопе на депонована средства банака код ЕЦБ – с 3,25% колико је износила средином октобра 2008. на свега 0,25% у априлу 2009. (колико износи и данас) очекивани ефект је изостао. Банке даље држе кумулиране огромне вишкове ликвидности код ЕЦБ-а.

С обзиром на то да примењене мере нису дале пожељне ефекте на плану повећања међубанкарских позајмица, у 2009. је усвојен нови скуп мера међу којима су неконвенционалне мере. Почетком марта ЕЦБ је објавила да ће наставити да примењује тендерску процедуру с фиксном каматном стопом са 100%

извршења код њених операција рефинансирања колико год је потребно и након 2009. [European Central Bank 2009: 69]. Дакле потпуна отвореност ЕЦБ-а за даље упумпавање ликвидности у банкарски сектор је била очигледна. Почетком маја ЕЦБ објавила је три нове мере:

- увођење операција рефинансирања за обезбеђење ликвидности, с роком доспећа од 12 месеци;
- куповину покривених обвезница (covered bonds) номинираних у еврима и емитованих у евро зони;
- давање Европској инвестиционој банци статуса супротне стране у послу у операцијама монетарне политике Евросистема.

Зашто је регистрован рекордни пад друге референтне каматне стопе на тржишту новца у евро зони – EONIA (Euro Overnight Index Average) крајем јуна 2009?

Салдирање на дан 25. јун 2009. је значило плаћање од стране ЕЦБ-а у корист рачуна банака, засновано на аукцији која је обављена дан раније, када је одобрено 442 милијарде евра на првој аукцији зајма с роком доспећа од 12 месеци. Тог дана EONIA је смањена за 95,45 базних поена – с 1,386% (24. јуна) на 0,432%. Након 25. јуна настављен је опадајући тренд EONIA-е.

Наведени износ је највеће убризгавање ликвидности на тржишту новца у евро зони од њеног настанка. Том мером ЕЦБ је фактички признала неефикасност предузетих мера у претходном периоду за деблокирање позајмљивања од стране банака. Износ од 442 милијарде евра, у форми зајма на рок доспећа од 12 месеци, на који се зарачунава камата по важећој референтној каматној стопи од 1%, усмерен је на 1.121 банку, са циљем да се олакша приступ приватног сектора кредитима. Крајем јуна 2009. ЕЦБ је објавила две мере.

Прво, нову неконвенционалну меру – програм куповине покривених обвезница у износу од 60 милијарди евра, с трајањем од јула 2009. па до средине 2010. Реч је о обвезницама емитованим од стране кредитора, а подржаних с пулом актива као што су хипотекарни кредити или кредити дати јавном сектору који остају у билансу банака.

Друго, ЕЦБ је уврстила у календар још две аукције за зајмове с роком доспећа од 12 месеци – у септембру и децембру 2009.

Одлука ЕЦБ-а да почне да купује покривене обвезнице представља доказ одступања од оригиналне функције „зајмодавца у последњој истанци” према банкарском сектору, у смислу одобравања позајмица банкама по казненој каматној стопи на подлози добре залог.

Додатна неизвесност на финансијском тржишту евро зоне, с негативним реперкусијама по евро проистекла је из спекулације да би ЕЦБ могла да одступи од принципа по коме не може куповати државне обвезнице непосредно од њихових емитената. Спекулације су настале након изјава председника Управног савета ЕЦБ-а, Тришеа (Trichet), дате почетком маја 2010. из које се наслућује да такво решење није искључено, све у функцији спречавања банкротства Грчке и других земаља ЕУ које не могу уредно да сервисирају своје дугове [Atkins 2010].

РЕПЕРКУСИЈЕ НА БУДУЋЕ КРЕТАЊЕ КАМАТНИХ СТОПА НА ФИНАНСИЈСКИМ ТРЖИШТИМА У СВЕТУ И У СРБИЈИ

Експанзивна монетарна политика коју спроводе најразвијеније индустријске земље у циљу превазилажења садашње економске кризе неминовно ће, на средњи и дуги рок, продуковати инфлаторне притиске и скок каматних стопа на светском тржишту новца и капитала. Фактички, то ће бити цена за неуспешно обављени задатак од стране централних банака у тим земљама на плану одржавања финансијске стабилности [Goodhart 2009: 34-37]. Да би финансирале буџетске дефиците и сервисирале обавезе по унутрашњим и спољним дуговима владе развијених индустријски земаља ће морати да емитују све више дужничких хартија од вредности. Пројектовано повећање износа емитованог дуга држава у свету у 2010. процењује се на 4,5 билиона САД долара, што је у случају индустријски развијених земаља (које учествују у том износу с 81%) троструко више у односу на петогодишњи просек [Global Europe Anticipation 2010: 2]. То ће, по себи, продуковати скок каматних стопа и отежане услове за нова задуживања презадужених држава на домаћем и иностраним тржиштима. Полазећи од тога да је око 24% спољног јавног дуга Србије закључено по флукутирајућим каматним стопама, терет сервисирања тог дуга ће се нагло повећати у будућности.

С обзиром на чињеницу да је Народна банка Србије (НБС) почев од другог квартала 2009. прибегла брзом смањивању референтне каматне стопе – са 16,50% у марту 2009. на 9,0% у марту 2010, све у циљу подстицања кредитне активности банака и стимулисања тражње, поставља се питање какве су реперкусије ове политике на дужи рок. Врло вероватан сценарио, у блиској будућности, јесте да ће НБС морати да прибегне обрнутом процесу – наглom повећавању референтне каматне стопе. Ово посебно због негативних последица претходно вођене монетарне политике на плану притисака на девизно тржиште и пад вредности динара. Искуства у свету показују да је нагло, скоковито повећање референтне каматне стопе централне банке најгоре решење јер по себи сигнализира лошу координацију мера монетарне и фискалне политике у прошлости и неповерење тржишних учесника. Алтернатива за НБС је брзо трошење девизних резерви, што је најлошије решење респектујући чињеницу да земља обезбеђује прилив девиза не извозом роба и услуга, већ приходима из приватизације, мењачким пословима и задуживањем у иностранству.

Изгледни да се ситуација у наредне две–три године поправи у корист Србије су врло мали, не само зато што је увозна тражња у свету смањена због светске економске кризе, већ и због чињенице да предузећа из Србије нису способна да понуде велике количине квалитетних производа и услуга страним купцима у ЕУ и шире. Задуживати се у иностранству да би се једног дана девизне резерве потрошиле на интервенције на девизном тржишту значи оптерећивање будућих генерација без остављања производног потенцијала који гарантује одрживост спољног дуга. Стопа раста реалног БДП-а треба да буде бар на нивоу од 3,2–3,5% да би се несметано сервисирале само камате по кредитима који се користе код међународних финансијских институција и других кредитора. Сва-

како, битан је раст који генерише извоз и прилив девиза, а не раст проистекао из домаће потрошње и обима регистрованих услуга у Србији које су потпуно ирелевантне за капацитете националне привреде да сервисира камате и главницу код спољног дуга. У том смислу важећи коцепт БДП-а је постао анахрон, што је недавно потенцирао и Стиглиц [Stiglitz 2009: 1].

Табела 1 СПОЉНИ ДУГ РЕПУБЛИКЕ СРБИЈЕ ПРЕМА ДУЖНИЦИМА И УЧЕШЋЕ У БДП-У

млрд EUR	2000.	2001.	2002.	2003.	2004.	2005.	2006.	2007.	2008.	2009.	Феб. 2010.
Јавни сектор	9,471	10,257	8,442	8,351	7,112	7,714	6,420	6,130	6,387	7,231	7,530
Приватни сектор	2,188	2,352	2,326	2,506	3,242	5,350	8,464	11,659	15,414	5,556	5,410
Банке	0,804	0,686	0,641	0,721	1,131	2,184	3,871	3,965	3,906	4,685	4,803
Предузећа	1,384	1,667	1,684	1,785	2,111	3,166	4,593	7,694	11,508	10,871	10,607
Укупан спољни дуг	11,7	12,6	10,8	10,9	10,4	13,1	14,9	17,8	21,8	22,8	22,9
БДП (млрд EUR)	7,705	12,821	16,028	17,306	19,026	20,306	23,305	28,785	33,418	30,385	30,385
Учешће у БДП-у (у %)	151,3	98,3	67,2	62,7	54,4	64,3	63,9	61,8	65,2	75,0	75,5
Јавни	81,2	81,3	78,4	76,9	68,7	59,0	43,1	34,5	29,3	31,7	32,8
Приватни	18,8	18,7	21,6	23,1	31,3	41,0	56,9	65,5	70,7	68,3	67,2
	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100
Извоз и увоз	2,23	2,69	3,13	3,85	4,48	5,33	6,95	8,69	0,16	8,48	
Спољни дуг/ извоз и увоз	522,6	468,2	344,6	282,2	231,4	245,1	214,2	204,8	214,6	268,8	

Извор: Народна банка Србије, Статистички билтен, март 2010, www.nbs.rs, стр. 76.

Напомена: Прорачуни о учешћу извршени на основу статистичких података презентованих на сајту НБС, маја 2010.

Као што се види из табеле 1, удео спољног дуга Србије у БДП-у нагло је повећано у кризној 2009. у односу на претходну годину тј. за приближно 10 процентних поена – са 65,2 на 75,0%. У фебруару 2010. у односу на децембар 2009. то учешће је повећано – на 75,5%. Услед тога привреда Србије постаје више рањива на промене девизног курса. Већа депресијација динара би довела

у питање способност многих предузећа да сервисирају своје дугове. Званичници владе у јавности често наводе да је учешће јавног дуга у БДП-у мало (31,7% крајем 2009). То ствара нереалну слику и илузију, као да до великих поремећаја у функционисању домаћег финансијског система не може доћи због неспособности приватног сектора да сервисира дуг према иностранству. То ће наступити у случају веће депрецијације динара. Осим тога, спољни дуг јавног сектора расте брзим темпом. Његово учешће у БДП-у повећано је крајем 2009. у односу на претходну годину за 2,4 процентна поена, а само у фебруару 2010. у односу на крај 2009. за 1,1 процентни поен.

Имајући у виду напред изнете неповољне тенденције сматрам да би парламент, на инсистирање председника Републике Србије код коалиционих партнера у власти, требало по хитном поступку да усвоји закон којим се лимитира даље задуживање јавног сектора у иностранству. Кључни критеријум би био задржавање постојећег учешћа спољног дуга у БДП-у, све док земља не изађе из кризе. У прилог томе иду недавно објављене мериторне процене да ће, у периоду 2009–2011. Србија забележити пад реалног БДП-а по просечној пондерисаној годишњој стопи од 0,8%, те да се у 2010. очекује нулта стопа раста реалног БДП-а [Goldman Sachs 2010: 4]. Ово насупрот оптимистичној оцени владе и ММФ-а да ће Србија у 2010. остварити раст БДП-а од 2% и нешто мање оптимистичној процени НБС о расту БДП-а од 1,5% [НБС 2010: 7].

Рачун за нереалне процене о расту реалног БДП-а ће стићи крајем 2010. када се буде констатовало да је удео буџетског дефицита и дефицита платног биланса у БДП-у много већи од пројектованог, те да су се многи инвеститори повукли из Србије, управо због одсуства њихове вере да ће влада бити спремна и способна да замрзне пензије и плате у јаном сектору, заведе ригорозну финансијску дисциплину која подразумева да држава прва измири све доспеле динарске обавезе према повериоцима, итд.

ЦИТИРАНА ЛИТЕРАТУРА

- Ђукић, Ђорђе (2010). *Централна банка и финансијски систем*, 3. изд. Чачак: Литопапир, Глава 8: Понашање каматних стопа у условима глобалне финансијске кризе.
- Ђукић, Ђорђе; Малиша Ђукић. *The Global Financial Crisis and the Behavior of Short-Term interest Rates*, *Rapoeconoticus* 4, 2009.
- Народна банка Србије, *Извештај о инфлацији*, мај 2010.
- Atkins, Ralph. ECB extends financial lifeline to Greece, *Financial times*, May 3, 2010, www.ft.com, 7. 5. 2010.
- Board of Governors of the Federal Reserve System, Monetary Policy Report to the Congress, February 24, 2009.
- European Central Bank. *Monthly Bulletin*, July, 2009.
- European Commission. Presidency conclusions, Council of the European Union, 17271/08, Brussels, 2 December, 2008, www.ec.europa.eu, 24. 4. 2009.

- Federal Reserve System. Press Release, June 25, 2009, www.federalreserve.gov. 22. 2. 2010.
- Global Europe Anticipation. *Bulletin* N° 44, April 16, 2010, www.leap2020.eu, 28. 4. 2010.
- Goodhart, Charles A. E. *The Regulatory Response to the Financial Crisis*, Edward Elgar, Cheltenham, UK, 2009.
- Goldman Sachs. *Global Economics Weekly*, Issue No: 10/12, March 2, 2010, <https://360.gs.com>, 16. 3. 2010.
- Stiglitz, Joseph. GDP Obscured the Oncoming Crisis, *Today in Finance*, September, 2009, www.community.dynamics.com, 30. 4. 2010.

THE POWERLESSNESS OF MONETARY POLICY UNDER THE CONDITIONS OF THE
GLOBAL FINANCIAL AND ECONOMIC CRISIS

DJORDJE DJUKIĆ

University of Belgrade, Faculty of Economics, Belgrade, Serbia
profddjukic@gmail.com

SUMMARY: One of the forms of state interventions in the monetary-credit sphere after the breakout of the global financial and economic crisis in 2007–2010, has been the readiness of central banks in developed countries to boost the banking sector with as much liquidity as necessary in order to forestall a collapse of the financial system. To influence aggregate demand and the reanimation of economic activity, some like the FED did not only apply a zero interest rates policy but also massively bought securities, even of the corporate sector, which had been unimaginable before the crisis. As a result, little is left of the original Bagehot's doctrine related to the function of the central bank as a "lender of last resort". Instead of taking care of liquidity only, central banks assumed the role of dealing with the solvency of the banking and the entire financial system. The implications are far-reaching: first, paying the price for bad regulation and domination of the neoliberal approach in economics with higher inflation rates and higher interest rates in the future; second, the danger of an increasing number of countries unable to service their external debt or on the verge of bankruptcy; third, a slower overcoming of the crisis in Serbia and other non-EU countries; etc.

KEY WORDS: monetary policy, powerlessness, global crisis