

*Нермина Побрић**

ЕФЕКТИ ГЛОБАЛНЕ ФИНАНСИЈСКЕ КРИЗЕ НА РАЗВИЈЕНИМ И НОВИМ ФИНАНСИЈСКИМ ТРЖИШТИМА

EFFECTS OF GLOBAL FINANCIAL CRISIS IN DEVELOPED AND EMERGING FINANCIAL MARKETS

Резиме

Утицај кризе на развијене земље, земље у развоју и земље са настајућим тржиштем, испољава се и у реалном и у финансијском сектору. Док су механизми трансмисије преко трговине једноставни, механизми трансмисије кроз финансијске канале чине се комплекснијим, зато што су финансијске везе сложеније од интернационалне трговине.

Забринутост због могућности прерастања финансијске кризе у другу велику депресију довела је до драстичног пада на тржишту акција и знатног губитка поверења потрошача и фирми у тржишне институције широм света. На развијеним тржиштима, у оквиру финансијског сектора, криза је највише погодила банкарски сектор, а најмање сектор осигурања. Утицај финансијске кризе на банке широм света испољавао се кроз повећану неизвесност у погледу квалитета дужника и мању доступност извора финансирања. Финансијска криза је преко погоршања фискалне позиције земље, утицала на погоршање перформанси тржишта државних обвезница.

* Економски факултет у Брчком, Универзитет у Источном Сарајеву, n.pobric@efbrcko.ba

Током иницијалних фаза, хипотекарна криза је мање утицала на земље са настајућим тржиштем него на развијене привреде. Дуго-трајнија дисфункционалност тржишта, погоршавање економских услова у развијеним привредама и растућа глобална аверзија на ризик, утицали су сигнификантно на земље са настајућим тржиштем од краја 2008. године. Расламсавање финансијске кризе највише је утицало на земље са настајућим тржиштем са великим дефицитима текућег рачуна и чије банке су се пре кризе, у великој мери, ослањале на страно финансирање на велико.

Кључне речи: глобална финансијска криза, хипотекарна криза, развијена финансијска тржишта, нова финансијска тржишта.

Summary

The influence of the crisis on developed, developing and emerging market countries will come through real and financial sectors. While the transmission mechanisms through trade are straightforward, those through financial channels appear to be more challenging as financial linkages have been more complicated than international trade.

Anxiety about the possibility of financial crisis to arise in other great depression led to a drastic slowdown in stock market and significant loss of confidence by consumers and firms in market institutions around the world. In the financial sector in developed markets banking sector was the most and insurance sector was the least affected by the crisis. Financial crisis influenced banks around the world through increased uncertainty about the debtor quality and decreased availability of financing sources. Through deteriorating country's fiscal position financial crisis affected deterioration of government bond market performances.

Emerging market countries were less affected during the initial stages of the crisis than developed economies. But the persistence of the market dislocations, the deterioration of economic fundamentals in developed economies and rising global risk aversion significantly affected emerging market countries by late 2008. Countries with large current account deficits and whose banks prior to the crisis have been most reliant on foreign wholesale funding have been mostly affected by the ramifications of the financial crisis.

Key words: global financial crisis, mortgage market crisis, developed financial markets, emerging financial markets

Увод

Процеси глобализације финансијских тржишта су, са једне стране, интензивирали проток капитала, као најмобилнијег фактора производње, кроз глобалне финансијске токове и, са друге стране, повећали осетљивост националних економија на регионална и глобална привредна и политичка кретања. Вероватноћа трансмисије нестабилности и кризе из „инфициране” (енгл. contaminated) у релативно здраву, али ослабљеног имунолошког система, националну привреду утолико је већа уколико је степен спољнотрговинске и финансијске повезаности привреда већи. Трговинска трансмисија остварује се преко спољнотрговинског биланса, цена роба и услуга, конкурентности и девизног курса, док су цене финансијских инструмената, цене и квалитет банкарских производа, каматне стопе, ликвидност тржишта и, такође, девизни курс полуге финансијске трансмисије. Истраживања која су до сада рађена са намером да се испитају интензитет и правац трансмисионих процеса показала су да је степен трансмисије већи на интрарегионалном него на интеррегионалном нивоу. Такође, позитивне ефекте повољних привредних и политичких кретања у развијеним земљама више користе остале развијене земље, док последице неповољних привредних и политичких кретања у развијеним земљама сносе и развијена и настајућа тржишта. Коначно, мултипликовање нестабилности и криза у земљама у развоју већим делом врши се у оквиру региона са настајућим тржиштима. Текућа финансијска криза, између осталих, потврђује тезу да последице неповољних привредних и политичких кретања у развијеним земљама сносе и развијена и настајућа тржишта.

Намера аутора је да у раду укаже на што више ефеката глобалне финансијске кризе на развијеним и новим финансијским тржиштима како би се олакшало разумевање већ примењених мера и проналажење даљих адекватних праваца деловања на превазилажењу и спречавању поновног настанка финансијске кризе. Рад се састоји из три дела. У првом делу указаћемо, укратко, на узроке настанка, канале трансмисије и механизме ширења кризе. Ефекте кризе на појединим сегментима развијених финансијских тржишта, тржишту акција, тржишту обвезница, банкарском тржишту и тржишту осигурања,

анализираћемо у другом делу рада. Предмет анализе у трећем делу рада биће ефекти кризе на новим финансијским тржиштима Азије, Латинске Америке, Африке и Европе.

1. Узроци настанка, канали трансмисије и механизми ширења кризе

Глобална финансијска криза је највећи дебакл након светске економске кризе која се догодила 1929. године. С обзиром на то да су већа склоност становништва потрошњи него штедњи, спремност менаџмента предузећа на предузимање незаконитих активности, нерационално понашање инвеститора, пословање предузећа са високим степеном финансијског левериџа и недовољно квалитетан процес ревизије у оквиру финансијског сектора сигнализovali настанак кризе уопште¹, а релативно флексибилна понуда нових стамбених објеката, стимулативан порески третман камате на хипотекарне кредите и закупнине и висока правна заштићеност кредитора од дужника који не измирују своје обавезе узроковали настанак кризе на америчком, а не на хипотекарном тржишту неке друге земље², настанак глобалне финансијске кризе био је изванредан.

Корени текуће глобалне финансијске кризе сежу од одлива капитала из многих земаља са настајућим тржиштем након азијске и руске кризе 1997/1998. године и земаља са растућим суфицитима текућег рачуна. Иако значајан, одлив капитала није кључни узрочник кризе. За настанак кризе кључна је комбинација макроекономских процеса и институционалних фактора на микро нивоу. Макроекономски фактори који су допринели настанку кризе обухватају експанзивну монетарну политику у Сједињеним Америчким Државама, велики прилив капитала на америчка тржишта хартија од вредности (пре свега на тржиште државних обвезница) из земаља са високом стопом штедње, бум на америчком тржишту некретнина и презадуженост сектора становништва. Институционални фактори на микро нивоу обухватају експанзију секјуритизације и финансијских иновација, тј. развој нових финансијских производа, нетачну процену кре-

¹ Friedman and Friedman (2009)

² Ellis (2008)

дитног ризика, примену неадекватних модела вредновања активе и неадекватну финансијску супервизију и регулаторни оквир.³

Будући да је општи став да ниједан регион у свету није имун на кризу, питање је који ће бити највише погођени. То ће зависити од програма подршке које је свака земља развила током последњих пет година, висине фискалне штедње генерисане у истом периоду, квалитета управљања дугом јавног сектора и степена диверсификованости извоза. Зато, очекује се да ће најосетљивије земље бити:

- а) Земље са настајућим тржиштем које се превише ослањају на екстерно задуживање и друге капиталне приливе у финансирању економског развоја;
- б) Вероватно је да ће се извозни приходи и стране директне инвестиције који потичу из развијених земаља погођених кризом сигнификантно смањити. Као последица тога, земље које више зависе од екстерне потрошње биће више погођене кризом ако су њихови извози усмерени, пре свега, ка партнерима погођеним кризом. Смањење екстерних кредита и страних директних инвестиција утицаће на развој приватног сектора, као и на државну потрошњу и инвестиције;
- в) Земље у којима више цене нафте подстичу привредни раст; имајући у виду предвиђања успоравања раста светске привреде, очекује се да ће цене пасти, што ће генерисати различите врсте ризика за привреду;
- г) Задуженије земље у којима се очекује поскупљивање финансирања дугом; с обзиром на то да финансијски систем земаља погођених кризом ребалансира свој портфолио улагања укључивањем мање ризичних позиција, цена задуживања земаља у развоју и земаља са настајућим тржиштем расте.

Са друге стране, мање погођене кризом биће:

- а) Земље које успеју да одрже стабилну стопу раста вођењем оштре фискалне политике;
- б) Земље у којима интерна тражња покреће текући привредни раст. Степен утицаја кризе зависи, тако, од степена економске

³ Детаљније видети: Orłowski (2008), Hellwig (2008), Gokhale (2009), Wilmarth (2009), Cannata and Quagliariello (2009), Mayer-Foulkes (2009), Marphy (2008) and Arner (2009).

и финансијске интегрисаности између земаља у развоју и развијених привреда погођених кризом.⁴

Утицај кризе на развијене земље, земље у развоју и земље са настајућим тржиштем испољава се и у реалном и у финансијском сектору. Покретач ширења заразе у реалној привреди био је пад домаће тражње у САД за 3,5%. До пада домаће тражње дошло је због смањења потрошње становништва и приватних инвестиција. Висина губитака остварених у различитим регионима је, у великој мери, одраз важности америчког тржишта у тим привредама.

Независно од негативних ефеката који су се проширили кроз трговинске канале, већина привреда била је, такође, изложена тешким потресима и у финансијском сектору. Структура биланса стања банака је погоршана, одливи капитала су интензивирани и тржишта акција су дестабилизвана. Док су механизми трансмисије преко трговине једноставни, механизми трансмисије кроз финансијске канале чине се комплекснијим. Разлог за то је да су финансијске везе сложеније од интернационалне трговине. С обзиром на то да се релативна значајност различитих финансијских канала може разликовати међу привредама, неопходно је класификовати финансијске канале ширења заразе да би се потпуно објаснила улога коју они могу играти у трансмитовању инфекција. Разликују се три канала ширења заразе: преко банака, преко тржишта акција и преко бекства за квалитетом преко граница.

Финансијски канали играли су сигнификантнију улогу у ширењу кредитне кризе из Сједињених Америчких Држава у развијене земље, док је њихов ефекат на, на пример, Кину релативно мали. Даље, негативни утицаји финансијске заразе у већини случајева трају дуже од негативних утицаја трговинске заразе, тако да је за опоравак финансијски заражених привреда потребно, обично, дуже време. Све у свему, привреде са јачим финансијским везама са Сједињеним Америчким Државама могле би претрпети веће губитке кроз финансијске канале. Док се у развијеним земљама криза више ширила преко тржишта акција, а мање преко одлива капитала узрокованог бек-

⁴ Zaman (2008: 4-5)

ством за квалитетом, у земљама са настајућим тржиштем било је обрнуто.⁵

Ширење кризе је резултат дејства два механизма. Први механизам проистиче из модерне верзије функционисања банке, а други из потребе финансијских институција за одржавањем рација адекватности капитала. У условима традиционалног пословања банака, депозитори су повлачили свој новац уколико су очекивали да банка постане несолвентна. Од тада, догодиле су се две промене. Прво, у већини земаља депозитори су сада осигурани, тако да је подстицај за повлачење средстава у случају несолвентности финансијских институција мали. Друго, банке и друге финансијске институције се углавном финансирају са тржишта новца. Перципирање ризика улагања у банке и друге финансијске институције високим отежава њихово финансирање са тржишта новца. Последица је, међутим, иста као у условима традиционалног пословања банака; суочене са смањењем могућности задуживања, институције су приморане да продају имовину. Дале, финансијске институције имају потребу да побољшају свој рацио капитала када дође до смањења вредности њихове имовине и, тако, смањења капитала. За задовољење потребе, две могућности им стоје на располагању. Наиме, они могу да изаберу опцију прибављања додатног капитала од екстерних инвеститора или опцију смањења суме њихових биланса стања продавањем неких делова имовине или редуковањем пласмана.

У макроекономској кризи проналажење додатног приватног капитала је подједнако тешко као продавање имовине. Постоји више разлога за то. На пример, број инвеститора са великим расположивим финансијским потенцијалом који су спремни да у нестабилним приликама исти уложе у банке и друге финансијске институције је мали. Затим, уколико је имовину финансијске институције тешко вредновати, она ће се продати по вредности мањој од садашње вредности очекиваних прихода. Продаја имовине једне институције по вредности испод реалне доприноси обарању вредности сличне имовине не само институције која продаје имовину већ свих институција које поседују сличну имовину. Последично, капитал институције се смању-

⁵ О утицају кризе на развијене земље, земље у развоју и земље са настајућим тржиштем испољеном у реалном и финансијском сектору детаљније видети: Zhang, Zhang and Han (2009) and Griffith-Jones and Ocampo (2009).

је, што је приморава на даљу продају имовине и тако редом док се билансна супстанца не истопи. Даље, интензивна секјуритизација некавалитетних пласмана изложила је велики број институција неизвесности и перцепцији већег ризика од несолвентности, што је генерисало тешкоће у проналажењу инвеститора који су спремни да купе имовину финансијских институција, продају имовине институције по нереално ниским ценама (*fire sale prices*) и, последично, већу вероватноћу финансијског колапса. Коначно, пословање финансијских институција са високим степеном финансијског леверица повећало је вероватноћу несолвентности и финансијског колапса истих.⁶

2. Ефекти кризе на развијеним финансијским тржиштима

Ефекти финансијске кризе на реалну активност били су ограничени у одређеном временском периоду након њеног започињања. Међутим, у јесен 2008. године, ефекти су постали израженији. Забринутост због могућности прерастања финансијске кризе у другу велику депресију довела је до драстичног пада на тржишту акција и знатног губитка поверења потрошача и фирми у тржишне институције широм света.

Након дугог и непрекидног раста од 2002. године, индекс портфолија светског тржишта акција почео је да пада у другој половини 2007. године. И поред пада, индекс је у 2007. забележио раст од 15% на годишњем нивоу. У првих шест до осам месеци 2008. индекс је у налетима растао и падао, а од средине септембра до краја октобра је нагло падао. За само 32 дана трговања (12.09.2008 - 27.10.2008.) индекс је пао за 36,8%. Након тога, индекс портфолија светског тржишта је релативно стабилизован и до краја године је два пута изгубио по 10% своје вредности. До краја фебруара 2009. године, индекс је пао на најнижу вредност посматрано од почетка 2007. године. Он је био за 45,4% нижи у односу на ниво с краја 2006. године 52,6% нижи у односу на ниво с краја 2007. и 16,5% нижи у односу на ниво с краја 2008. године. Волатилност индекса је само краткотрајно одступала навише од нормалног нивоа (10-12% годишње) у 2007. и првих осам месеци 2008. године. Од средине септембра до краја октобра волатилност индекса била је скоро четири пута већа од нормалне и три

⁶ Blanchard (2009)

пута већа од највеће забележене у претходних 18 месеци. И поред успоравања пада индекса, његова волатилност је расла до почетка новембра. Након тога, за релативно кратко време волатилност индекса је пала не на нормални ниво већ на ниво двоструко већи од преткризног нивоа.

Иако су преткризне перформансе биле драстично различите на развијеним и настајућим тржиштима, индекси регионалног тржишта испојили су сличне перформансе током кризних година. У периоду од почетка 2007. до краја фебруара 2009. индекс САД тржишта пао је за 44,3%, а индекс развијених тржишта без Северне Америке за 47,5%. Паду оба индекса током 2008. највише је допринео пад у кризном периоду (средина септембра – крај октобра) за 35%. Без обзира на то што су на промену индекса развијених тржишта без Северне Америке утицале промене девизног курса, индекс америчког тржишта био је волатилнији у целом периоду. Капитализација на америчком тржишту смањена је за преко 9.000 милијарди долара од октобра 2007. при чему се скоро половина смањења капитализације догодила током критична 32 дана трговања. На осталим развијеним тржиштима (осим Канаде) тржишна капитализација је смањена за скоро 14.000 милијарди долара, при чему треба имати у виду да је европско учешће у смањењу прецењено због валутних кретања у другој половини 2008. године. У 2007. години, индекс портфолија настајућих тржишта је порастао за 43,6% и на том нивоу се задржао до јуна 2008. године. Међутим, до краја године индекс је пао за 54,2%, при чему се чак 45,9% смањења догодило током критична 32 дана трговања, а до краја фебруара 2009. индекс је пао за још 11,2%. И поред великих осцилација и знатних валутних подешавања, волатилност индекса портфолија настајућих тржишта била је мања од волатилности индекса портфолија САД тржишта у периоду од почетка 2007. до краја фебруара 2009. године. Капитализација на настајућим тржиштима акција је од краја октобра 2007. смањена за 5.200 милијарди долара, при чему се скоро 50% смањења догодило само у критичном периоду.

С обзиром на то да је финансијски сектор епицентар кризе, већи негативан утицај кризе на финансијски него на нефинансијски сектор је очекиван. Очекивани утицај потврђује податак да је од почетка 2007. до краја фебруара 2009. индекс приноса финансијског сектора пао за 63,9%, а индекс приноса нефинансијског сектора за 38,3%. Волатилност приноса финансијског сектора је скоро 50% већа од во-

латилности приноса нефинансијског сектора. За разлику од агрегатних индекса, индекси приноса финансијског и нефинансијског сектора на америчком, другим развијеним и настајућим тржиштима испољили су различите перформансе током кризних година. Наиме, на америчком тржишту индекс приноса финансијског сектора је крајем фебруара 2009. био за 70%, а индекс приноса нефинансијског сектора за 35,9% нижи у односу на ниво с краја 2006. године. На другим развијеним тржиштима разлика у перформансама између финансијског и нефинансијског сектора није толико изражена. Индекс приноса финансијског сектора је крајем фебруара 2009. био за 65%, а индекс приноса нефинансијског сектора за 40% нижи у односу на ниво с краја 2006. године. Разлика у перформансама између финансијског и нефинансијског сектора на настајућим тржиштима није готово ни постојала. Крајем фебруара 2009. индекси приноса финансијског и нефинансијског сектора били су за 45 и 40%, респективно, нижи у односу на ниво с краја 2006. године.

На развијеним тржиштима у оквиру финансијског сектора криза је највише погодила банкарски сектор, а најмање сектор осигурања. Од почетка 2007. до краја фебруара 2009. индекс приноса банкарског сектора у Сједињеним Америчким Државама је пао за 77,4%, а индекс приноса сектора осигурања за 61,6%. Волатилност приноса банкарског сектора била је, такође, највећа и премашила је ниво од 100%. У истом периоду на другим развијеним тржиштима осим Северне Америке индекс приноса банкарског сектора је пао за 69,5%, а индекс приноса сектора осигурања за 58,5%. Највећи допринос паду индекса приноса финансијског сектора на настајућим тржиштима дао је индекс приноса сектора реалне имовине, а најмањи индекс приноса сектора осигурања, који су до краја фебруара 2009. пали за 63,5 и 31,3%, респективно, у односу на ниво с краја 2006. године.⁷

Утицај финансијске кризе на банке широм света испољавао се кроз повећану неизвесност у погледу квалитета дужника и мању доступност извора финансирања. Банке су реаговале на кризу смањивањем обима нових кредитних пласмана. Према Dealogic Loan Analytics-у укупан обим кредита на глобалном нивоу смањен је за

⁷ О ефектима кризе на укупно тржиште акција, тржиште акција финансијског и нефинансијског сектора и подсектора финансијског сектора на глобалном нивоу и по регионима детаљније видети: Bartram and Bodnar (2009).

41%. Будући да су уложиле огромна средства у прикупљање релевантних информација о клијентима, банке нису извршиле просту већ селективну редуkcију нових кредитних пласмана. Наиме, банке су уложиле већи напор да изаберу боље клијенте и да их пажљивије прате. Стандарди код кредитирања су пооштрени, посебно код одобравања кредита дужницима без историје задуживања, без кредитног рејтинга или без колатерала и финансијским институцијама из земаља карактеристичних по могућностима лаког присвајања великих зарада. Пооштравање кредитних стандарда било је неопходније на настајућим тржиштима јер су формални и неформални механизми за превазилажење информационе асиметрије између дужника и кредитора (кредитни рејтинзи) били мање ефикасни него на развијеним тржиштима.⁸

Финансијска криза је преко погоршања фискалне позиције земље утицала на погоршање перформанси тржишта државних обвезница. Колапсирањем привредне, активности порески приходи су нагло смањени. Повећање незапослености довело је до повећања издавања на социјална давања. С циљем пружања подршке најосетљивијим групама у друштву и спречавања смањивања потрошње, већина влада у ЕУ нудила је стимулативне пакете који су обухватили, између осталог, пореске олакшице. Стимулативни пакети на целом евро подручју износили су 1,1% БДП-а у 2009. години. Фискална политика одиграла је важну улогу у спречавању колапса не само реалног него и финансијског сектора. Огромна средства за покривање гаранција, рекапитализацију и опоравак финансијских институција издвајала је већина влада у ЕУ. Једна група земаља обезбедила је финансијске инјекције и гаранције за обавезе финансијског сектора, а друга је куповала неликвидну имовину од финансијских институција или интензивирала директно кредитирање. Мере подршке у земљама ЕУ коштале су државни буџет, у просеку, 3,5% БДП-а. Кризом изазвано смањење пореских прихода и издвајање средстава за подршку реалног и финансијског сектора генерисало је повећање јавног дуга и фискалног дефицита. Одговор тржишта инструмената државног дуга на погоршање фискалне позиције земље био је повећање премије за

⁸ Детаљније видети: De Hass and Van Horen (2009).

ризик неизвршења обавеза државе. Екстремни пример била је Ирска.⁹

3. Ефекти кризе на новим финансијским тржиштима

Генерално, током иницијалних фаза хипотекарна криза је мање утицала на земље са настајућим тржиштем него на развијене привреде. Дуготрајнија дисфункционалност тржишта, погоршавање економских услова у развијеним привредама и растућа глобална аверзија на ризик утицали су сигнификантно на земље са настајућим тржиштем од краја 2008. године. Распламсавање финансијске кризе највише је утицало на земље са настајућим тржиштем са великим дефицитима текућег рачуна и чије банке су се пре кризе у великој мери ослањале на страном финансирање на велико. На пример, ММФ је пружио значајну финансијску подршку Украјини и Мађарској (октобар 2008.), Пакистану (новембар 2008.) и Летонији (децембар 2008.). Земље са настајућим тржиштем, као што су Јужна Кореја и Русија, које су пре кризе формирале огромне девизне резерве морале су интензивно да их користе да би смањиле притисак на валуте да депресирају настао релаксирањем портфолио позиција и бекством капитала као и појавом озбиљних деформација у њиховим банкарским секторима.¹⁰

На азијска финансијска тржишта су само делимично утицали (преко тржишта акција и offshore тржишта обвезница) поремећаји на хипотекарном тржишту. Повећана забринутост због повећања поремећаја на хипотекарном тржишту, погоршавање кредитног квалитета и успоравање раста глобалне привреде подстакло је велике распродаје права власништва на регионалним тржиштима акција. Због пада цена акција, од почетка 2007. године продајом права власништва остваривани су огромни губици на већини тржишта, посебно у земљама где је степен развијености акционарства био висок. Сигнификантни губици су још увек могући на неким тржиштима где су price-earnings (P/E) рацији остали високи. Као одговор на то, домаће и стране фирме су одгодиле реализацију планова везаних за нову емисију на тржиштима акција.

⁹ Детаљније видети: Sgherri and Zoli (2009).

¹⁰ Frank and Hesse (2009: 8)

На offshore тржиштима обвезница за емитенте из азијских земаља са настајућим тржиштем дошло је, такође, до сигнификантне промене нивоа кредитног ризика и ризика ликвидности од избијања кризе пре три године. Наиме, као одговор на генерално повећану аверзију на ризик, кредитни спредови на инструменте високоризичних емитената, укључујући и емитенте са азијских настајућих тржишта, су нагло повећани. Индонезијске и пакистанске обвезнице биле су међу највише погођеним кризом, али негативни ефекти проширили су се дуж целог региона. Обим емисије offshore обвезница од стране емитената са азијских настајућих тржишта је, такође, генерално смањен. Погоршања у условима финансирања екстерним дугом имала су далеко мањи утицај на регионална тржишта дуга деноминованог у локалној него деноминованог у иностраној валути.

Регионални банкарски системи ушли су у период финансијске турбуленције релативно здрави. Њихова финансијска гипкост заснована је на ограниченој изложености исходишту проблема. Биланси стања регионалних банкарских система изгледају здраво и поремећаји на водећим финансијским тржиштима имали су мали утицај на њих. Ненаплативи пласмани смањени су драстично у целом региону након азијске финансијске кризе 1997-1998. године. RWCA (Risk-Weighted Capital Adequacy) рацији (однос између висине капитала и висине ризиком пондерисане активе) су виши. Посткризне реформе и реструктурирање банака и фирми са високим степеном финансијског левериџа резултовали су видним побољшањима у структури биланса стања. Банке су смањиле краткорочна екстерна задуживања, која су их претходно изложила ризицима генерисаним валутном и рочном неусклађеношћу инвестирања и финансирања. Оне су сада прошириле лепезу извора прихода увођењем нових, профитабилнијих линија бизниса, нових врста финансијских услуга и чврстих структура надокнада.¹¹

Анализа заснована на стандардном супервизорском оквиру банкарских ризика, CAMEL, потврђује тезу да биланси стања регионалних банкарских система изгледају здраво и да су поремећаји на водећим финансијским тржиштима имали мали утицај на њих.

АДЕКВАТНОСТ КАПИТАЛА – Да би била адекватно капитализована према дефиницијама америчке федералне банкарске регулатор-

¹¹ Детаљније видети: Lee and Park (2008).

не агенције, банкарска холдинг компанија мора имати рацио основног (Tier I) капитала од најмање 4%, рацио комбинованог основног и допунског (Tier I и Tier II) капитала од најмање 8% и рацио леверица од најмање 4%. Да би била добро капитализована према агенцијским дефиницијама, банкарска холдинг компанија мора имати рацио основног (Tier I) капитала од најмање 6%, рацио комбинованог основног и допунског (Tier I и Tier II) капитала од најмање 10% и рацио leverage-а од најмање 5%. Банкарски системи у Азији имају такве рације капитала да се могу сматрати добро капитализованим. Однос између банкарског регулаторног капитала и ризиком пондерисане активе у 2008. години био је у интервалу од 8,2 до 16,8%. Високи рацији у Индонезији (16,8%), Филипинима (15,5%), Сингапуру (14,3%) и Тајланду (15,3%) заслужују да буду посебно истакнути, али никако не сме бити занемарена важност повољних рација у Аустралији (10,9%) и Хонг Конгу, Кина (14,3%). У Народној Републици Кини (PRC) рацио је забележио огроман раст од 2003. (-5,9%) до 2008. (8,2%) године.

КВАЛИТЕТ АКТИВЕ – Квалитет активе је приметно побољшан у региону. На пример, у Народној Републици Кини учешће ненаплативих у укупним кредитима смањено је са 20,4% у 2003. на 2,5% у 2008. години. У Јапану учешће ненаплативих кредита смањено је са 5,2% у 2003. на 1,5% у 2008. години. Кредитне рејтинг агенције, међутим, очекују да знатан притисак на квалитет кредита буде највећа претња за већину банака у Азији. Остаје да се види у којој мери кредитна експанзија стварно заостаје на нивоу региона, узимајући у обзир да државне банке у системима у којима доминира државна својима могу играти сигнификантну улогу у спровођењу планова фискалне стимулације. У Народној Републици Кини и Вијетнаму банке усмеравају значајне обиме кредита на финансирање привредног развоја. Степен у којем владе земаља источне Азије, на пример Народне Републике Кине, врше притисак на банке да повећају кредитирање одређених сектора могао би определити обим и сложеност проблема банака у сфери кредитног квалитета у будућности. На пример, стимулације у Народној Републици Кини носе са собом одређени ризик. Стопа повећања неотплаћених банкарских кредита у претходних дванаест месеци порасла је са 14,5% у септембру 2008. на 18,8% у децембру 2008. и на 24,2% у фебруару 2009. године. Рапидан раст обима кредита је скоро увек повезан са компромисима у квалитету кредита и могао би довести до погоршања квалитета кредита у Народној Републици Ки-

ни. У исто време, директна владина помоћ банкама ће коначно обезбедити подршку.

АДЕКВАТНОСТ РЕЗЕРВИ – Највећа претња за већину банака у Азији је знатан притисак на квалитет кредита као резултат глобалне кризе. Повећање ненаплативости кредита могло би довести до смањења профитабилности и веће резервисање могло би да доведе до знатне ерозије основног (Tier I) капитала, са импликацијама на будуће кредитирање. У међувремену, проблем није текући ниво капитала или ненаплативости кредита, већ (не)постојање покрића будућих губитака које омогућава толерисање одређеног нивоа кредитних губитака. Пожељни рацио резерви и ненаплативих кредита је 100%. У САД-у, на пример, само недавно, за време кризе, рацио је пао испод 100%. Покривеност кредитних губитака у региону креће се од адекватне до неадекватне. Рацији покрића су ниски у Јапану (24,9%) и Индији (52,6%), задовољавајуће високи у Индонезији (98,5%), Малезији (86,9%), Филипинима (84,1%) и Тајланду (86,5%) и врло високи у Сингапуру (119,9%) и Кореји (155,4%).

ЗАРАДЕ – У Јапану банке послују у високо конкурентном окружењу са ниским профитним маргинама. Стопа приноса на сопствени капитал била је 6,1% у 2007. и 1,5% у 2008. години. На Филипинима (9,6% у 2008.) и Тајланду (7,3% у 2007.) банке су, углавном, инвестирале у инструменте државног дуга. Стопе приноса на улагања су, исто тако, скромне.

ЛИКВИДНОСТ – Модели пословања већине азијских банака били су и даље су засновани на прикупљању депозита и, тако, сигурнији су од модела пословања банака које се финансирају на велико, због веће стабилности извора финансирања. Финансирање на велико играло је сигнификантну улогу само међу аустралијским и корејским банкама. Зато, ликвидност (однос кредита и депозита) је адекватна у већем делу региона, уз изузетак Кореје, где је однос кредита и депозита висок.

ОСЕТЉИВОСТ НА ТРЖИШНИ РИЗИК – Шеста компонента – осетљивост банке на тржишни ризик – додата је CAMEL анализи 1997. године и акроним је промењен у CAMELS. Европске и америчке банке биле су до сада изложене знатном кредитном и тржишном ризику, због OTD (Originate To Distribute) модела пословања (одвајање кредитног underwriting-а од кредитног мониторинга), а сада се преусмеравају ка мање ризичним моделима пословања. Модели пословања већине азијских банака били су, као што је раније већ речено, ма-

ње ризични, тако да не постоји потреба за преусмеравањем ка другим моделима пословања.¹²

До избијања финансијске кризе у августу 2007. године, Латинска Америка је доживела неуобичајено повољне екстерне прилике. Комбинација нето прилива капитала и суфицита текућег рачуна допринела је акумулирању сигнификантних девизних резерви. Бруто приливи и одливи били су на рекордно високим нивоима, са страним директним инвестицијама као главним извором екстерног финансирања.

Међутим, бруто приливи капитала у Латинску Америку почели су да се смањују сигнификантно у трећем кварталу 2008. године. За само једну годину бруто приливи капитала смањени су за 76 милијарди долара. Стране директне инвестиције биле су стабилније, али пале су у 2009. години. Суфицити текућег рачуна су, такође, смањени или су трансформисани у дефиците. Неколико фактора допринело је нагло повлачењу капитала: повећање интернационалне аверзије на ризик, напори финансијских институција у развијеним земљама да повећају ликвидност или побољшају структуру њихових биланса стања, висока валутна волатилност, нагло погоршавање услова размене и трансакције са дериватима неких великих компанија у Бразилу и Мексику.

Прекогранично банкарско финансирање смањено је од средине септембра 2008. године када су интернационалне банке смањиле одобравање нових кредита и одбиле да изврше roll over постојећих кредита. То се одразило на нагло смањење одобравања синдицираних кредита и прекограничног финансирања у региону. Прекогранична потраживања Латинске Америке смањена су за 46 милијарди долара у четвртном кварталу, што је мање у односу на смањење од 56 милијарди долара за европска настајућа тржишта и 160 милијарди долара за настајућа тржишта Азије и Пацифика. Изражено у процентима, прекогранична банкарска потраживања Латинске Америке смањена су за 40% на годишњем нивоу током четвртог квартала, што је мање у односу на смањења која су се догодила током претходних криза у региону.

Нагло повлачење капитала, нагло смањивање цена роба и губљење поверења у финансијске институције након банкротства Lehman

¹² Pomerleano (2009: 3-6)

Brothers-а покренуло је нагле депресијације валута и повећавање цена екстерног финансирања у целом региону. Валутне динамике у Бразилу и Мексику биле су посебно волатилне, подстакнуте повећаном тражњом за доларима када су неке корпорације покушале да затворе незаштићене позиције у страниј валути, често излажући се великим губицима приликом затварања тих позиција. Депресијације нису биле тако нагле у земљама као што су Чиле, где се фирме нису суочавале са сувише великим губицима, или Колумбија, где је фирмама законом ограничена висина ризика коју могу преузети на тржишту девизних деривата.

Прилагођавање девизног курса било је врло велико. Међутим, да би се смањиле валутне осцилације и негативни ефекти валутне динамике, важне су четири ствари: (а) распрострањена примена режима флексибилног девизног курса, која смањује подстицаје за спекулативним нападима, (б) ограничени pass-through ефекат девизног курса на инфлацију, (в) мање валутне неусклађености, као и нижи нивои доларизације у целом региону и (г) већи кредибилитет централних банака, који би, такође, могао допринети смањењу дестабилизирајуће спекулације и ограничавању pass-through ефекта девизног курса на инфлацију.

Повећање цене екстерног финансирања – обично деноминоване у америчком долару – испољавало се у неколико облика. На пример, у Перуу каматна стопа на 90-дневне првокласне кредите у страниј валути порасла је у односу на просечну каматну стопу на међубанкарске кредите у страниј валути. У Чилеу спред између стопа на тржишту девизних свопова је нагло порастао, премашујући ниво од преко 500 базичних поена изнад LIBOR-а. То је довело до поремећаја на тржишту девизних свопова. Даље, кредитне линије за ликвидност деноминоване у долару, које су мале банке користиле за кредитирање клијената извозника, укинута су или су постале сувише скупе.

Тржиште домаћих извора финансирања било је, такође, у великој мери погођено кризом. У Аргентини спред између каматних стопа на тромесечно међубанкарско и преконоћно кредитирање је повећан. У Мексику су постојала нагла повећања стопе на комерцијалне папире, што је довело до потпуног престанка финансирања на том тржишном сегменту. У Чилеу локално тржиште новца претрпело је огроман притисак, а доказ за то је повећање спреда између стопе на првокласне депозите и имплицитне међубанкарске терминске стопе на своп уговоре. У Бразилу домаће каматне стопе за мале и средње

банке повећане су када су менаџери који управљају домаћом активом преместили своје депозите у веће банке у потрази за већом сигурношћу депозита. И поред смањења неких стопа за кратке рокове доспећа, тржишта финансирања су и даље девијантна.

Приноси дугорочнијих државних обвезница су, такође, повећани за све рокове доспећа (Чиле је био изузетак). У Бразилу, Колумбији и Мексику приноси су нагло порасли, посебно на делу криве за дуге рокове, што је одраз чињенице да су се инвеститори осећали сигурнијим улагањем у краткорочније хартије од вредности. Међутим, почев од краја 2008. године, приноси обвезница пали су у целом региону, као одговор, пре свега, на очекивања монетарне релаксације, која су вукла на доле део криве за кратке рокове. Тако, каматне стопе на домаћим тржиштима су тренутно испод нивоа на којим су биле пре пропасти Lehman-а. Због тих смањења, спредови између приноса дугорочних и краткорочних обвезница су повећани.¹³

Директан утицај финансијске кризе на афричке економије је ограничен, јер се већина комерцијалних банака у региону уздржала од инвестирања у проблематичне активе из Сједињених Америчких Држава и других делова света. То је разлог зашто је већина аналитичара доказала да је Африка далеко изолованија од директних утицаја финансијске кризе. Текућа финансијска криза утиче на Африку и друге земље у развоју на два могућа начина:

Прво, могло би да постоји ширење и преношење финансијске заразе на тржишта акција у Африци. Тржишта акција у региону показала су одређени степен волатилности подстакнуте продајом права власништва страних инвеститора. На нигеријском тржишту акција, на пример, испољен је континуирани опадајући тренд цена акција у двомесечном периоду. На индијском тржишту акција забележен је пад од 8% у само једном дану, у исто време када су тржишта акција у Сједињеним Америчким Државама и Бразилу забележила огроман пад. Тржишта акција широм света – развијена и у развоју – суочавају се са значајним падом од маја 2008. године. Цене акција су се колебале између 12 и 19% у Сједињеним Америчким Државама, Великој Британији и Јапану у току само једне недеље, док је MSCI индекс настајућих тржишта, који укључује тржишта акција у Бразилу, Јужној Африци, Индији и Кини, пао за 23%. Нужно је да се боље схвати при-

¹³ Jara. Moreno and Tovar (2009: 53-68)

рода финансијских веза, тј. како настају (као и како се испољавају када настану) и да ли се може урадити нешто да се минимизира ширење заразе.

Друго, пад привредне активности у развијеним земљама може, такође, имати сигнификантан утицај на земље у развоју, посебно у Африци. Канали утицаја обухватају: индиректан ефекат волатилне и опадајуће цене робе, посебно сирове нафте, на извозни приход и прилив капитала у регион, низак ниво дознака из иностранства, смањење иностране финансијске помоћи, ниске стране директне и портфолио инвестиције.

Финансијска криза ушла је у Африку када су њене економије биле у крајње лошем стању. Међутим, она је, генерално, утицала на економије афричких земаља. Афричке банке се не суочавају са кредитном кризом као таквом будући да су се мање изложиле глобалном кредитном систему. Ефекти глобалне финансијске кризе се већ осећају, на пример Танзанија је смањила прогнозирану стопу раста: са 7,8, на 7,5%. AFDB је прогнозирао пад просечне стопе раста: са 6,5, на 5%.¹⁴

Евро подручје суочило се, такође, са турбуленцијама узрокованим глобалном финансијском кризом. Румунија, на пример, – поред Либана и Турске – је међу земљама које су најосетљивије на ефекте хипотекарне кризе у САД-у према анализи Standard & Poor's Агенције објављене 22. априла 2008. године. Поред тога, постојали су сигнали који су указивали на могући настанак финансијске кризе у Румунији, пре свега због ширења негативних ефеката глобалне финансијске кризе, брзог раста обима кредита и забрињавајућег нивоа дефицита текућег рачуна. Рекордан ниво дефицита текућег рачуна у Румунији (14% БДП-а у 2007. и 15% БДП-а у 2008. години, према подацима ММФ-а), повећана неконзистентност Букурешке берзе, масовни уласци шпекулативних фондова, ниска одрживост јавних финансија и убрзан ритам раста отплате спољног дуга могу објаснити настанак финансијске кризе у Румунији у средњем року.

Међународне финансијске турбуленције утичу и наставиће да утичу на румунску привреду. Ширење глобалне финансијске кризе на румунску привреду засновано је на неколико ефеката. Ефекат ширења заразе – преношење дисеквилибријума из једног региона у други – постаје све акутнији у глобализованом свету. Ефекат ширења за-

¹⁴ Adamu (2009: 7-8)

разе је обично праћен ефектом кумулативне узрочности – ситуацијом у којој дисеквилибријум који се догодио на једном подручју обухвата дисеквилибријуме са других подручја – стварајући ударе јаког интензитета. Повећање сличности пословних циклуса водећих светских привреда даје важност идеји о глобалној привреди.

Канал кроз који ће се поремећај преносити на румунско тржиште акција повезан је са активношћу страних инвестиционих фондова. Високе каматне стопе и привредни бум привукли су велике инвеститоре на румунску берзу, а вишак новца довео до експанзије потрошачких кредита. До економске кризе дошло је када су каматне стопе у развијеним земљама повећане и, последично, инвеститори пренели новац „кући”. Неповољна варијанта за Румунију била би масовно повлачење средстава шпекулативних инвеститора, које би даље водило јакој депресијацији домаће валуте, повећању инфлације, тешкоћама у финансирању отплате спољног дуга итд.

Сигнали ширења међународне финансијске кризе на румунску привреду постали су видљиви. У току 2006. и 2007. године домаћа валута, леу, је апресирала/депресирала у односу на водеће валуте, девизни курс се карактерисао све већом неконзистентношћу. Букурешка берза била је више „дрвена” него „зелена” током 2007. године. Информације које се односе на повећање румунског спољног дуга у средњем и дугом року у 2007. у односу на 2006. годину за 28% (или за 36,7 милијарди евра) и смањење степена покрића увоза званичним резервама валута и злата Народне банке Румуније (са 6,4 месеца увоза за 31. децембра 2006. на 6 месеци увоза на крају 2007. године) нису допринеле смањењу већ интензивирању забринутости економских аналитичара. Слично, повећање дефицита биланса текућих трансакција за 66% у 2007. у односу на 2006. годину, засновано на великом погоршању робног биланса и смањењу страних директних инвестиција у Румунију (за 21% у 2007. у односу на 2006. годину), заједно са смањењем степена покрића дефицита биланса текућих трансакција страним инвестицијама са 91% у 2006. на 42% у 2007. години, нагласило је повећање екстерне осетљивости румунске привреде.¹⁵

Све у свему, мишљења о економским и финансијским консеквенцама глобалне кризе крећу се у опсегу између умереног оптимизма – пре свега на политичком нивоу владајуће коалиције – и катастрофал-

¹⁵ Socol and Hrebenciuc (2008: 31-42)

ног гледишта (углавном опозиције), према којем румунска привреда је враћена десет година уназад. Као што је увек случај, стварност је негде између екстрема. Са једне стране, верује се да румунски финансијски систем није потпуно изван опасности, будући да је банкарски систем у великој мери само филијала западноевропских банака. Имајући у виду огромне проблеме на Западу, тешко је веровати да ће ти проблеми остати искључиво у матичним банкама. Са друге стране, реална привреда биће озбиљно погођена, са падом стопе раста већим од прогнозираног. Незапосленост ће наставити да расте, а инфлаторни притисци постаће јачи под утицајем девалвације националне валуте. Поред тога, страни инвеститори ће вероватно постати опрезнији, због пада рејтинга крајем 2008. године, када је Румунија ушла у групу земаља у које се не препоручује улагати.¹⁶

Закључак

Забринутост због могућности прерастања финансијске кризе у другу велику депресију довела је до драстичног пада на тржишту акција и знатног губитка поверења потрошача и фирми у тржишне институције широм света. С обзиром на то да је финансијски сектор епицентар кризе, већи негативан утицај кризе на финансијски него на нефинансијски сектор је очекиван. На развијеним тржиштима у оквиру финансијског сектора криза је највише погодила банкарски сектор, а најмање сектор осигурања. Утицај финансијске кризе на банке широм света испољавао се кроз повећану неизвесност у погледу квалитета дужника и мању доступност извора финансирања. Финансијска криза је преко погоршања фискалне позиције земље утицала на погоршање перформанси тржишта државних обвезница. Колапсирањем привредне, активности порески приходи су нагло смањени. Повећање незапослености довело је до повећања издавања на социјална давања. Фискална политика одиграла је важну улогу у спречавању колапса не само реалног него и финансијског сектора. Кризом изазвано смањење пореских прихода и издвајање средстава за подршку реалног и финансијског сектора генерисало је повећање јавног дуга и фискалног дефицита. Одговор тржишта инструмената

¹⁶ Zaman (2009: 4)

државног дуга на погоршање фискалне позиције земље био је повећање премије за ризик неизвршења обавеза државе.

Генерално, током иницијалних фаза хипотекарна криза је мање утицала на земље са настајућим тржиштем него на развијене привреде. Дуготрајнија дисфункционалност тржишта, погоршавање економских услова у развијеним привредама и растућа глобална аверзија на ризик утицали су сигнификантно на земље са настајућим тржиштем од краја 2008. године. Распламсавање финансијске кризе највише је утицало на земље са настајућим тржиштем са великим дефицитима текућег рачуна и чије банке су се пре кризе у великој мери ослањале на страног финансирање на велико.

На азијска финансијска тржишта су само делимично утицали (преко тржишта акција и offshore тржишта обвезница) поремећаји на хипотекарном тржишту. Регионални банкарски системи ушли су у период финансијске турбуленције релативно здрави. Њихова финансијска гипкост заснована је на ограниченој изложености исходишту проблема. Биланси стања регионалних банкарских система изгледају здраво и поремећаји на водећим финансијским тржиштима имали су мали утицај на њих. Анализа заснована на стандардном супервизорском оквиру банкарских ризика, CAMEL, потврђује тезу да биланси стања регионалних банкарских система изгледају здраво и да су поремећаји на водећим финансијским тржиштима имали мали утицај на њих.

До избијања финансијске кризе у августу 2007. године, Латинска Америка је доживела неубичајено повољне екстерне прилике. Комбинација нето прилива капитала и суфицита текућег рачуна допринела је акумулирању сигнификантних девизних резерви. Бруто приливи и одливи били су на рекордно високим нивоима, са страним директним инвестицијама као главним извором екстерног финансирања. Међутим, бруто приливи капитала у Латинску Америку почели су да се смањују сигнификантно у трећем кварталу 2008. године. Суфицити текућег рачуна су, такође, смањени или су трансформисани у дефиците. Прекогранично банкарско финансирање смањено је од средине септембра 2008. године када су интернационалне банке смањиле одобравање нових кредита и одбиле да изврше roll over постојећих кредита. Нагло повлачење капитала, нагло смањивање цена роба и губљење поверења у финансијске институције након банкротства Lehman Brothers-а покренуло је нагле депресијације валута и повећавање цена екстерног финансирања у целом региону. Тржиште

домаћих извора финансирања било је, такође, у великој мери погођено кризом. Приноси дугорочнијих државних обвезница су, такође, повећани за све рокове доспећа (Чиле је био изузетак).

Директан утицај финансијске кризе на афричке економије је ограничен јер се већина комерцијалних банака у региону уздржала од инвестирања у проблематичне активе из Сједињених Америчких Држава и других делова света. Текућа финансијска криза утиче на Африку и друге земље у развоју на два могућа начина. Прво, могло би да постоји ширење и преношење финансијске заразе на тржишта акција у Африци. Друго, пад привредне активности у развијеним земљама може, такође, имати сигнификантан утицај на Африку. Канали утицаја обухватају: индиректан ефекат волатилних и опадајућих цена роба, посебно сирове нафте, на извозни приход и прилив капитала у регион, низак ниво дознака из иностранства, смањење иностране финансијске помоћи, ниске стране директне и портфолио инвестиције. Афричке банке се не суочавају са кредитном кризом као таквом будући да су се мање изложиле глобалном кредитном систему.

Евро подручје суочило се, такође, са турбуленцијама узрокованим глобалном финансијском кризом. Румунија, на пример, – поред Либана и Турске – је међу земљама које су најосетљивије на ефекте хипотекарне кризе у Сједињеним Америчким Државама према анализи Standard & Poor's Агенције објављене 22. априла 2008. године. Ширење глобалне финансијске кризе на румунску привреду засновано је на ефекту ширења заразе и активности страних инвестиционих фондова. Рекордан ниво дефицита текућег рачуна у Румунији, повећана неконзистентност Букурешке берзе, масовни уласци шпекулативних фондова, ниска одрживост јавних финансија и убрзан ритам раста отплате спољног дуга могу објаснити настанак финансијске кризе у Румунији у средњем року.

Литература

1. Adamu, A., (2009), „The Effects of Global Financial Crisis on Nigerian Economy”, available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1397232>.
2. Arner, D.W., (2009), „The Global Credit Crisis of 2008: Causes and Consequences”, *The International Lawyer*, Vol 43, No. 1, pp. 101-190.

3. Bartram, S.M. and G.M. Bodnar, (2009), „No Place to Hide: The Global Crisis in Equity Markets in 2008/09”, available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1413914>.
4. Blanchard, O., (2009), „The Crisis: Basic Mechanisms, and Appropriate Policies”, International Monetary Fund, WP/09/80.
5. Cannata, F. and M. Quagliariello, (2009), „The Role of Basel II in the Subprime Financial Crisis: Guilty or not Guilty?”, CAREFIN, Working Paper No. 3/09.
6. De Hass, R. and N. Van Horen, (2009), „The Crisis as a Wake Up Call: Do Banks Tighten Lending Standards During a Financial Crisis?”, available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1436542>.
7. Ellis, L., (2008), „The Housing Meltdown: Why Did It Happen in the United States”, BIS, Working Paper No. 259.
8. Frank, N. and H. Hesse, (2009), „Financial Spillovers to Emerging Markets During the Global Financial Crisis”, International Monetary Fund, WP/09/104.
9. Friedman, H.H. and L.W. Friedman, (2009), „The Global Financial Crisis of 2008: What Went Wrong”, available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1356193>.
10. Gokhale, J., (2009), „Financial Crisis and Public Policy”, *Policy Analysis No. 643*.
11. Griffith-Jones, S. and J.A. Ocampo, (2009), „The Financial Crisis and Its Impact on Developing Countries”, International Policy Centre for Inclusive Growth, Working Paper No. 53.
12. Hellwig, M., (2008), „Systemic Risk in the Financial Sector: An Analysis of the Subprime-Mortgage Financial Crisis”, Max Planck Institute for Research on Collective Goods, Bonn, 2008/43.
13. Jara, A., R. Moreno and C.E. Tovar, (2009), „The Global Crisis and Latin America: Financial Impact and Policy Responses”, *BIS Quarterly Review*, June 2009.
14. Lee, J-W. and C-Y. Park, (2008), „Global Financial Turmoil: Impact and Challenges for Asia's Financial Systems”, Asian Development Bank, Working Paper Series on Regional Economic Integration No. 18.
15. Marphy, A., (2008), „An Analysis of the Financial Crisis of 2008: Causes and Solutions”, available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1295344>.

16. Mayer-Foulkes, D., (2009), „Long-Term Fundamentals of the 2008 Economic Crisis”, Centro de Investigacion y Docencia Economicas (CIDE), Mexico.
17. Orlowski, L.T., (2008), „Stages of the 2007/2008 Global Financial Crisis: Is There a Wandering Asset-Price Bubble?”, MPRA Paper No. 12696.
18. Pomerleano, M., (2009), „What Is the Impact of the Global Financial Crisis on the Banking System in East Asia?”, Asian Development Bank Institute, Working Paper No. 146.
19. Sgherri, S. and E. Zoli, (2009), „Euro Area Sovereign Risk During the Crisis”, International Monetary Fund, WP/09/222.
20. Socol, C. and A. Hrebenciuc, (2008), „Effects of International Financial Turbulences: Extension on Romanian Economy, Prevention Solutions”, *Theoretical and Applied Economics*, Vol. 8, August, pp. 31-42.
21. Wilmarth, A.E., (2009), „The Dark Side of the Universal Banking: Financial Conglomerates and the Origines of the Subprime Financial Crisis”, *Connecticut Law Review*, Vol 41, No. 4, pp. 962-1050.
22. Zaman, C., (2009), „Romania and the Global Crisis: From Excessive Confidence to High Uncertainty”, available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1368694>.
23. Zaman, C., (2008), „World Financial Crisis: Possible Impact on Developing Countries”, available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1285432>.
24. Zhang, Z., W. Zhang and G. Han, (2009), „How Does the US Credit Crisis Affect the Asia-Pacific Economies? – Analysis Based on General Equilibrium Model”, Hong Kong Monetary Authority, Working Paper No. 12/2009.