

Драгана Башић

Економски факултет,
Универзитет у Бањој Луци,
БиХ

✉ dragana.basic@efbl.org

УЗРОЧНО - ПОСЉЕДИЧНА ПОВЕЗАНОСТ ПОЈАВЕ ФИНАНСИЈСКИХ КРИЗА И МАКРОЕКОНОМСКИХ ФАКТОРА ОКРУЖЕЊА

CAUSAL-CONSEQUENTIAL RELATIONSHIP OF THE FINANCIAL CRISIS AND APPEARANCE OF MACROECONOMIC ENVIRONMENT FACTORS

Кризe почињу у фази највеће еуфорије, а узлети у најдубљој депресији.

Max Otte

Резиме: Финансијска криза се манифестује континуираним процесом општег и драстичног пада тржишних цијена финансијских инструмената на одређеном тржишту због повећања понуде у односу на њихову тражњу у дужем временском периоду, праћеног општом привредном кризом у једној економији. Стање финансијске кризе неминовно доводи до пада привредних активности, односно смањења производње роба и услуга и њихове понуде на тржишту, што при непромијењеној тражњи прати раст инфлације, повећање незапослености и смањење досадашње вриједности новца, односно пад курса домаће валуте у односу на страну. Историјски аспект посматрања досадашњих финансијских криза издваја неколико њихових темељних, заједничких особина. Негативна тржишна осцилација која се може окарактерисати као финансијска криза је она која је системског карактера, односно која захвата већи дио финансијског тржишта и његове структуре (учесника, инструмената, финансијских система). Затим, сваку финансијску кризу карактерише њена дуготрајност и цикличност, односно манифестација у дужем временском периоду, с обзиром да се краткотрајни поремећаји не могу назвати кризом, са различитом флукуацијом и интензитетом у неколико својеврсних циклуса. У теорији и пракси као кључни узроци финансијских криза су истичу узроци економског карактера, јер се сматра да неекономски узроци нису трајнијег карактера, односно брзо дођу и брзо прођу. Немајући ефекат, односно посљедица, финансијске кризе су готово увијек одређене иновације испољене било у виду новог производа, процеса или појавом новог тржишта, а по одређеним мишљењима, оне су често и њихов

кључни узрок. Међутим, да ли наведено карактерише и финансијске кризе постмодерног доба? Овај рад истражује узрочно-посљедичне везе настанка и развоја економских, односно финансијских криза и макроекономских фактора окружења, као што су економски циклуси, енергетски фактор и фактори политичког и економског окружења нације и њихов утицај на поремећаје у свјетској економији.

Кључне ријечи: финансијска криза, привредни циклуси, развојни тренд привреде, енергетска криза, нови финансијски поредак, доларска алхемија.

JEL класификација: G01, E40

Summary: The financial crisis is manifested by the continuous process of general and drastic fall in market prices of financial instruments in a particular market because of increased supply in relation to their demand for a longer period of time, followed by a general economic crisis in an economy. The state of the financial crisis will inevitably lead to a drop in economic activity, reduced production of goods and services and their supply in the market, and with unchanged demand, this is followed by the rise of inflation, increasing unemployment and reducing the existing money value, namely, the falling rate of the domestic relative to the foreign currency. Historical aspect of observations of previous financial crises puts forward some of their basic, common characteristics. The negative market fluctuation that can be characterized as the financial crisis is one that is of system character, encompassing the major part of the financial market and its structure (the participants, instruments, financial systems). In addition, each financial crisis is characterized by its longevity and cycles or events in a long time

since the short-term disturbances cannot be called a crisis, with varying fluctuation and intensity in a few specific cycles. In theory and practice, the causes of economic character are indicated as the key causes for financial crisis, because it is considered that non-economic reasons do not have lasting character, as they quickly come and quickly go. Inevitable effects and consequences of financial crisis are almost always certain innovations manifested in the form of new products, processes or the emerging of new markets, and according to some opinions, they are often their key causes. However, does the above mentioned also

characterize the financial crisis of a postmodern era? This paper explores the causal link between appearance and development of economic or financial crises and macroeconomic environment factors such as economic cycles, energy factor and factors of political and economic environment of the nation and their impact on the disruption in the global economy.

Key words: Financial crisis, economic cycles, the development trend of the economy, the energy crisis, a new financial order, Dollar alchemy.

JEL classification: G01, E40

1. КРИЗЕ И УЗРОЦИ

Економска, односно финансијска криза представља дубок и дугорочни поремећај системског или несистемског карактера који су у кратком року погубни за општи економски раст, финансијску стабилност и запосленост, али у дугом року доприносе враћању економског система на здраве основе и стабилан раст и развој.

Са аспекта узрочности, економска криза може бити монетарног, техничког или политичког карактера. Уколико је узрокована неконтролисаним повећањем или смањењем количине новца у оптицају, неконтролисаним кредитним задужењем становништва и привреде, неадекватном реалокацијом оскудних финансијских ресурса, услед чега долази до инфлације и кочења привредних активности, говоримо о економској кризи монетарног карактера. Финансијске кризе су праћене често веома болним рестриктивним мјерама државе као што су мјере штедње на свим нивоима привреде, снижавање јавних расхода ради снижавања пореза и растерећења привредних субјеката, смањивање или повећање количине новца у оптицају, повећање или смањење каматних стопа на кредите централне банке, селективно кредитирање и слично.

Уколико је економска криза наступила увођењем нових проналазака и унапређивањем привреде развојем технике и технологије, што је за последицу имало повећавање незапослености, пад куповне моћи потрошача, упркос повећању производње, говоримо о економској кризи изазваној техничким и иновативном фактором.

Економске кризе модерног доба су све чешће изазване и политичким фактором (манипулација пореском и спољнотрговинском политиком, ратни сукоби у региону, политички проблеми у испоруци гаса, манипулација нафтним резервама, сукоби између супротстављених политичких региона и блокова, тежња за економском и политичком надмоћи и сл.).

Чарлс Киндлебергер (1910–2003), бивши амерички сарадник Министарства финансија и савјетник за Маршалов план, је веома аргументовано закључио да криза наступа код економске преоријентације, настанка нових тржишта или бранше, када искориштавање нових могућности често доводи до претјеривања на финансијским тржиштима, чији колапс је у будућности неминован. *Криза је неминован поспратни ефект економског стварања када држава не може нешто много да учини, а претјеривање је последица еуфорије и панике многих појединаца* (Оте 2009). Управо ова манифестација кризе се десила 2007. године.

Према мишљењу Кенета Галбрајта (Kenneth Galbraith), америчког економисте и социјалног критичара, главни узроци кризе из 1929. године су неједнака расподела прихода, нездрава структура предузећа и предузетничких биланса, мањкав банкарски систем, неуједначен биланс учинака и инстинктивно понашање економиста при доношењу одлука и давању савјета. Макс Оте у својој књизи под називом *Слом долази:*

нова светска економска криза и шта ви сада можете да учините додаје да су прве четири тачке које Галбрајт наводи засигурно узроци велике финансијске кризе 2007. године и овим узроцима додаје презадуженост приватних домаћинстава у Сједињеним Државама и другим земљама.

Од Велике економске кризе 1929. године америчко друштво и остале западне цивилизације су систематски спроводиле политику развоја *повећањем обима кредита и новца*.

Типична карактеристика америчког друштва је оријентисаност ка потрошњи и задуживању, али и рефинансирање, односно затварање једног кредита другим.¹ Док су Европљани свој новац у просјеку инвестирали у путовања, храну и културу, типично амерички сан је био сопствена породична кућа, која Американцу гарантује грађанство у Сједињеним Државама и одређени друштвени статус.²

Значајно је истаћи да се у Сједињеним Државама новчана маса у протеклих 30 година повећала више од 40 пута, док се количина роба повећала само 4 пута. Down-Jones индекс повећао се од 1982. године 12 пута, а бруто национални производ Сједињених Држава само 4 пута у исто вријеме. Управо 1982. година се истиче као година почетка наглог економског успона свјетске економије, каматне стопе су падале, Down-Jones индекс акција је растао са 808 поена у јулу 1982. године на 10.864 поена у јануару 2006. године (Оте 2009: 25).

И у периоду великог економског успона било је неколико мањих или средњих криза које су углавном биле кратке и ограниченог регионалног домета као што су: крах акција из 1987. године, прва нафтна криза 1973. године, друга нафтна криза 1979. године и рецесија из доба Роналда Регана од 1981. до 1982. године, урушавање економске суперсиле Јапана након 1990. године, мексичка дужничка криза 1994. односно 1995. године, азијска криза 1997. године, руска дужничка криза 1998. године, колапс LTCM хедџинг фонда због пословања са високоризичним финансијским дериватима, крах нове економије и берзански слом технолошких вриједности након 2000. године, дужничка криза у Турској и Аргентини 2001. године и криза америчких хипотекарних позајмица 2006. године (Оте 2009: 26). Међутим, сви ови поремећаји се нису могли окарактерисати глобалном економским сломом зато што су обухватили или једну државу или један економски регион или само једну класу економских добара или имовине.³

¹ Задуживање у Сједињеним Државама тече у три правца, задуживање државе, у иностранству и галопирајуће задуживање приватних домаћинстава. Према подацима из 2004. године Сједињене Државе су достигле ниво задуживања од 40 билиона долара, што је износило преко 443% америчког годишњег ГДП-а.

² Амерички сан посједовања властите породичне куће је резултат Рузвелтове владе у току Велике депресије када је основана Савезна управа за настањивање (Federal Housing Administration – ФНА), да би се потпомогло стицање сопствених домова усељеника који су припадали слојевима друштва са најслабијим приходима. Након II свјетског рата ова управа је помагала ратним војним ветеранима како би стекли сопствене куће, а чиме би се купио социјални мир у земљи, када су им понуђени хипотекарни кредити са отплатом камата у року од 30 година, под веома повољним условима. 1995. године ФНА прелази у Министарство за развој становања и градова Сједињених Држава, у чији програм убрзо улази и субвенцирање полицајаца, учитеља, ветерана, обољелих од сиде и других друштвено угрожених категорија, али овај пут уз пуне гаранције банкама од стране државе за рефинансирање кредита. Аналогно овом развоју, јављају се државне агенције, касније банке, Federal National Mortgage Association (Fannie Mae) и Federal Home Loan Mortgage Corporation (Freddie Mac) које су на разне начине куповале велики дио ових приватних хипотека субвенцираних слојева друштва, веома ниског кредитног бонитета, а које су се захваљујући експлицитним државним гаранцијама, могле веома јефтино рефинансирати на финансијском тржишту новим феноменом, процесом секјуритизације откупљених пулова кредита. Овај систем је беспрекорно функционисао до 2007. године када су на сцену ступили ефекти дугогодишњег моралног хазарда и самовоље банака и лоших одлука њихових регулатора.

³ Амерички економски историчар Чарлс Киндлебергер (Charles Kindleberger) је дефинисао озбиљну свјетску кризу, односно глобалну економску несрећу као слом који се дешава изненада и окарактерисао

Јасно је да је економски успон од 1982. године базиран на *теорији задуживања* (један кредит надопуњује други), која јасно искривљује стварну слику свјетског економског развоја. А стварна слика је пад индустријске производње у развијеним земљама или њихово премјештање у земље у развоју са јефтином радном снагом и сигурним тржиштем, пораст потрошње роба и услуга који се производе у Азији, колебљив раст цијена сировина, нафте и других енергената, те пад цијена индустријских производа развијених земаља и њихове куповне моћи и пад наталитета и пораст морталитета, што додатно оптерећује глобалну свјетску економију.

У условима високе задужености земље нормално је да сваки раст каматних стопа, подстакнут већом тражњом, а оскудношћу капитала, растом цијена примарних енергетских извора и опадањем производње и куповне моћи, повећава стопу задужености и подстиче надување кредитног мјехура до његовог коначног пуцања и тешке рецесије.

Осим раста каматних стопа на тржишту, развоју велике финансијске кризе је допринијело и одређивање америчког друштва да субвенционише животни стандард својих грађана, посебно ради куповине социјалног мира ратних војних ветерана (експанзија субпримарних хипотекарних кредита, односно лоших кредита за некретнине) што је довело до обарања каматних стопа на хипотекарне кредите, али и због повећане тражње за некретнинама, постепеног раста њихових цијена на тржишту. Посебна опасност је била клаузула која је карактерисала ове хипотеке, „Teaser Rates“, односно „посебним олакшицама“ (изворно значење: цијена „зафркавања“), које су предвиђале да власници кућа у првој године отплате нису плаћали пуне камате, него само један њихов дио, а остатак плаћања је у очекивању пораста цијена некретнина додаван на кредит.

Уколико дође до пада цијена некретнина, доћи ће до повећања каматних стопа на одобрене хипотекарне кредите.

Табела 1. Одобрени субпримарни и примарни хипотекарни кредити и стање на крају посматраног периода у Сједињеним Државама (Кордел и други 2009: 6)

у хиљадама кредита

Датум	Одобрени хипотекарни кредити током периода			Стање хипотекарних кредита на крају периода		
	Субпримарни хипотекарни кредити	Примарни хипотекарни кредити	Укупно	Субпримарни хипотекарни кредити	Примарни хипотекарни кредити	Укупно
2004	362	307	928	256	198	623
2005	406	295	891	246	175	546
2006	549	322	1033	349	215	667
2007	871	564	1592	614	418	1139
2008	1109	1056	2359	885	801	1824
2009:Q1	291	397	755	897	1052	2121
2009:Q2	251	425	750	913	1262	2371

Свој врхунац грозница трговања некретнинама и цијене некретнина су достигли крајем 2003. и почетком 2004. године. Куће и стамбени објекти се више у Сједињеним Државама нису куповали ради остварења „америчког сна“, већ да би се остварио профит. Макс Оте у својој књизи констатује да „инвеститори више не купују вриједност грађевине, него очекивања даљњег пораста цијена“ што је типично надување шпекулационог мјехура (Оте 2009: 81).

је као „случај који обухвата најмање двије велике националне економије и више класа економских добара и имовинских објеката“.

Нарастање економског мјехура је изазвао и рекордни раст цијена на тржишту сировина, цијена нафте 2004. односно 2005. године како на америчком, тако и на европском економском простору, што је изазвало раст цијена и инфлације. Пораст трошкова живота америчког и европског грађанина успорио је отплату кредитних задужења, а пораст цијена присилио је произвођаче широм свијета на смањење обима производње због повећања трошкова и смањења куповне моћи становништва, што је довело до повећања незапослености.

Шпекулативни мјехур трговине некретношћу је пукао у августу 2007. године, када су цијене некретности због пораста понуде почеле да падају, а каматне стопе расту.

Осим раста дугова, међу главним узрочницима кризе треба тражити *финансијске деривате*, односно хибриде основних финансијских актива,⁴ који су 2005. године били за пет пута већи од укупног свјетског друштвеног производа и развој финансијских тржишта. *Финансијски деривати су уговори који своју вриједност изводе из вриједности неке имовинске активе која им служи као подлога и која представља основну вриједност.* Вриједност финансијских деривата зависи од будућег развоја мноштва различитих и врло комплексних варијабли, које морају бити врло прецизно процијењене.

Као суштинског фактора глобалне кризе финансијске деривате идентификује и Јован Б. Душанић, наводећи да су „постали идеалан инструмент утицаја на кретање тржишних цијена којима се повећавала профитабилност спекулативних операција на финансијском тржишту“ (2010: 157–174). Душанић наводи да је висока профитабилност шпекулација на финансијском тржишту довела до тога да је постало нерентабилно инвестирати у реални сектор економије, поготово у Сједињеним Државама, са највећем инвестиционим могућностима, како због скупе радне снаге, тако и високих трошкова за задовољавање веома високих еколошких стандарда.⁵ Исти аутор Американце назива доларским „алхемичарима“ способним да створе богатство „ни из чега“, ширећи зону кориштења америчког долара, било преко нових територија или преко нових инструмената пословања на финансијском тржишту.

У економским круговима се могу чути теорије завјере, по којима је раст кредита намјерно изазван како би се повећала ризичност улагања, односно повећало повјерење у финансијска тржишта, која преко својих нових финансијских инструмената, финансијских деривата, добивају улогу „заштитника“ интереса повјериоца, односно инвеститора. А шта су друго финансијски деривати, него продавање „магле и лажних обећања за сигурно сутра“ по енормно високим вриједностима иза којих је стајала енормно ниска реална вриједност стварног посла, односно основног уговора.

Проблем није њихово постојање већ масовна и неконтролисана употреба у вријеме пораста цијена на берзама. Тако је у 1994. години *Orange County*, округ у јужној Калифорнији, изгубио више од 1,7 милијарди долара у шпекулацијама са финансијским дериватима (Оте 2009: 102). Наравно, развој и експанзија финансијских деривата су довели до развоја нових финансијских институција (хедџинг фондова), професионалних трговаца финансијским дериватима, који су својим ризичним шпекулативним активностима, које нису биле регулисане, веома често били кључни узрочници великих поремећаја на финансијским тржиштима.

⁴ Како их је велики свјетски инвеститор Ворен Бафет описао као „финансијско оружје за масовно уништење“. Позната је његова изјава у писму акционарима фирме General Reinsurance коју је његова фирма Berkshire Hathaway преузела 1998. године, када се суочио са проблемима са мноштвом финансијских деривата у њеном билансу, да се пословање са финансијским дериватима може упоредити са паклом, веома лако се у те послове улази, а скоро никада из њега не излази.

⁵ „Огромне количине новца одлијевају се из производње и капитал се преусмјерава из реалног у финансијски сектор привреде или се сели у друге земље са јефтином радном снагом (малих или без било каквих социјалних права) и гдје се не мора улагати у заштиту радне и животне средине“ (Душанић).

Наговјештаји утицаја велике финансијске кризе почетком 21. вијека у Босни и Херцеговини већ су присутни и проф. др Рајко Томаш их систематизује у неколико подручја њеног најинтензивнијег распрострања (Томаш 2010: 22):

- *Дестабилизовање финансијског сектора* кроз узнемиреност финансијског тржишта због раста ризика;
- *Дестабилизовање реалног сектора* кроз смањење тражње за дугорочним потрошним добрима, успоравање раста производње због неизвјесности одрживости потрошње, смањење иностраних поруџби робе, смањење интереса за инвестирање због раста ризика, успоравање спољнотрговинске размјене, стагнирање тражње за радном снагом, раст трошкова сервисирања камата, раст залиха готове робе и др;
- *Дестабилизовање тржишта робе* кроз пад тражње који ће изазвати вишак понуде, раст трошкова залиха, пад ликвидности продаваца и одговарајући пад цијена. Доћи ће до апсолутног смањења увоза и извоза и смањења домаће производње;
- *Дестабилизовање тржишта фактора производње* кроз поскупљење капитала и појефтињење роба;⁶
- *Осцилације цијена*. Раст цијена роба је повећао трошкове производње и трошкове живота становништва. Затим, повећао је основицу за обрачун јавних прихода, чији раст није проистекао од доброг стања у економији, већ од сиромаштва привреде и становништва, а представљали су значајан извор за раст буџета и већу потрошњу;

2. УЗРОЧНО-ПОСЉЕДИЧНА УСЛОВЉЕНОСТ ПРИВРЕДНИХ ЦИКЛУСА И ПОЈАВЕ ФИНАНСИЈСКИХ КРИЗА

Према принципу економске законитости, свака привреда се креће у одређеним привредним циклусима који се временом континуирано понављају.

Привредни циклуси представљају динамичку неравнотежу инфлације, привредне активности (кретање ГДП-а) и незапослености са својим екстремитетима, експанзијом (опоравком, односно полетом) и рецесијом, односно контракцијом економске активности које осцилирају око развојног тренда привреде.

Неокласична економска анализа, развијена седамдесетих година 19. вијека такође се фокусира и на цикличне флукуације привреде, разматрајући кретање привредних активности свих фаза циклуса, не смо у фази тзв. „комерцијалних криза“.⁷ За неокласичну теорију циклуса се веже теорија равнотеже према којој постоји систем међузависности сета равнотежних цијена и количина при постојећим преференцијама потрошача и при датој технологији.

Најчешће кориштена варијабла за праћење краткорочних промјена у економији је *брuto друштвени производ (ГДП)* који представља мјеру производње свих финалних производа и услуга неке привреде у једној земљи за једну годину. Бруто друштвени производ има свој номинални изражај (у текућим тржишним цијенама, подложен утицајима цијена и физичког обима производње) и реални изражај (у сталним цијенама, искључиво подложен утицајима физичког обима производње) који се више користи у економској анализи ради елиминације утицаја цијена на израчунавање резултата производње. Управо развојни тренд привреде се изражава преко дугорочног тренда реалног бруто друштвеног производа који представља потенцијални ГДП који показује максималну количину добара коју привреда може произвести при сталним цијенама, а

⁶ „Производња која користи скупљи капитал да би се производила јефтинија роба није економски оправдана“ (Томаш).

⁷ Praščević, A. *Ciklične fluktuacije – teorije Knuta Vixsela i Austrijske škole*. Ekonomski anali. Ekonomski fakultet u Beogradu, br. 159/03 str. 109

одређен је производним капацитетом привреде, расположивим инпутима и технолошком ефикасношћу (Павловић 2005: 156).

Треба нагласити да фактори који утичу на привредне циклусе краткорочно не утичу у значајној мјери на тренд привреде, јер привредни циклуси представљају краткорочна одступања економских варијабли, односно краткорочне флукуације економских активности од дугорочног тренда раста привреде, али дугорочно могу да се преко тенденције привредних циклуса у одређеном временском интервалу одразе на цикличну флукуацију самог потенцијалног друштвеног производа, односно привредног тренда.

Сваки привредни циклус се састоји од четири фазе, двије основне и двије прелазне.

У врху привредног циклуса, привреда је у конјунктури када је економска динамика привреде релативно висока у односу на привредни тренд. У току *експанзије*, тј. просперитета, односно полета, запосленост фактора производње расте, а самим тим и производња, понуда на тржишту је разноврсна и обилна, али и тражња, јер потрошачи услед пуне запослености и високих зарада имају велику куповну моћ и реални ГДП расте изнад линије тренда привреде. Уравнотеженост производње и потрошње искључује могућност инфлације или је она на веома ниском нивоу. Фаза експанзије носи високе профитне стопе, што мотивише инвеститоре на улагање слободног капитала у привредне активности и хартије од вриједности, чије су вриједности у овој фази далеко изнад њихових номиналних вриједности.

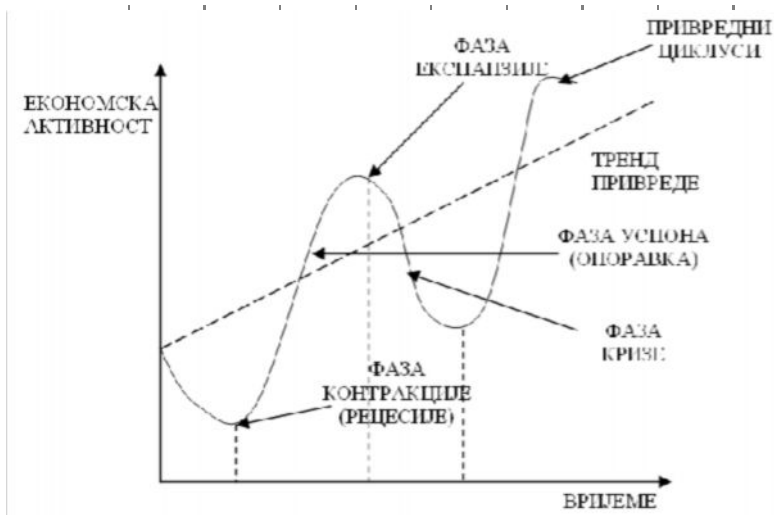
На дну привредног циклуса економска активност је ниска у односу на тренд привреде и тада је привреда у фази *контракције*, односно *рецесије*, а ако је оштра, *фаза депресије* када се незапосленост фактора производње повећава, а реални ГДП смањује у односу на ниво који може бити остварен са постојећим ресурсима и технологијом. У условима смањене привредне активности и опадања профитних стопа инвестиционе активности штедних јединица су смањене, понуда и тражња су неуравнотежене, што условљава инфлационе ударе. Смањена тражња за финансијским инструментима условљава пад њихове тржишне вриједности знатно испод номиналне.

Између ове двије кључне, екстремне фазе привредног циклуса, налазе се *прелазне фазе*, *фаза побољшавања* стања у привреди након депресије која се назива успон, односно фаза опоравка или брзог раста, и *фаза погоршавања* стања у привреди, односно привременог опадања, након просперитета, коју називамо кризом.

У *фази успона*, односно *опоравка*, производња расте настојећи да задовољи стално растућу потрошњу, а на финансијском тржишту пораст тражње, односно раст инвестиција обара тржишне каматне стопе, што условљава раст тржишне вриједности хартија од вриједности изнад номиналне.

У *фази кризе*, услед опадања тражње, производња биљежи свој пад, каматне стопе на тржишту расту, а хартије од вриједности доживљавају пад своје тржишне вриједности испод номиналне. Међутим, у условима кризе и депресије сваки економски систем доживљава своје „преиспитивање и велико спремање“, уочавајући при том све негативне трендове у систему и, уз благовремене и ефикасне мјере њихове елиминације или превазилажења, иновативним рјешењима и спровођењем мјера штедње и рационализације, ствара услове за свој нови економски успон.

Слика 1. Фазе привредног циклуса



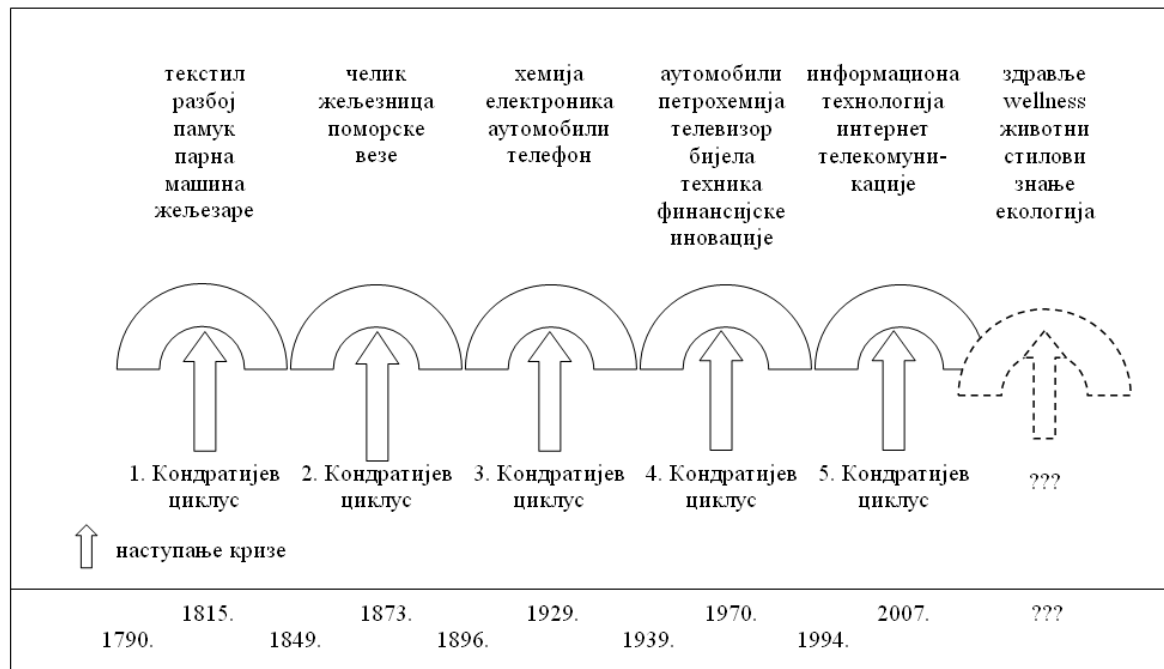
Нема јасно дефинисаних ставова о трајању и интензитету привредних циклуса. Према мишљењу Веслија Мичела привредни циклуси нису периодични и могу да варирају од неколико година до више од једне деценије, док Самјуелсон дефинише привредне циклусе флукуацијама у укупној националној производњи, доходу и запослености које трају од двије до десет година, а обиљежава их широка експанзија или криза у већини економских сектора (Самјуелсон 2007: 468).

Међутим, због данас све активнијег утицаја и мијешања државе и међународних институција на привреду у свијету, мијења се дужина трајања појединих фаза у привредним циклусима. Фазе успона и експанзије трају дуже, а фазе криза и депресије све краће, иако нема правила. Искуство прве финансијске кризе 21. вијека је показало да ни континуирана праћења привредних кретања и економске анализе еминентних рејтинг агенција и истраживачких центара у свијету нису могли да са ефикасношћу уоче кретање свјетске привреде у фазу кризе, а затим и рецесије, како би се на вријеме дефинисале одређене мјере и ублажили негативни ефекти њиховог наступања.

Теоријом привредних циклуса се бавио и руски економиста Николај Кондратијев (1892–1938) који је у својој књизи *Главни економски циклуси* (*The Major Economic Cycles*, 1925) идентификовао одређене периодичне промјене, односно дуготрајне, полувијековне привредне циклусе.⁸ Своја запажања Кондратијев базира на цијенама, инфлацији и каматним стопама.

Кондратијев је открио да основне иновације наступају у одређеном моменту и то у гомилама, односно класерима и да неминовно доводе до дугих конјунктурних успона, а када се достигне ситост система, слиједи конјунктурни пад (Оте 2009: 155). Кондратијеви таласи су представљени S-кривуљом, односно производи и тржишта се налазе у одређеном животном циклусу.

⁸ Због своје идеологије, која је слабо емпиријски утемељена, протјеран је и касније погубљен у стаљинистичком логору 1938. године јер је промовисао стабилност капиталистичког система преко теорије постојања дуготрајних привредних таласа и указивао на опоравак капиталистичке привреде.

Слика 2. Груби шематски приказ Кондратијевих таласа⁹

Неки коментатори Кондратијевих циклуса идентификују неколико фаза у економском циклусу, називајући их сезонама.

Прва фаза *експанзије и раста*, *Кондратијево прољеће*, када се дешавају социјалне промјене, а акумулација капитала, богатство и иновације доводе до потреса и помјерања у друштву.

Друга фаза *убрзања и просперитета*, *Кондратијево љето*, када се дешава веома интензивно упошљавање акумулираног капитала, али и промјена става према раду у друштву и појаве неефикасности привређивања.

Трећа фаза је фаза *рецесије*, *Кондратијева јесен*, је фаза дефлаторног раста, помјерања ка стабилности, изолацији послје политике и економије коју најчешће прате стагнација и, нажалост, ратови.

Финална фаза је фаза *убрзавања и депресије*, *Кондратијева зима*, коју карактерише интеграција претходних друштвених промјена уз подршку иновација и промјена у технологији.

Аналогно оваквом поимању Кондратијевих циклуса, вратимо се на четврти циклус, од 1939. до 1994, кога заиста карактеришу фазе у виду сезонских циклуса. Наведимо почетак Хладног рата 1949. године, обрт у економском врхунцу средином 60-их и ескалацију рата у Вијетнаму, те пад Берлинског зида 1989. године.

Многи аутори су вршили модификацију ових циклуса, али најприхватљивија је „Schumpeter-Freeman-Perez“ парадигма пет таласа од индустријске револуције 1771. године до данас.

Слика показује да се *Кондратијеви циклуси* понављају у периодима 1790–1849, 1849–1896, 1896–1939, 1939–1994. и 1994–даље и да је сваки циклус попраћен *новим извором енергије* (дрво, угљен, нафта, плин и нуклеарна енергија) и *новим открићима* као што су:

– у првом циклусу: парни строј, жељезаре већих капацитета и индустријске

⁹ Назив циклуса је предложио Јозеф Шумпетер 1939. године у част економисте који их је први примијетио.

ткаонице памука;

- у другом циклусу: жељезнице, поморске везе и челик;
- у трећем циклусу: електрична енергија, хемија, аутомобили и телефон;
- у четвртном циклусу: возила, петрохемија, телевизор и бијела техника, те финансијске иновације;
- у петом циклусу: развој информатике, телекомуникација и интернета.

Веома је битно истаћи да су Николај Кондратијев и његови сљедбеници касније већ давне 1925, са изузетном прецизношћу предвидјели развој привредних циклуса за периоде 1939–1994. и 1994–даље, очекујући у четвртном циклусу изузетну покретљивост становништва, развој комуникационих мрежа, електронике и телекомуникација, нафтних производа и оружаних система, а у енергетском систему искориштавање плина.

У петом таласу дају примат локалним и глобалним проблемима суживота, развоју информатичких мрежа и интелигентних технологија, знању и информацијама, развоју еколошке свијести и сигурности, а у енергетском смислу развоју нуклеарне и соларне енергије, када се назире могући шести циклус Кондратијевих таласа.

Карактеристична је модификација Данијела Шмихуле¹⁰ који је дефинисао шест економских циклуса и сваки од њих је инициран од стране одређене технолошке револуције¹¹:

- (1600–1780) талас финансијско-пољопривредне револуције,
- (1780–1880) талас индустријске револуције,
- (1880–1940) талас техничке револуције,
- (1940–1985) талас научно-техничке револуције,
- (1985–2015) талас информационе и телекомуникационе револуције,
- (2015–2035?) хипотетички талас постинформационе технолошке револуције.

Према овом аутору, сваки нови „талас“ (због убрзања научног и технолошког напретка) је краћи од претходног. Главни акценат је стављен на технолошки напредак и нове технологије као пресудне за дугогодишњи економски развој. Сваки од ових таласа има фазу иновација, која је описана као технолошка револуција и фазу у којој број револуционарних иновација пада и пажња се фокусира на коришћењу и проширивању постојеће иновације.

Сваки талас иновација траје до профита из нове иновације или када сектор падне на ниво других, старијих, више традиционалних сектора. То је ситуација када је нова технологија, којом је изворно повећан капацитет кориштења нових извора из природе, достигла своје границе и није могуће да се превазиђе тај лимит, без примјене неке друге нове технологије.

За завршну фазу било којег таласа су типичне *економске кризе и стагнације*. Оне једноставно наговјештавају почетак краја једног Кондратијевог таласа. Рецимо да је Велика економска криза у периоду 1929–1933. наговјестила крај „таласа техничке револуције“, а велика финансијска и економска криза у периоду 2007–2010. ће сигурно

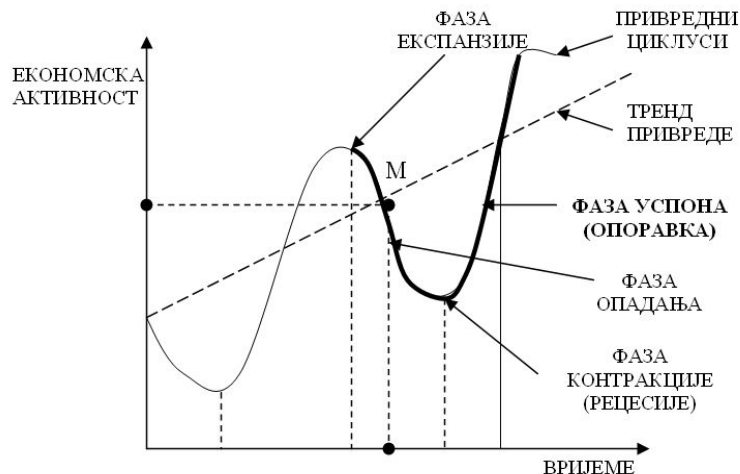
¹⁰ Словачки правник и политолог из Братиславе. Докторирао је на Правном факултету Универзитета у Трнову и Универзитету у Бечу из области међународног права. Аутор је научних и стручних радова из области историје међународних односа и међународног права, те књига *Држава и међународни систем* и *Употреба енергетског ресурса у међународним односима*. У својим дјелима се бави основним принципима међународног система, условљеношћу унутрашње и спољне политике, као и насиљем у међународним односима.

¹¹ http://en.wikipedia.org/wiki/Kondratiev_wave (04.05.2010)

резултирати крајем „таласа информационе и телекомуникационе технолошке револуције“.

Посматрано са аспекта финансијске кризе у оквиру њеног развојног циклуса, може се уочити да сваки прозводни циклус има само *двје основне фазе, фазу експанзије и фазу кризе*. У фази кризе (тамни дио криве на слици) се може уочити неколико потфаза, фаза опадања, фаза рецесије или дубоке депресије и фаза успона, односно опоравка.

Слика 3. Фазе привредног циклуса са аспекта финансијске кризе



У условима пуне запослености капацитета, уравнотежености понуде и тражње и стабилности каматних стопа и цијена, привредни циклус једне земље достиже свој највиши ниво, значајно изнад тренда привреде, када достиже свој експанзивни врхунац. У условима исцрпљености инвестиционих капацитета, стање на тржишту се постепено мијења у смислу пада тржишне вриједности финансијских инструмената и раста каматних стопа, али и раста стопе инфлације услед смањене понуде. Управо фаза пуне експанзије у економији је погодно тло за прве елементе моралног хазарда и шпекулација, мотивисаних тежњом за што већим профитом без обзира на ризик, који објективно у овој фази више није могућ, а ограниченим сасвим природном тежњом привреде ка стању уравнотежења, односно стању тржишног еквилибријума.

Свака економија у свом привредном циклусу не може дугорочно опстати у фази експанзије (привидно, да), и да се углавном најдуже налази у некој од потфаза кризе, краткорочних или дугорочних осцилација своје економске активности. *Стабилан развој имаће она економија која је у свом привредном циклусу најдуже присутна у потфази успона, односно опоравка јер тада њен коришћени капацитет варира око дугорочног, развојног тренда привреде просјечне упослености капацитета према захтјевима тражње са благом тенденцијом раста, увијек спреман за успјешно прилагођавање новим изазовима и пријетњама окружења.*

„Надувани балони нереалних очекивања“, карактеристични за готово сваку фазу експанзије једног привредног циклуса, увијек представљају озбиљну основу за почетак одређене финансијске, а самим тим, и привредне кризе, што у условима узајамне повезаности свјетских економија процесима интернационализације и глобализације представља општу пријетњу економској стабилности цијелог свијета.

3. КРЕТАЊЕ КАМАТНИХ СТОПА И НАСТУПАЊЕ ФИНАНСИЈСКЕ КРИЗЕ

Каматна стопа игра неколико значајних улога у економији. Каматна стопа помаже да се акумулирана штедња усмјери у инвестиције које су у функцији економског раста, рационалише расположиву понуду кредита на начин да позајмљена средства иду у оне инвестиционе пројекте са највишим очекиваним стопама поврата, доводи у равнотежу понуду новца са укупном тражњом и као инструмент економске политике државе дјелује на обим штедње и инвестиција. Смањењем нивоа каматних стопа држава стимулише давање кредита и повећање инвестиција, а повећањем у условима инфлаторних кретања у земљи смањује кредитну активност и потрошњу, односно већа камата стимулише замјену садашње потрошње за будућу (Плакаловић 2004: 84).

Улога кретања каматних стопа у развоју финансијских криза је неупитна и дефинитивно има своје упориште и у економској теорији и у пракси.

Према присталицама класичне теорије равнотежне каматне стопе, тражња за инвестиционим средствима је у негативној корелацији са нивоом каматне стопе и равнотежна тачка каматне стопе се налази у тачки у којој је обим штедње која се нуди на тржишту једнак обиму средстава која се траже за инвестиције. Каматна стопа зависи од понуде штедње сектора становништва и тражње за инвестиционим капиталом најчешће сектора привреде.

У условима када је понуда штедних средстава већа од њене тражње, услед пада инвестиционих активности, штедне јединице ће нудити своја средства по све нижој каматној стопи све до равнотежног нивоа. У супротно случају, када тражња за инвестиционим средствима инвестиционих јединица премашује понуду штедње, тржишна каматна стопа ће расти све до нивоа равнотежне.

Шведски представник маргинализма Кнут Виксел (Johan Gustaf Knut Wicksell, 1851–1926) у својим радовима дорађује неокласичну монетарну теорију базирану на квантитативној теорији новца¹² и повезује је са анализом међузависности штедње и инвестиција, односно основама кензијанске економије.

Викселов теоријски допринос је „кумулативни процес“ који је базиран на анализи тржишних каматних стопа по којим комерцијалне банке одобравају кредите и полази од ставова Дејвида Рикарда (David Ricardo) да ће повећана новчана маса изазвати привремено снижавање каматне стопе, све док раст цијена не елиминише додатну понуду новца и врати каматну стопу на претходни ниво. „Кумулативни процес“ подразумијева да ако природне каматне стопе¹³ нису једнаке тржишним, инвестициона тражња и количина штедње неће бити једнака.¹⁴ Кумулативни процес започиње када тржишна стопа падне испод природне, када ће предузетници бити мотивисани да повећавају своја задуживања код банака, доћи ће до економске експанзије и цијене ће порасти. Виксел претпоставља могући перманентни пад банкарске каматне стопе, што имплицитно доводи до константног раста новчане масе и кумулативног раста цијена. Вишак инвестиција у односу на штедњу утицаће и на даљи раст цијена потрошних добара и захтјеве за повећањем надница, што ће покренути спиралу кумулативног процеса континуираног раста цијена, све док постоји кредитно

¹² У процесу формирања цијена кључну улогу заузима креирање кредита, а новац заузима пасивну улогу. Креирање кредита повећава цијене инпута и финалних производа чија је производња кредитно финансирана. Предузетници новац од продаје производа користе да би на крају сваког периода вратили кредит банци, због чега ће креирани депозити банака у сљедећем циклусу значајно утицати на висину цијена.

¹³ Стопа која се формира при равнотежи штедње и инвестиција у економији; принос капитала, реална профитна стопа.

¹⁴ Бесконечно ендогено повећање понуде новца (новац креиран унутрашњим дјеловањем у економији, а не под дејством вањских фактора) и бесконачни раст цијена.

задуживање привреде код банака и док је маргинални производ капитала, односно природна каматна стопа, већи од трошка капитала. Тражња за кредитима ће се кумулирати, уз непрекидно креирање депозита, које штедња никада неће достићи.

Кумулативни процес Кнута Вискела није бесконачан. Током времена ће се смањити резерве банака које су им омогућиле да каматну стопу одржавају испод природне каматне стопе, када ће банке морати смањити или даље обуставити пласмане кредита, што ће довести до раста тржишних каматних стопа на одобрене кредите. Затим, растом трошкова ангажовања додатног капитала, изазваним растом инфлације као посљедице отпочињања кумулативног процеса, смањиће се атрактивност нових инвестиција. Самоуравнотежујући механизам ће утицати на пад природне каматне стопе, изазван инфлацијом, а стабилност нивоа цијена ће бити обезбијеђена једнакошћу тржишне и природне каматне стопе, када изостаје креирање кредита (Прашчевић 2003: 115). Због адаптивности економских субјеката, економска депресија изостаје.

Сљедбеници Аустријске теорије трговинских циклуса Лудвиг фон Мизес и Фридрих фон Хајек (Прашчевић 2003: 117) у њеним поставкама истичу да: природна каматна стопа изједначава штедњу и инвестиције, док се банкарска каматна стопа може разликовати од природе као резултат *кредитне експанзије*; убризгавање новог новца на кредитно тржиште има ефекат преко утицаја на ниво цијена и кроз форму *преобимних кредита*; стварне инвестиције које премашују ниво жељене штедње представљају изнуђену, односно *наметнуту штедњу*.

Висина каматне стопе је кључна у макроекономској стабилности јер обезбјеђује усклађивање временске динамике потрошње и производње у привреди. Раст стопе штедње помјера планирану потрошњу у будућност. Пад каматне стопе изазван растом штедње изазваће промјену структуре инвестиција у смислу већих инвестиција у фиксни капитал и фазе производње које су временски удаљеније од потрошње. Вриједи и обрнуто.

Пад каматне стопе може бити изазван и кредитном експанзијом. У наредном периоду, осјетно повећање тражње потрошних добара и њихових цијена приближиће банкарску каматну стопу природној.

Фридрих фон Хајек у својој анализи истиче да одступања од опште равнотеже потичу искључиво од дјеловања фактора изван система, али да економски систем увијек одговара формирањем нове равнотеже. Економске кризе се, при том, јављају као фазе процеса уравнотежења. Образлажући свој *концепт наметнуте штедње*, Хајек природну каматну стопу дефинише као стопу при којој се изједначавају жеље инвеститора да инвестирају и економских субјеката да штеде. Пад каматне стопе испод природне ће значити повећано инвестирање, без повећане штедње. Ради окончавања инвестиционих пројеката у тим условима потребно је да друштво буде натјерано да штеди више него што жели (наметнута штедња) преко механизма монетарне експанзије (креирања новца).¹⁵ Хајек истиче да се производња капиталних добара наметнутом штедњом привремено може и повећати кредитном експанзијом, али у дугом року монетарна експанзија изазива већу нестабилност у привреди и повећање незапослености.

Економска, односно финансијска криза је неминовна посљедица креирања кредита од стране банкарског система, односно кредитне експанзије ради наставка економске експанзије.

На следећој слици јасно се уочава повезаност у кретању каматних стопа и економске активности, односно фазе привредног циклуса.

¹⁵ Креирани новац ће бити трансферисан инвеститорима, а економија ће бити натјерана да штеди више.

Слика 4. Кретање еурибора¹⁶ у периоду од 1991. до почетка 2010. године

Извор: http://commons.wikimedia.org/wiki/File:Euribor_12_02_2010.JPG (посећено 05. 03. 2010)

Улазак привредне активности у фазу експанзије неминовно је довео до пораста референтне вриједности еурибора (у периоду 1991–1993. чак између 10 и 10,5%). Наступање фазе рецесије (крајем 2008.) условило је смањење референтне стопе еурибора на до сада најнижу могућу вриједност.

Значајну улогу у формирању тржишних каматних стопа игра централно банкарство преко својих инструмената монетарне регулације (политике дисконтних шалтера, дејства на отвореном тржишту и система обавезне резерве). Централно банкарство путем својих инструмената спроводи монетарну политику, настојећи да обезбиједи довољне количине новца за финансирање привреде и на тај начин смањи тржишне каматне стопе, како би се омогућило даље инвестирање и, у условима рецесивног стања, одржала привредна активност или да повуче вишак резерви и на тај начин утиче на повећање тржишних каматних стопа и смањење економске активности земље у условима пренаглашене експанзије.¹⁷ Наведимо примјер Европске централне банке која је у априлу 2010. године одлучила да задржи рекордно ниске главне каматне стопе.¹⁸

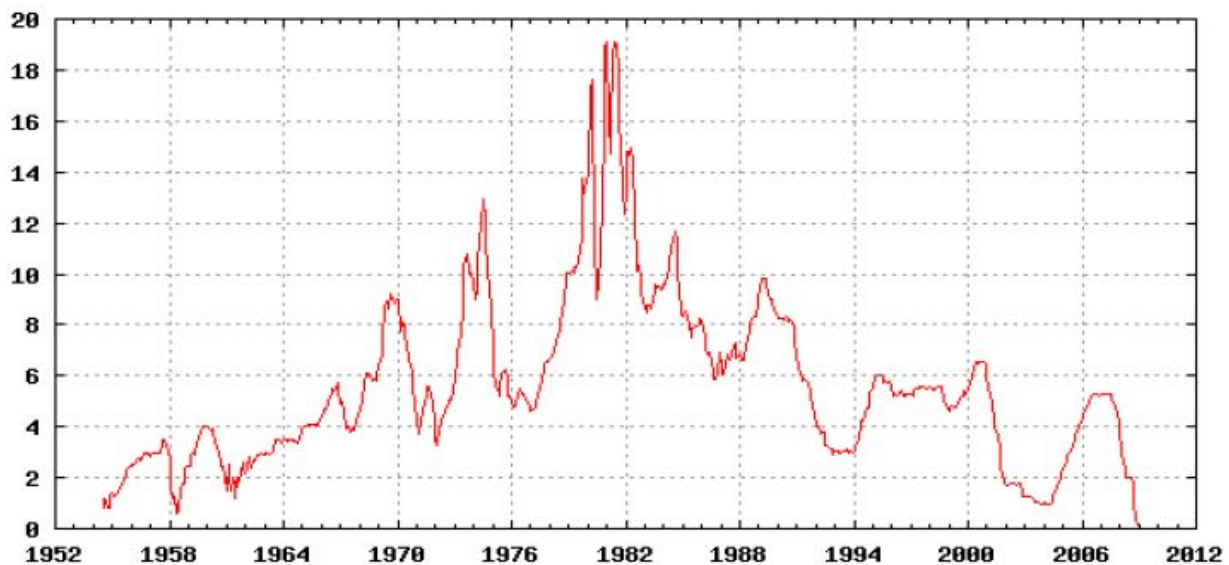
У прилог томе на сљедећој слици погледајмо кретање ефективне стопе федералних резерви током задњих педесет година.

¹⁶ *Еурибор* или европска међубанкарска стопа (енгл. *Euro Interbank Offered Rate*) је дневна референтна каматна стопа по којој банке једна другој нуде новац на међубанкарском тржишту. Како расте еурибор, тако расте и општи ниво каматних стопа у еврозони.

¹⁷ Снижавање стопа је и најзначајније оруђе којим централне банке утичу на економску активност у земљи, снижавање трошкова и понуду кредита. Тако је октобра 2008. године чак шест свјетских централних банака (Европска централна банка, америчке федералне резерве и централне банке Шведске, Британије, Канаде и Швајцарске) спустило основне каматне стопе за пола поена зато што финансијска криза све више угрожава привредни раст.

¹⁸ Банка која одређује монетарну политику држава еврозоне саопштила је да ће главна каматна стопа остати 1%. Предсједник банке, Жан-Клод Трише, изјавио је да је ниска камата и даље неопходна због неизвјесне економске климе. Трише је рекао да очекује да у еврозони види додатни економски раст, али је објаснио да ће он вјероватно бити неравномјеран због неповољног тржишта радне снаге. Банка Енглеске је такође задржала рекордно ниске камате.

Слика 5. Кретање ефективне стопе федералних резерви¹⁹ у периоду од јула 1954. до децембра 2008. године



У борби против рецесије федералне резерве су у Сједињеним Државама у периоду 2001–2003. снизиле ефективну каматну стопу чак 13 пута, од 6,25% до 1%, што је била њена најнижа номинална вриједност од јула 1958. године, када је просјечна преконоћна стопа била 0,68%.²⁰ Међутим, дугорочно утицај на тржишну каматну стопу је ослабљен због пресудног утицаја понуде новца приватних финансијских институција.

Према томе, намеће се закључак да је кретање тржишне каматне стопе око стопе равнотежног стања, карактеристичне за развојни тренд привреде, јасан показатељ у којем се стадију економске активности, односно финансијске стабилности, систем налази.

Удаљавање тржишне каматне стопе од стопе равнотежног стања све ниже јасно указује да се економија налази у *потфази успона* односно, *опоравка* (фазе кризе) свог привредног циклуса до свог емпиријског максимума, када улази у фазу експанзије. У овом сегменту потфазе успона, инвестициони захтјеви су далеко изнад привредног тренда, али значајно испод акумулираног капацитета штедње, односно потражња за кредитима је мања од количине новца која се нуди и опадају тржишне каматне стопе. Тржишна каматна стопа је све нижа у односу на равнотежну и у овим условима је условљена односом понуде и тражње капитала, али је изложена и утицају веома високе стопе профитабилности у националној економији или грани и ниском ризичношћу улагања.

Једна национална економија доживљава свој пуни квалитет када уђе у *фазу експанзије* и тад постиже своје максималне вриједности, максималну привредну, односно економску активност у односу на тренд привреде, тржишне каматне стопе далеко испод стопе равнотежног стања, максималну исцрпљеност инвестирања домаће акумулиране штедње, али и у великој мјери и туђе, односно увезене (мотивисане улагањем у привреду са високом стопом профитабилности и релативно ниском ризичношћу).²¹

Као што смо раније нагласили, баш у фази експанзије се јавља њој својствен тзв. „надувани балон нереалних очекивања“, а мотивисан тежњом за што већим профитом (у условима исцрпљености економских капацитета) јединим могућим средствима у том

¹⁹ Каматна стопа коју банке плаћају систему федералних резерви када се код њих задужују.

²⁰ http://www.federalreserve.gov/releases/h15/data/Monthly/H15_FF_O.txt (05.03.2010)

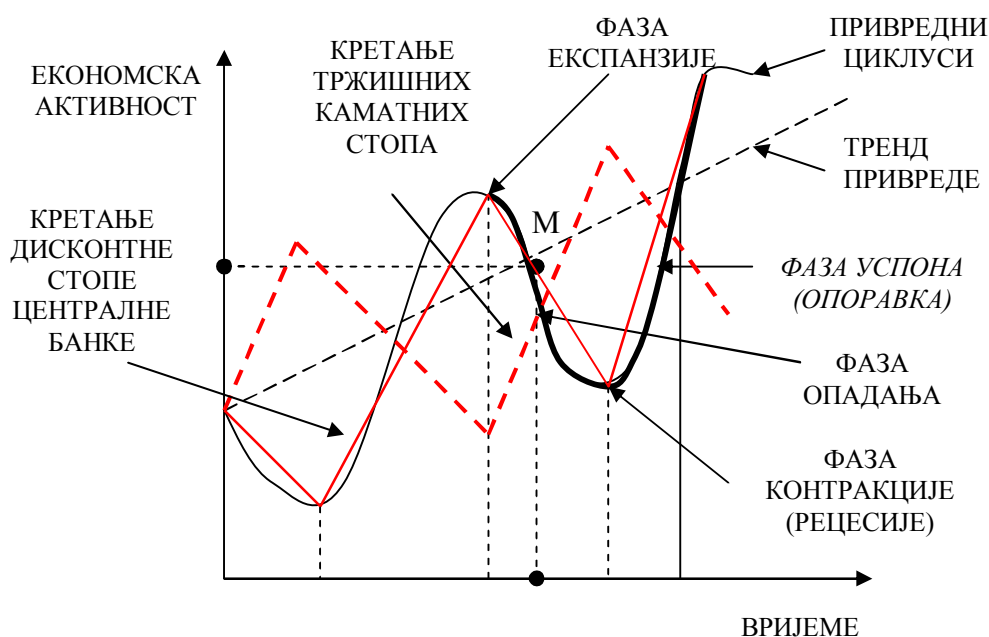
²¹ Јер је у овој фази капацитет инвестиција максималан и далеко већи од капацитета домаће штедње.

моменту, моралним хазардом и шпекулацијама. Фаза експанзије у којој се налази једна економија, колико год била стратешки циљ једног друштва, јасан је показатељ да ће економија у релативно кратком року ући у фазу кризе, потфазу опадања, односно кретања економске активности према развојном тренду привреде. Јасан показатељ ове тенденције је постепени раст тржишних каматних стопа у односу на равнотежну изазван презасићеношћу капацитета (понуда акумулисане штедње је знатно већа од капацитета инвестиција) и напуштањем већ расположивог капацитета штедње, било због мјера централног банкарства, било због одлива неупосленог штедног капацитета у друге гране.

Meђutim, kada nastupi kontinuirano kretanje tržišne kamatne stope od svog empirijskog minimuma u fazi ekspanzije prema stopi ravnotežnog stanja, ekonomija je ušla u potfazu opadanja, sve do potfaze recesije ili totalne depresije (faze krize). U ovoj potfazi opadanja, odnosno pogoršanja, kada investicioni zahtjevi postaju sve veći od ponude novca i kredita, u jednom momentu dolazi do izjednačavanja tržišne kamatne stope i stope ravnotežnog stanja kada ekonomski rast i „zdravlje“ ekonomije dostiže svoj „optimum“ prema raspoloživom kapacitetu štednje (na slici 6, tačka M). Tada obim štednje apsolutno zadovoljava zahtjeve investicija, i sa aspekta ponude i tražnje i sa aspekta cijena, a postiže se i puna uposlenost kapaciteta prema razvojnem trendu privrede.

Кретање тржишних каматних стопа изнад стопе равнотежног стања навише (други сегмент потфазе опадања) јасна је последица раста инвестиционих капацитета у односу на обим акумулисане штедње. Раст тржишних каматних стопа изнад равнотежне, својствене развојном тренду привреде, је мотивисан прије свега односом понуде и тражње капитала, а затим падом профитних стопа и повећаном ризичношћу улагања, што често, без обзира на раст тржишних каматних стопа, условљава „сељење“ капитала. Крајњи исход је *потфаза рецесије, односно тоталне депресије* када тренутна понуда новца није у могућности да задовољи захтјеве инвестиција и када је неопходно подузети одређене мјере како би се повећала количина новца у оптицају, било преко тзв. увезене штедње или мјера централног банкарства.

Слика 6. Кретање каматних стопа у појединим привредним циклусима



Закључујемо да је кретање тржишних каматних стопа у негативној корелацији са кретањем референтних стопа централног банкарства у појединим фазама привредног циклуса, од фазе експанзије до потфазе рецесије, односно дубоке депресије. У фази рецесије тржишне каматне стопе су далеко изнад референтних каматних стопа карактеристичних за тренд привреде, а дисконтне каматне стопе централног банкарства теже свом паду, док су у фази експанзије далеко испод, а дисконтне каматне стопе постепено расту, како би се смањила понуда новца и дестимулисала улагања, што ће утицати на нови раст тржишних каматних стопа и прве назнаке нових економских поремећаја.

4. ЕНЕРГЕТСКА КРИЗА И ФИНАНСИЈСКИ СЛОМ

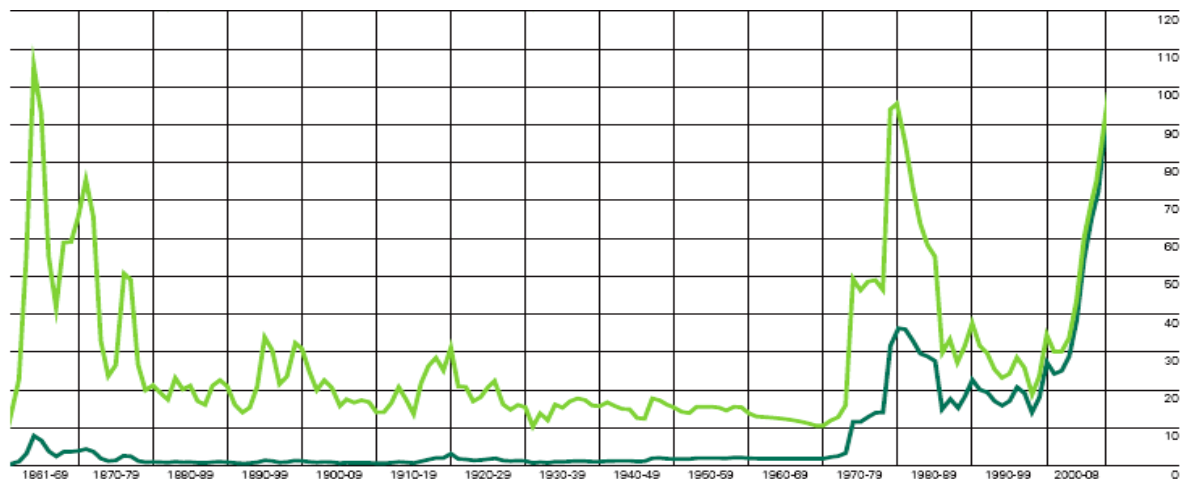
Енергија заузима веома значајно мјесто у производним односима економије модерног доба. Распољивост, односно оскудност енергетског фактора, прије свега нафте, директно утиче на производне односе и диктира макроекономске перформансе националних економија и свјетске економије. Исто тако, развој свјетске економије је кључни покретач потрошње енергије, односно нафте.

Често су енормне осцилације цијене примарног енергетског потенцијала, нафте, посљедица осцилација у понуди и тражњи, али и стања на свјетској политичкој сцени (ратови, политички сукоби, политичке одлуке појединих земаља и сл.). Међутим, вриједи и обрнуто. Економске и геополитичке перформансе енергетског, односно нафтног потенцијала су протеклих година очигледно узроковале многе свјетске кризе, политичког и економског карактера.

Погледамо ли уназад, свјетска економија је све до 2007. године биљежила свој рекордни раст. Међутим, почетком финансијске кризе, септембра 2007. године, свјетска економија је почела нагло да пада, цијене енергетских извора нагло да расту, што се значајно одразило и на потрошњу енергетских извора.

На сљедећој слици је приказано кретање цијене нафте у свијету у периоду од 1861. до 2009. године, према истраживањима ВР компаније.²²

Слика 7. Кретање цијене нафте 1861–2009 (ВР 2009)



²² ВР (British Petroleum) је велика британска нафтна компанија, једна од највећих свјетских компанија која се бави експлорацијом, производњом, рафинисањем и продајом нафте и гаса. Сервисира преко милион потрошача, у више од 90 земаља, на 7 континената. Ова компанија је власница низа нафтних платформи широм свијета, између осталог и оне у Мексичком заливу чије је недавно потонуће изазвало цурење нафте из бушотине, несагледивих размјера, а које је изазвало велику еколошку катастрофу у мексичком региону.

Извор: <http://www.bp.com/statisticalreview> (22. 04. 2010)

Први озбиљнији нафтни шок се десио крајем 1973. и почетком 1974. године, увођењем ембарга арапских земаља након Јом Кипур рата који је довео до наглог пораста цијене нафте у једној години са 3 \$ на 12 \$ по барелу. Повећане цијене нафте су довеле до глобалне рецесије уз истовремену инфлацију, односно до стагфлације.

Видљиво је да су нагли скокови цијене нафте очигледно били узроковани наглим поремећајима на свјетској економској и политичкој сцени, као што су пенсилванијски нафтни бум шездесетих година 19. вијека, кипарски рат, иранска револуција седамдесетих година 20. вијека, те ирачка инвазија на Кувајт и азијска финансијска криза крајем 20. вијека. У новије вријеме, почетком 21. вијека, на скок цијене нафте у свијету су утицали инвазија на Ирак, терористички напад 11. септембра на WTC у Њујорку и велика финансијска криза почетком 2007. године. Стална напетост на Блиском истоку несумњиво доводи до непредвидивих кретања цијене нафте и значајно утиче на честу колебљивост свјетске економије.

Само у 2008. години цијена нафте на свјетском тржишту је расла са вриједности испод 100 \$ по барелу почетком године на 144 \$ по барелу почетком јула исте године. Разлог томе се може наћи у подацима да је у 2008. години производња нафте земаља ОПЕК-а опала за 1,4% што је највећи пад од 1992. године, уз истовремени пад и у укупној свјетској потрошњи нафте за 0,6% што је први пад од 1993. године (BP 2009: 3).

Ови подаци указују на *тенденцију пада производње и перформанси свјетске економије, јер несумњиво, пораст цијена нафте, као примарног енергетског фактора, неминовно доводи до раста цијена и инфлације, те пада потрошње и друштвеног бруто производа, односно до раста опште неликвидности и веома озбиљних економских поремећаја.*

5. ПОЛИТИЧКИ АСПЕКТ ФИНАНСИЈСКЕ КРИЗЕ

Свјетски центар економске моћи се полако мијења. Економску надмоћ Сједињених Држава и Европе замјењује економски успон Азије, прије свега Кине.²³ Да се закључити да је економска надмоћ уско везана за политичку. Наведимо примјер компромисног рјешења за свјетски финансијски систем из Бретон Вудса између Сједињених Америчких Држава и већ ослабљене Енглеске. Систем из Бретон Вудса је почивао на долару као резервној валути који је био осигуран златним резервама у вриједности 35 долара по унци. Сједињене Државе су одређивале политику новца, а све остале земље су се морале прилагодити тој политици.

Новембра, 2009. године амерички предсједник Барак Обама је у Пекингу јавно рекао да је партнерство Кине *помогло да се Сједињене Државе извуку из најтеже послеријатне рецесије* и да ће оно довести до повећања америчког извоза и отварања нових радних мјеста у Сједињеним Државама, уз истовремено повећање животног стандарда у Кини. Наглашена је тежња обје земље према интензивнијој сарадњи у области привреде, енергетике и питања климатских промјена.²⁴

Међутим, процес глобализације је показао да свјетска економија ипак слиједи правила у америчком стилу.²⁵ Последњих година монетарна и економска политика

²³ Почетком XIX вијека, све до I свјетског рата, водећа економска и трговачка снага је била Велика Британија. У другој половини XX вијека ову улогу преузимају Сједињене Државе и Немачка.

²⁴ http://sr.wikinews.org/sr/Kina_pomogla_da_se_SAD_izvuku_iz_recesije (20. 11. 2009)

²⁵ Преоријентација образовног система Европе на англосаксонски, преко укидања диплома и увођења степенастих завршних испита (бачелор и мастер), преоријентација рачуноводства на Међународне рачуноводствене стандарде (International Accounting Standards), који су значајно флексибилнији и подложни манипулацији према америчким правилима, преоријентација система плаћања у земљама бивше Југославије на англосаксонски модел поравнања у реалном времену.

између великих економских сила је значајно координисане преко сусрета Г-20, Г-8, Г-7, годишњих сусрета ММФ-а и Свјетске банке у Вашингтону, иницијативе за стварање монетарних резерви земаља чланица Европске уније и сл.

Јапан, Кина и земље извознице нафте су формирале веома јаке монетарне резерве од *вишкова из спољне трговине*.

Данас су страни инвеститори власници око 17% америчке индустрије, преко куповине државних обвезница на отвореном финансијском тржишту. Само Кина у својим валутним резервама од 1.500 милијарди долара има 800 милијарди у америчким државним обвезницама. Поред тога инвестирала је у преко 10.000 великих компанија широм свијета.

На другом мјесту су тзв. „суверени инвестициони фондови“ који су у вријеме интензивирања велике финансијске кризе и неликвидности банака понудили покриће дебаланса у банкарским билансима, врло често са правом гласа, односно управљања. „Суверени фондови су државне институције, које представљају додатну резерву земаља претежно обогачених нафтом и наглим извозом, а за времена када те компаративне предности не буде. Смисао им је максимализовање прихода на дуги рок и углавном су исказани у злату, SDR (специјалним правима вучења – ММФ) и страним валутама. Постоје независно од државних валутних резерви“ (Митровић 2008).

Први државни инвестициони фонд²⁶ (енгл. Sovereign Wealth Funds) основала је 1953. године кувајтска влада под називом Kuwait Investment Authority од кувајтске зараде од нафтне производње. Државне инвестиционе фондове обично су формирале владе са великим буџетским суфицитом.²⁷

Према резултатима истраживања приватне истраживачке компаније International Financial Services London крајем 2009. године,²⁸ највећи Abu Dhabi Investment Authority (ADIA) данас контролише око 627 билиона америчких долара. Слиједе норвешки The Government Pension Fund of Norway (GPF) који вриједи 445 билиона америчких долара, SAMA Foreign Holdings из Саудијске Арабије 431 билион америчких долара, SAFE Investment Company из Кине 347 билиона долара, Government of Singapore Investment Corporation (GIC) 248 билиона долара и Kuwait Investment Authority (KIA) који вриједи 203 билиона долара. Nation Welfare Fond из Русије има вриједност 168 билиона долара, China Investment Corporation (CIC) из Кине око 289 билиона америчких долара, а сингапурски Temasek Holdings вриједи 122 билиона америчких долара, мада они сами себе званично не сматрају државним фондом.

Мање вреднији, али веома активни у инвестицијама у 2009. години су Qatar Investment Authority (QIA) из Катра, 65 билиона долара, Libyan Investment Authority из Либије, 70 билиона долара, Australian Future Fund из Аустралије, 49 билиона долара, Revenue Regulation Fund из Алжира, 47 билиона долара, али и фондови низа малих земаља као што су Азербејџан, Нигерија, Еквадор, Брунеји, Тринидад и други, чија се вриједност у укупном износу процјењује на око 402 билиона долара.

Према истом извору укупна вриједност суверених државних инвестиционих фондова на крају 2009. године је износила 3.800 билиона америчких долара.

У најновијем таласу неликвидности америчких банака Abu Dhabi Investment Authority је за 7,5 билиона долара стекао власништво над 11% вриједности Citibank, Сингапур, Кувајт и Јужна Кореја уложили су 21 билион долара у Citigroup i Merrill Lynch, арапске земље и Русија уложиле су око 70 билиона долара у свјетске

²⁶ Фондови под власништвом држава који су обично састављени од валутних резерви, акција, обвезница, некретнина и осталих финансијских инструмената

²⁷ Највећи државни инвестициони фондови се налазе у нафтно-произвођачким земљама попут Уједињених Арапских Емирата, Норвешке, Кувајта, Катара, Русије, Саудијске Арабије, а од 2000. године земље попут Кине и Јужне Кореје су оформиле суверене инвестиционе фондове чија је вриједност процијењена преко 400 милијарди америчких долара на основу суфицита извоза. Американци су их назвали „финансијским монструмима“.

²⁸ Sovereign Wealth Funds 2010. стр. 3, IFSL Research. www.ifsl.org.uk (17. 05. 2010)

финансијске колосе, Кина је за 3 билиона долара постала власник 9,9% вриједности Blackstone Grоuре, а покрићем губитка од 5,7 билиона долара у најчувенијој инвестиционој банци, Merrill Lynch, постала је власник 10% њене имовине. Од 1974. године суверени фондови су инвестирали око 2.876 билиона долара, од чега је 2.103 нафтног поријекла (Митровић 2008).

Поред банака, суверени фондови наведених земаља су 2007. године ушли и у власништво берзи: америчка технолошка берза NASDAQ продала је 19,9% акција Абу Дабију; Лондонска 19,9% Катару и 28% Абу Дабију. Осим берзи и реномиране компаније су постале сувласништво сувереног капитала, као што су италијански Ferrarі, са 5% власништва, 6,5% MGM, Sony, HSBC, Och-Ziff који су припали шеицима из Абу Дабија. Затим, Сингапур је купио 4,9% Sony индустрије и 9% UBS (швајцарске банке, највише погођене европске банке дужничком кризом). Сингапурски GIC је власник 80 милијарди долара вриједности некретнина попут AT&T Corporate Center у Чикагу, Shiodome City Center у Токују и Merrill Lynch-ов европски штаб у Лондону. Чак су се и општине са буџетским дефицитом у неким земљама задуживале преко суверених фондова (нпр. Таранто у Италији).

У свјетским политичким круговима активност државних инвестиционих фондова није остала непримијеђена. Многи амерички конгресмени су заузели став да ова страна улагања пријете америчкој националној сигурности. Сенатор из Њујорка Chuck Schumer је истакао да постоји могућност да ови фондови улажу због неекономских, политичких фактора и да америчке компаније које имају стратешку важност за Сједињене Државе не смију бити под власништвом ових фондова, што је у супротности са јавним ставом америчких банкара.

Готово заједничка стратегија свих формираних суверених инвестиционих фондова у будућности је повећање улагања у Бразил, Русију, Индију и друге економије у развоју.²⁹

Табела 2. Тржишно учешће суверених инвестиционих фондова по земљама и региону крајем 2009. године³⁰

По земљама	\$ билиона	% удио
Кина	928	24
Уједињени Арапски Емирати	677	18
Норвешка	445	12
Саудијска Арабија	436	11
Сингапур	370	10
Кувајт	203	5
Русија	168	4
Остали	573	15
По региону		
Средњи исток	1.620	43
Азија	1.350	36
Европа	670	18
Америка	90	2
Остали	70	2
Укупно	3.800	

²⁹ Узимајући у обзир пријатељске односе многих земаља на Балкану са земљама које имају наведене државне инвестицијске фондове, попут Уједињених Арапских Емирата, Кувајта, па и Русије, кроз свој Russian National Wealth Fund вриједан 32,7 милијарди \$, могућа су улагања ових фондова и у ове економије.

³⁰ Sovereign Wealth Funds 2010. стр. 3, IFSL Research. www.ifsl.org.uk (17. 05. 2010)

Истраживачка компанија International Financial Services London процјењује да ће имовина суверених инвестиционих фондова до краја 2012. године нарасти на 5,5 трилиона америчких долара.

Најновији извјештај ММФ-а о стању девизних резерви и иностраној текућој ликвидности у милионима америчких долара по појединим земљама за фебруар 2010. године показује да Јапан (1.068.982), Индија (278.607), Кореја (270.835) и Кина (258.267) заузимају водећу позицију. Земље евросистема су имале девизне резерве у износу 707.602 милиона америчких долара.³¹

Ако бисмо шире размотрили међународну економску стратегију Кине, видимо да ова земља своје девизне резерве користи између осталог за плаћање сировина у доларима, а све у циљу да унаприједи своју трговину и у исто вријеме осигура изворе сировина.

Према званичним извјештајима у 2008. години азијско-пацифички регион је у укупној потрошњи примарне енергије учествовао чак са 87%. Према подацима о потрошњи нафте у 2008. години, највећи потрошачи су Сједињене Државе са учешћем у укупној потрошњи 22%, затим слиједе Кина са 9,6% и Њемачка са 3% (ВР 2009: 11).

2005. године China National Offshore Oil Corporation (CNOOC) је понудила 18,5 милијарди долара за преузимање америчке нафтне компаније Unocal, која посједује технологије за искориштавање нафтних поља које леже дубоко испод мора, као и резерве природног гаса у Азији. Скупим нафтним куповинама Кина осигурава резерве енергије, кочи куповну моћ свог становништва за робама из иностранства и подржава сопствени извоз кроз слаб ренимби (Оте 2009: 64).

Пођемо ли од тога да се степен развијености једне економије прати и према степену потрошње енергије, односно приоритетно нафте, лако можемо закључити да је задњих година својом стопом раста Кина ушла међу прве три. Кина је увозник нафте од 1993. године, када је потреба за нафтом нагло порасла, уз стагнацију домаће експлоатације.³²

На недавном скупу у центру „Вудро Вилсон“, председник Свјетске банке, Роберт Зелик, је изјавио да богате земље не могу више да намећу своју вољу земљама у развоју. Према његовим ријечима, глобалну финансијску кризу изазвале су развијене земље, док су земље, које су донедавно припадале „трећем свијету“, помогле да се из ње изађе. Према његовим ријечима, *за десет година свијет ће изгледати потпуно другачије. Напоменуо је да је учешће Азије у глобалној потрошњи порасло је са 7% 1980. на 21% 2008. Азијске берзе данас учествују са 32% капитала на свјетским тржиштима, претекавши Сједињене Државе са 30% и Европску унију са 25 %.*³³

Ове промјене нису донијеле само Кина и Индија. Према подацима које је том приликом истакао *учешће земаља у развоју у глобалном бруто производу, у смислу куповне моћи, порасло је са 33,7% 1980. на 43,4% 2010. године. „Земље у развоју обећавају даљи динамичан привредни раст у наредних 5 година и дужи. Земље подсахарске Африке могле би да остварују просјечан економски раст од око 6% до 2015, док би у јужној Азији, гдје живи половина сиромашног становништва у свијету, тај проценат могао да износи 7% годишње.“*

У свом говору дао је приоритет Блиском истоку, као веома важном извору капитала за остали свијет.³⁴

³¹ <http://www.imf.org/external/data.htm> (29. 04. 2010)

³² 2002. године China National Offshore Oil Corporation (CNOOC) је купила нафтна и гасна поља у Индонезији за 585 милиона долара, а Петро-Кина је преузела индонезијске резерве за 262 милиона долара. Већ следећих година Кина купује нафтна и гасна поља у Казахстану, Екватору, Перуу, Ирану и Аустралији.

³³ *Трећи свет више не постоји*, <http://www1.voanews.com/serbian/news/economy/Zoellick-World-Bank-third-world-04-23-2010-91933699.html>.

³⁴ „Према званичним процјенама, резерве Савјета заливских земаља износиле су више од 500 милијарди долара крајем 2008, док су државне резерве тих земаља достигле хиљаду милијарди долара“.

Зелик се осврнуо и на Африку. Он је истакао да би Африка могла да замијени Кину као индустријску базу свијета. У десетогодишњем периоду до 2008. приватни сектор је уложио више од 60 милијарди долара у комуникације у Африци.³⁵

Осим Кине, која је симболично названа „фабриком свијета“, и Индија има велики утицај на свјетску економију, посебно у сектору информационе технологије и представља својеврсни центар услужног сектора.³⁶ Иако инфраструктурно недовољно развијено и сиромашно, индијско друштво је богато стручним кадровима и знањем, што му, по неким истраживања, условно гарантује до 2020. године позицију испред њемачке и јапанске економије, а кинеском друштву високог степена раста реалне производње, натпросјечне ефикасности и склада, водећу позицију до 2016. године, испред америчке финансијске империје (Оте 2009).

Ипак, Сједињене Америчке Државе ће и даље остати главни играч на ужареној свјетској сцени, јер без њих не би било ни кинеског успона, европског интеграционог развоја, нити развоја индијског кадровског капацитета и интелекта. Сједињене Америчке Државе су једноставно настале и „осуђене“ на опстанак и развој, јер без постојања америчког друштва заснованог на потрошњи, америчког либералног и флексибилног тржишта, улагања у развој науке и технологије и флексибилности и отворености свим нацијама, нема развоја ни остатка свијета.

Међутим, несумњиво је да ће велика финансијска криза почетком 21. вијека оставити трага на тренутну позицију америчког друштва на свјетској финансијској и економској лествици. Велика финансијска криза с почетка 21. вијека је очигледна прекретница и креаторка новог поретка на лествици финансијске моћи. Њени узроци се засигурно могу наћи и у економским циклусима, и у енергетском сектору, али и у снажном политичком утицају, који су веома сложенем и вјештом интернационалном комбинаториком довели до опште економске и финансијске нестабилности широких размјера неизвјесног краја.

6. ЗАКЉУЧАК

Економске, односно финансијске кризе представљају негативне економске осцилације системског или несистемског карактера које могу да изазову дубоке и дугорочне поремећаје, који се у кратком року негативно одражавају на општи економски раст, финансијску стабилност и запосленост, али у дугом року доприносе враћању економског система на здраве основе и стабилан раст и развој. Свака економска криза и стагнација наговјештава почетак једног новог циклуса, једног новог таласа иновативних процеса, који ће довести до економске преоријентације, настанка нових тржишта и нових производа или процеса.

Дужничка криза 21. вијека је врло сложен комбинаторички сплет развоја економских циклуса, енергетских фактора и политичких утицаја, који је услед пораста трошкова и цијена и смањења обима производње и промета, те драстичног пораста неликвидности држава, привреде и становништва успорио економски раст широм

<http://www1.voanews.com/serbian/news/economy/Zoellick-World-Bank-third-world-04-23-2010-91933699.html>.

³⁵ „Могуће је подстаћи кинеске компаније да своје фабрике лоцирају у Африци, како за домаћу производњу тако и за извоз. Кинеске компаније би могле да обезбиједје, не само машине и 'know-how' него мреже за маркетинг и дистрибуцију. Свјетска банка у сарадњи са афричким земљама и Кином већ ради на успостављању индустријских зона у Африци“ (Роберт Зелик).

<http://www1.voanews.com/serbian/news/economy/Zoellick-World-Bank-third-world-04-23-2010-91933699.html>.

³⁶ Осим развоја софтвера, индијски стручњаци су свјетски експерти у побољшању телекомуникационе и технолошке инфраструктуре, медицине, пореском савјетовању, књиговодству и сл.

свијета, повећао стопу незапослености и оборио животни стандард америчког и европског грађанина.

Фактори који утичу на привредне циклусе краткорочно не утичу у значајној мјери на тренд привреде, јер привредни циклуси представљају краткорочна одступања економских варијабли, односно краткорочне флукуације економских активности од дугорочног тренда раста привреде. Међутим, дугорочно могу да се, преко тенденције привредних циклуса у одређеном временском интервалу, одразе на цикличну флукуацију самог потенцијалног друштвеног производа, односно привредног тренда.

Појава и интензивна, неконтролисана примјена финансијских деривата и инструмената финансијског инжењеринга је у блиској прошлости доводила до дугих конјунктурних успона. Општи економски услови и засићење у коришћењу и проширењу постојећих иновација су узроковали наступање нове, а због ширине обухвата, велике финансијске кризе широких размјера.

Искуство прве финансијске кризе 21. вијека је показало да ни континуирана праћења привредних кретања и економске анализе еминентних рејтинг агенција и истраживачких центара у свијету нису могли да са ефикасношћу уоче кретање свјетске привреде у фазу кризе, а затим и рецесије, како би се на вријеме дефинисале одређене мјере и ублажили негативни ефекти њиховог наступања.

Економије са експанзијом на највишем нивоу представљају озбиљну основу за почетак одређене финансијске, а самим тим, и економске кризе, што данас, у условима узајамне повезаности свјетских економија процесима интернационализације и глобализације, представља општу пријетњу економској стабилности цијелог свијета. Фаза пуне експанзије у економији је погодно тло развоја моралног хазарда и шпекулација, мотивисаних тежњом за што већим профитом, без обзира на ризик, који објективно у овој фази више није могућ, а ограничених сасвим природном тежњом привреде ка стању уравнотежења, односно стању тржишног еквилибријума.

Стабилан развој имаће она економија која је у свом привредном циклусу најдуже присутна у потфази успона, односно опоравка јер тада коришћени капацитет варира око дугорочног, развојног тренда привреде просјечне упослености капацитета према захтјевима тражње са благом тенденцијом раста, увијек спреман за успјешно прилагођавање новим изазовима и пријетњама окружења.

Варирање каматне стопе је кључно за макроекономску стабилност јер обезбјеђује усклађивање временске динамике потрошње и производње у привреди. Економске, односно финансијске кризе се, при том, јављају као фазе „процеса уравнотежења“.

Расположивост енергетских извора, прије свега нафте, директно утиче на производне односе и диктира макроекономске перформансе националних економија и свјетске економије. Исто тако, развој свјетске економије је кључни покретач потрошње енергије, односно нафте. Пораст цијена нафте, као примарног енергетског извора, неминовно доводи до раста цијена и инфлације, те пада производње, потрошње и бруто друштвеног производа, односно погоршавања економских перформанси свјетске економије, све до веома озбиљних економских поремећаја.

Узимајући у обзир да се степен развијености једне економије прати и према степену потрошње енергије, задњих година својом стопом раста Кина је ушла међу прве три земље са узлазном стопом развоја (Сједињене Америчке Државе, Кина и Њемачка).

Велика финансијска криза 21. вијека је отворила пут новог свјетског финансијског поретка, преко прекомпозиције финансијских тржишта у свим сегментима своје структуре и појачане активности суверених инвестиционих фондова. Вијек иза нас је, кроз либерализацију америчких и европских тржишта, омогућио извлачење монетарних резерви из високоразвијених земаља у земље нафтне и извозне доминације, али својевремено зависнице од увозних апетита америчког и европског

тржишта. Та иста домаћа акумулација у рукама страних, често авангардних инвеститора, данас, у 21. вијеку, „*помаже да се Сједињене Државе извуку из најтеже послеријатне рецесије*“, како је то недавно у Пекингу јавно изјавио амерички предсједник Барак Обама.

Међутим, процес глобализације је показао да свјетска економија још увијек слиједи правила у америчком стилу, иако ће велика финансијска криза почетком 21. вијека оставити дубок траг на тренутну позицију америчког друштва на свјетској финансијској и економској сцени. Сједињене Америчке Државе ће и даље, још дуго, остати носилац раста и развоја свјетске економије, јер без америчког друштва заснованог на потрошњи, америчког либералног и флексибилног тржишта, улагања у развој науке и технологије и флексибилности и отворености према свим нацијама, жељним развоја на пољу научних достигнућа и знања, не би било ни кинеског успона, европског интеграционог развоја, нити развоја индијског кадровског капацитета и интелекта.

ЛИТЕРАТУРА

- Dušanić, B. J.** 2010. Identifikovanje suštinskih faktora globalne krize – uslov za preduzimanje adekvatnih mera za njeno prevladavanje. Acta Economica. 12.
- Larry Cordell, Karen Dynan, Andreas Lehnert, Nellie Liang, Eileen Mauskopf.** 2009. Designing Loan Modifications to Address the Mortgage Crisis and the Making Home Affordable Program. Washington: Finance and Economics Discussion Series Divisions of Research & Statistics and Monetary Affairs Federal Reserve Board.
- Ote, M.** 2009. Slom dolazi: nova svetska ekonomska kriza i šta vi sada možete da učinite. Banja Luka: Romanov.
- Pavlović, M.** 2009. Značaj privrednih ciklusa u savremenim tržišnim privredama. Ekonomske teme. 1/09.
- Plakalović, N.** 2004. Monetarna ekonomija – Teorija institucije i politika. Istočno Sarajevo: Zavod za udžbenike i nastavna sredstva.
- Prašćević, A.** 2003. Ciklične fluktuacije – teorije Knuta Viksela i Austrijske škole. Ekonomski anali. 159.
- Samuelson, P. A. Nordhaus W. D.** 2007. Ekonomija. Zagreb: Mate.
- Tomaš, R.** 2010. Kriza i siva ekonomija u Bosni i Hercegovini. Sarajevo: Friedrich-Ebert-Stiftung.
- Beyond Petroleum.** 2009. Statistical Review of World Energy. London: Beacon Press.
- Brand, M.** 2010. Ekonomski okvir informatičkog razvoja. http://info.biz.hr/Typo3/typo3_01/dummy-3.8.0/index.php?id=460 (15. 04. 2010).
- IFSL Research.** 2010. Sovereign Wealth Funds 2010. <http://www.ifsl.org.uk> (17. 05. 2010).
- Mitrović, M.** 2008. Davljenje u kapitalu. [http://bifmonthly.mediaonweb.org/sh/38/periskop/1661/\(juni, 2008\)](http://bifmonthly.mediaonweb.org/sh/38/periskop/1661/(juni, 2008)).
- http://en.wikipedia.org/wiki/Knut_Wicksell (18. 02. 2010).
- <http://www.imf.org/external/data.htm> (29. 04. 2010).
- <http://www.federalreserve.gov/Pubs/feds/2008/200846/200846abs.html> (30. 04. 2010).
- <http://www1.voanews.com/serbian/news/economy/Zoellick-World-Bank-third-world-04-23-2010-91933699.html>
- http://commons.wikimedia.org/wiki/File:Euribor_12_02_2010.JPG (05. 03. 2010).
- http://www.federalreserve.gov/releases/h15/data/Monthly/H15_FF_O.txt (02. 03. 2010).
- http://en.wikipedia.org/wiki/Kondratiev_wave (16. 04. 2010).
- <http://www.bp.com/statisticalreview> (22. 04. 2010).
- http://sr.wikinews.org/sr/Kina_pomogla_da_se_SA_D_izvuku_iz_recesije (20. 11. 2009).