

Razvoj globalne financijske krize i utjecaj na promjene u financijskom sustavu i gospodarstvu

MIROSLAV ILIĆ, dipl. oec.
Doktorand Ekonomskog fakulteta u Zagrebu
Sveučilište u Zagrebu
miroslav.ilic@email.t-com.hr

Sažetak: Učinci i sfere utjecaja financijske krize danas su važan interes mnogih znanstvenika, posebno u kontekstu da su posljedice krize i nedostatak adekvatnih rješenja i dalje aktualni. Financijskoj krizi je prethodio rast plasmana financijskih institucija iznad dosadašnjih razina u uvjetima kada pojedine ekonomije nisu imale dovoljnu razinu razvoja te je gospodarski rast bio financiran porastom zaduženja. Kriza se u najvećoj mjeri odrazila na likvidnost financijskog sustava i na stagnaciju ekonomske aktivnosti realnog sektora. Moguće mjere pomoći se razlikuju između pojedinih ekonomija i njihov učinak tek treba utvrditi. Članak prikazuje poveznice financijske krize s bankovnim sustavom, općom likvidnošću i realnom ekonomijom uz pregled novijih i relevantnih teorijskih i empirijskih istraživanja te relevantnih podataka.

Ključne riječi: financijski sustav, kriza, likvidnost, banke, realni sektor, kreditna aktivnost, monetarne mjere

1 Uvod

Zadnja financijska kriza je zbog svoje dubine i međupovezanosti sa subjektima u privredi i društvu imala vrlo široke implikacije po cijelu realnu ekonomiju. Istraživanja o genezi krize, mogućim indikacijama problema kao i kasnijim mogućnostima oporavka predstavljaju danas značajan znanstveni interes. Neka od važnijih pitanja su vezana uz nadolazeće reforme financijskog sustava, promjene upravljanja financijskim rizicima, fiskalne probleme i regulatorne zahtjeve. Posebno su značajne smjernice za pomoć realnom sektoru da se ublaže problemi i potakne gospodarski rast. U zemljama koje su u većoj mjeri pogođene krizom prisutna je velika izloženost domaćem državnom dugu što može implicirati pitanja vezana uz stabilnost bankovnog sustava tih zemalja, posebno u kontekstu rješavanja dužničke krize na europskoj razini i poduzimanja mjera stabilizacije. Danas je zbog pada te stagnacije gospodarske aktivnosti došlo do porasta nezaposlenosti i povećanja fiskalnih deficita iznad stabilnih razina.

Poseban problem u kontekstu pojedinih nacionalnih gospodarstava su bitno sužene mogućnosti korištenja državnog intervencionizma u svrhu poticanja gospodarskog rasta. Mnoge pojedinačne zemlje imaju manje vlastitih razvojnih mogućnosti i koncepcije za poticanje gospodarskog razvoja što će se neposredno odraziti na mogućnosti gospodarskog oporavka. Negativne pojave se očituju godinama nakon početka krize i njihova se tendencija tek mijenjala zavisno o pojedinim faktorima, ponajprije o dubini krize, relativnoj snazi ekonomskog sustava i stanju gospodarstva prije krize. Rad će dati odgovor na pitanja vezana uz obilježja razvoja financijske krize i njihove svojstvenosti zavisno

o lokalnom ekonomskom kontekstu. Važna pitanja koja će analizirati u radu su vezana uz mogućnosti stabilizacije gospodarstva i potpore gospodarskom rastu i izlaska iz krize te kakva je njihova učinkovitost zavisno o mogućnostima ekonomskog sustava pojedine zemlje. Opseg istraživanja i izbor literature je koncentriran na relevantne znanstvene radove i saznanja iz razdoblja poslije izbijanja financijske krize koji su dijelom vezani uz iskustva iz pojedinih ekonomija i njihov okvir izlaska iz krize. Rad je strukturiran tako da se uz uvodno prvo poglavlje u drugom poglavlju razmatraju obilježja razvoja zadnje financijske krize, u trećem poglavlju razmatra se utjecaj krize na likvidnost financijskog sustava i mjere za pomoć održanju likvidnosti kao važnom faktoru održanja financijskog sustava, u četvrtom poglavlju se analiziraju kanali utjecaja krize na realni sektor, peto poglavlje obuhvaća mogućnosti mjera za pomoć u financijskoj krizi s naglaskom na fiskalne i monetarne mjere te tržišne i poslovne aspekte. U zadnjem, šestom poglavlju iznose se zaključna razmatranja.

2 Razvoj krize i sfera utjecaja

Globalni i europski financijski sustav je u skladu s globalnim kretanjima u posljednjih 20 godina povećao korištenje novih financijskih proizvoda koji su doprinijeli porastu rizika koji je rastao i liberalizacijom financijskih tržišta. Iako je europski financijski sustav tradicijski bankocentričan, razvijeno suvremeno investicijsko bankarstvo velikih banaka pojedinih zemalja je doprinijelo prijenosu financijskih rizika na globalnoj razini. Zemlje u razvoju su gotovo redovito više pogođene budući da su ovisne o stranom kapitalu koji se može i povlačiti.

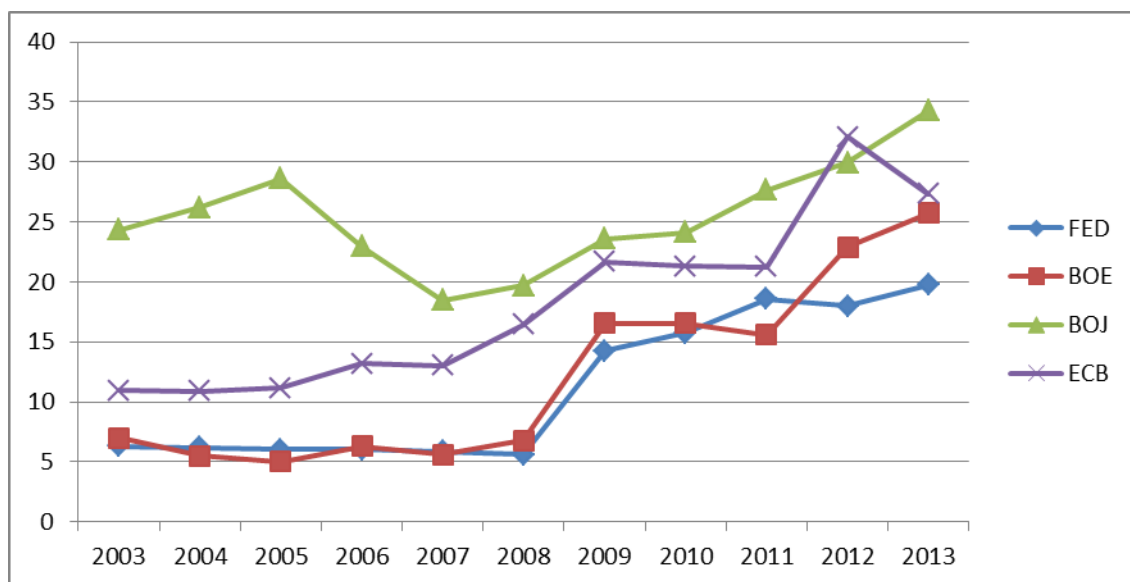
Implikacije financijske integriranosti se znatno razlikuju između razvijenih i manje razvijenih zemalja te imaju utjecaj na stabilno financiranje. Mogućnosti financiranja nisu uvijek jednoznačno određen proces već treba uvažiti svojstvenosti svake ekonomije i minimizirati negativne faktore koji bi mogli utjecati na transmisiju negativnih financijskih kretanja. Ranije krize financijskih sustava su još prije vremena globalizacije bile vezane dijelom uz iznenadna kretanja na financijskim tržištima, dok su danas aktualni sistemski razlozi bili manje zastupljeni. Prema Devereuxu i Yetmanu (2010) negativan utjecaj kretanja cijena imovine, posebno financijske će se također negativno odraziti na razine cijena imovine i u zemljama koje su financijski povezane s razvijenim tržištima kao što su manje razvijene zemlje.

Značajnije odrednice kratkotrajnih stabilizacijskih učinaka su vezane uz ekspanzivnu monetarnu politiku i stabilizaciju financijskog sustava javnim sredstvima. Del Negro et al (2010) zapažaju pozitivan učinak kratkoročnih mjera na razini subjekata u gospodarstvu. Mjere s ciljem stabilizacije financijskih tržišta, povećanja opće likvidnosti i dokapitalizacije financijskih institucija povećale su izdvajanja u odnosu na BDP i otvorile potencijalne probleme u budućnosti vezane uz održivost takve pomoći, kasniju cijenu i negativne učinke takve pomoći. Prema priloženom grafikonu 1. vidljiv je relativan porast udjela plasmana centralnih banaka u odnosu na BDP u razdoblju poslije izbijanja financijske krize.

Kao moguće važne faktore koji mogu imati utjecaj na financijsku stabilnost i rezistentnost u krizi Giannone et. all. (2010) navode regulatorne faktore i obujam financijske liberalizacije te razlikuju kanale prijenosa financijskih oscilacija kroz prekogranične plasmane banaka te neizravno kroz poslovanje banaka na tržištima kapitala. Prema autorima došlo je do smanjenja poslovne aktivnosti i kod banaka koje nisu bile ovisne o stranim izvorima. Taj učinak je izraženiji kod bankovnih sustava koji su ovisni o stranim izvorima. Odljevi kapitala i smanjenje alokacije prema podružnicama u manje razvijenim zemljama izravno vode do smanjenja bankovnog poslovanja u manje razvijenim ekonomijama i time do izravnog smanjenja mogućnosti razvoja i održanja gospodarske aktivnosti u krizi.

Rad prikazuje više kanala prijenosa negativnih financijskih kretanja u manje razvijenim ekonomijama, a posebno se zapaža da su strane banke smanjile prekogranične aktivnosti i domicilne plasmane u zemljama u razvoju nakon izbijanja financijske krize.

Grafikon 1. Plasmani centralnih banaka prikazani kao postotak BDP-a



Izvor: izračun i izrada autora prema podacima European Central Bank (ECB), Federal Reserve System (FED), Bank of England (BOE) i Bank of Japan (BOJ)

Dosadašnjim krizama u povijesti prethodili su porasti financijskih aktivnosti iznad dosadašnjih okvira i nagli porasti cijena imovine (Reinhart i Rogoff (2009). Kaminsky i Reinhart (2003) istražili su tok ranijih kriza u uzorku razvijenih zemalja i u razvoju te je utvrđena povezanost razvoja krize s porastom kreditiranja i porastom vrijednosti burzovnih indeksa i do 40 % godišnje. Na razini financijskih institucija su zapažena nepovoljna kretanja u zadnjoj krizi zbog relativno velike izloženosti sektoru nekretnina i pojedinačnim rizičnim plasmanima.

U zadnjoj krizi je bio naglasak na porast cijena nekretnina prema Mayeru, Pence i Sherlundu (2009) i međunarodnu sekuritizaciju koja je te plasmane prenijela na međunarodna financijska tržišta povećavajući time globalni sistemski rizik. Prikazuje se pad cijena nekretnina i razine cijena dionica na burzama i do 50% kroz nekoliko narednih godina nakon početka krize kao i rast nezaposlenosti koji se u nekim zemljama kretao i do 10%.

Schularick i Taylor (2009) razmatraju u dužem povijesnom periodu financijske krize i njihove poveznice s monetarnom politikom, financijskim tržištima i regulatornim mjerama. Autori izlažu da je prethodnim krizama u velikoj mjeri prethodio znatan rast kreditne aktivnosti, a posebno se ta indikacija javlja u razdoblju nakon Drugog svjetskog rata. Razmatranja se ipak mogu relativizirati s činjenicom da je u globalnom gospodarstvu porasla ovisnost realnog sektora o zaduživanju bez kojeg se ne bi mogle postići razine gospodarskog rasta koje su postojale prije krize i u pojedinim ekonomijama pomogle razvoju do sadašnje razine gospodarskog razvoja.

Altunbas et al (2010) istražuju povezanost relativno niskih kamata i razine bankovnih plasmana te nalaze da uz pad kamatnih stopa kroz duže razdoblje u znatnom opsegu raste i bilanca bankovnog

sustava, što prema istraživanju može implicirati sistemske rizike kroz spremnost preuzimanja rizika i porast cijena imovine. Ovaj aspekt je neizravno bio prisutan u problemima financijskog sustava vezanim uz tzv. subprime kredite.

Međunarodna podjela i transfer rizika je potencijalna prednost razvoja financijske integracije (Kose et al. 2009). Razmatranje pokazuje da su zemlje s višim stupnjem razvoja u većoj mjeri sudjelovale u transferima rizika. Manje razvijene zemlje nisu imale jednake mogućnosti pristupa međunarodnim tržištima rizika. Iz navedenih aspekata je moguće bolje razumjeti nepovoljniji utjecaj financijske krize na zemlje u razvoju budući da su uz negativne financijske tokove imale i manje mogućnosti diversificirati financijske rizike. Autori glavni razlog nalaze u strukturi financijskih tokova manje razvijenih zemalja koji ne podržavaju transfere financijskih rizika.

Prema istraživanju međunarodni tokovi koji se sastoje od FDI-a i ulaganja u instrumente tržišta kapitala će bolje doprinijeti diversifikaciji rizika nego novčani tokovi bazirani na zaduženjima. Dodatna nestabilnost može proizlaziti iz povećane izloženosti pojedinim sektorima koja je vezana uz zatečenu strukturu privrede i komparativne prednosti koje u vrijeme globalizacije nisu dovoljno održive.

Prema dosadašnjim iskustvima iz prošlih desetljeća, krize financijskog sustava su vezane uz velike promjene razina cijena u privredi i vanjskotrgovačkih odnosa, nagla kretanja na tržištima energije, promijene cijena imovine i slabljenje ekonomije koje proizlazi iz tih kretanja.

3 Poveznice s likvidnošću financijskog sustava

Pristup očuvanju likvidnosti privrede je usmjeren cilju da se gospodarski subjekt mogu nesmetano financirati kao i da se ulozi ulagača na financijskim tržištima adekvatno zaštite u razdobljima financijske nestabilnosti. Potencijalni problemi s likvidnošću mogu dovesti do drastičnog smanjenja kreditne aktivnosti banaka zbog nedostatka vlastite likvidnosti te time doprinijeti pogoršanju ekonomske situacije u ekonomiji. Razvojem odnosa na financijskim tržištima u vrijeme krize javljaju se znatne razlike između mogućnosti financiranja na pojedinim tržištima. Smanjenjem razina kamatnih stopa od strane centralnih banaka dobrostojeći subjekti na razvijenim financijskim tržištima će biti u mogućnosti ostvariti posebno povoljne uvjete financiranja dok će istovremeno na manje razvijenim i djelomično likvidnim financijskim tržištima mogućnosti financiranja biti bitno smanjene.

Aisen i Franken (2010) razmatraju dostupnost bankovnih kredita na međunarodnim financijskim tržištima te zaključuju da je kasniji pad bankovne aktivnosti vezan uz relativno visoke stope rasta bankovnog poslovanja prije krize i pad BDP zemalja s važnijim ekonomskim odnosima, uz značajnost varijabli dubine financijskih tržišta kao i stupnja financijske integracije.

U skladu s ostalim razmatranjima rad ukazuje na značaj protuciklične monetarne politike i povećanja opće likvidnosti radi očuvanja mogućnosti financiranja. Lane i Milesi-Ferretti (2010) smatraju da faktori financijske otvorenosti nemaju negativan utjecaj na likvidnost u financijskoj krizi.

Freixas, Martin i Skeie (2009) su potvrdili da snižavanje kamatnih stopa unatoč potencijalnim negativnim efektima je ipak najbolja mjera u uvjetima veće krize likvidnosti. Lenza, Pill i Reichlin (2010) analiziraju utjecaj mjera centralne banke na poslovanje bankovnog sustava te u istraživanju posebno naglašavaju pozitivan doprinos mjera monetarne politike za rast bankovnog poslovanja koje vode ka smanjivanju kamatnih marži na financijskim tržištima. Ovaj aspekt je pomogao da u uvjetima smanjivanja prihoda u gospodarstvu ne dođe do povećanja kamata iznad razine koja bi negativno utjecala na mogućnost servisiranja dugova, a time neizravno na stabilnost financijskog sustava. Budući

da sve zemlje nisu u jednakoj mogućnosti utjecati na kamatne stope kao ni na novčane tokove, to se odrazilo na realnu ekonomiju.

Negativni utjecaji na likvidnost može biti vezan uz odnos menadžmenta banaka na odnos potencijalne dobiti i rizika i usmjeravanja sredstava prema oportunističkim profitima koji mogu dodano narušiti likvidnost financijskih tržišta ekonomija u razvoju. Bankovni sistemi sa značajnim domaćim kapitalom ipak su se susreli a problemima likvidnosti budući da su u manje razvijenoj ekonomiji oni podložniji negativnim makroekonomskim pokazateljima i ovisni su o stranom kapitalu. Nagle rasprodaje nekih oblika imovine u krizi mogu dovesti do naglog pada vrijednosti imovine financijskih institucija i tržišnih reakcija koje će dodatno blokirati tržišta zbog nepovjerenja na tržištima (Diamond i Rajan 2009). Beck, Hesse, Kick i von Westernhagen (2009) smatraju da liberalizacija financijskih tržišta i kreditnih plasmana ipak daje pozitivan doprinos u cjelini na gospodarsku stabilnost.

Razvijen sustav financiranja omogućava različite mogućnosti financiranja, prosječno niže troškove financiranja i konzistentniji gospodarski okvir koji će omogućiti i veću stabilnost i veći učinak potencijalnih mjera za ekonomsku stabilizaciju. Rad razmatra forme bankovnih institucija i kontekst djelovanja u odnosu na ukupnu stabilnost.

Velike privatne banke su pokazale veću profitabilnost i kapitaliziranost uz veću volatilnost profita u odnosu na manje banke i uzajamne štedne institucije. Značajan je aspekt negativna korelacija između veličine banke i rizika u poslovanju. Razmatranja su u skladu s boljom mogućnošću diversifikacije poslovanja veće banke i boljeg organizacijskog upravljanja rizicima. Cetorelli i Goldberg (2010) razmatraju aspekte prenošenja financijskih nestabilnosti kroz banke i smatraju da su globalne banke bolje u mogućnosti vladati rizicima iz tržišta u razvoju.

Rad potvrđuje povezanost domaćih banaka sa stranim tokovima kapitala uz bitan faktor koliko financiranje domaće banke ovisi o stranim izvorima i u kolikoj mjeri je banka, ako je u sastavu veće bankovne grupe, ovisna o financijskim kretanjima u matičnoj banci. Moglo se zapaziti da su pan-europske bankovne grupe u jeku izbijanja krize imale relativno rezerviran i ograničen odnos prema tržištima u razvoju budući da se poslovna politika vodila u skladu s očekivanjima i rezerviranjima za probleme koji bi se mogli razviti na domicilnim tržištima. Time su ekonomije u razvoju dodatno pretrpjele nepovoljna financijska kretanja koja su dolazila iz razvijenijih zemalja.

Potencijalni pristup rješavanju krize bankovnih plasmana može se ostvariti kroz izdvajanje lošijih plasmana u posebne fondove kojima može upravljati treća strana uz ograničeno zadržavanje u strukturi banaka te rješavanje uz pomoć države i ulagača privatnog kapitala potrebnog za restrukturiranje. Dodatan doprinos može imati dovoljno kapitaliziranje radi apsorpcije potencijalnih gubitaka i reduciranja asimetrije informacija i moralnog hazarda.

Zemlje u razvoju kao i zemlje EU-a koje su imale slabije makroekonomske pokazatelje imale su veći postotak nenaplativih zajmova i pripadnih negativnih implikacija za bankovni i financijski sustav. Pokazala se potreba za stabilizacijom plasmana u pojedinim zemljama koje su imale nagli porast cijena imovine i kasniji znatan pad. Financijska kriza je, kao što je vidljivo iz priložene tablice, povećala relativan postotak kredita koji nisu naplativi.

Tablica 1. Postotni udio plasmana banaka koji nisu naplativi u pojedinim zemljama

(Izvor: prema podacima World bank, MMF, ECB)

Zemlja	Godina							
	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Argentina	5,2	3,4	2,7	2,7	3	1,8	1,2	1,5
Australija	0,6	0,6	0,6	1,3	2	2,2	2,2	1,9
Brazil	3,5	3,5	3	3,1	4,2	3,1	3,5	3,6
Češka	3,9	3,6	2,7	3,2	5,2	6,2	5,6	5,1
Čile	0,9	0,8	0,8	1	2,9	2,7	2,4	2,4
Egipat	26,5	18,2	19,3	14,8	13,4	13,6	10,9	10,7
Euro zona	2,5	2,5	1,8	2,5	3,6	4,4	5,6	7,2
Francuska	3,5	3	2,7	2,8	3,6	4,2	4,3	4,4
Grčka	6,3	5,4	4,5	5	7,7	10,4	11,5	17,2
Indija	5,2	3,3	2,7	2,4	2,4	2,5	2,3	3,0
Irska	0,7	0,7	0,8	2,6	9	8,6	16,1	18,7
Italija	5,3	4,9	4,6	4,9	7	7,8	11,7	10,7
Japan	1,8	1,5	1,4	1,7	1,9	2,5	2,4	2,5
Kanada	0,5	0,4	0,4	0,8	1,3	1,2	1,1	0,6
Kina	8,6	7,1	6,2	2,4	1,6	1,1	1	0,9
Mađarska	2,3	2,6	2,3	3	6,7	9,7	13,4	15,8
Meksiko	1,5	1,8	2,4	3	2,8	2	2,1	2,2
Njemačka	4,1	3,4	2,7	2,9	3,3	3,2	3	1,9
Poljska	11	7,4	5,2	4,5	8	8,8	8,4	8,4
Portugal	1,5	1,3	1,4	3,6	4,8	5,2	7,5	9,0
Rusija	2,6	2,4	2,5	3,8	9,5	8,2	6,6	6,7
SAD	0,7	0,8	1,4	3	5,4	4,9	4,7	3,9
Slovačka	5	3,2	2,5	2,5	5,3	5,8	5,6	5,3
Španjolska	0,8	0,7	0,9	2,8	4,1	4,7	6	9,4
Velika Britanija	1	0,9	0,9	1,6	3,5	4	4	2,4
Venezuela	1,1	1,1	1,2	1,9	3	3,4	1,4	1,2

4 Utjecaj financijske krize na realni sektor

Stabilan financijski sustav treba minimizirati mogući utjecaj financijskih nestabilnosti na realnu ekonomiju i pružiti pretpostavke za oporavak ekonomije. Oblikovanje modela gospodarstva, unatoč slabijim mogućnostima, treba biti usmjereno jačanju i podupiranju ulaganja koja će doprinijeti gospodarskom razvoju. Razvijene zemlje imaju povoljnije mogućnosti za oporavak ekonomije zbog većeg udjela vlastitog kapitala u privredi kao i postignutog stupnja razvoja. Tranzicijske ekonomije koje su imale veću stopu stranih ulaganja i manju vanjsku zaduženost su imale manje gospodarske

volatilnosti u financijskoj krizi, veće održanje ključnih pokazatelja kao razine zaposlenosti i kasnije bolje perspektive za oporavak.

Berkmen et. al (2009) razmatraju razlike u negativnom djelovanju krize na pojedine zemlje, a prema analizi varijabli koje objašnjavaju velike razlike u djelovanju krize su razine zaduženosti prije krize i pokazatelji vanjske trgovine, posebno s proizvodima veće složenosti. U zemljama u razvoju se razina financijske zaduženosti pokazala kao važnija varijabla nego vanjska trgovina, razina tečajne fleksibilnosti se pokazala kao značajna zbog ublažavanja negativnih kretanja. Imbs (2010) razmatra prijenose poslovnih ciklusa između pojedinih zemalja kroz više aspekata s osvrtnom i na zadnju krizu.

Rad naglašava da je financijska otvorenost imala značajan doprinos na prijenos ekonomskih kretanja. Prema istraživanju su, uz vanjskotrgovačke relacije, i financijski kanali povećali utjecaj na međunarodne prijenose negativnih financijskih kretanja zadnjih godina. Zbog sve većeg kretanja međunarodnog kapitala i preferencija ulagača da na međunarodnim tržištima ulažu u različite oblike imovine razvija se utjecaj na kretanja razine cijena pojedinih vrsta imovine i na međunarodne alokacije kapitala.

Različite razine cijena i troškova mogu imati utjecaj na dinamiku kanala prijenosa ekonomskih utjecaja. Kod manje razvijenih ekonomija kanal utjecaja je u većoj mjeri vezan uz vanjskotrgovinske utjecaje nego financijske zbog različitih stupnjeva razvoja ekonomije. Postoji povezanost između smanjenja opsega vanjsko-trgovinskog poslovanja u svijetu i eskalacije financijske krize. Financijska kriza je nepovoljno djelovala na izvozne zemlje koje uzajamno imaju značajne uvoze i izvoze od vanjsko-trgovačkih partnera (Anderton i Tevalde, 2011) uz negativan učinak na globalne poslovne lance velikih poduzeća koja globalno vrše poslovanje kroz različite stupnjeve integriranosti poslovnog procesa. Politika potencijalne pomoći realnom sektoru treba pobliže i pojedinačno razmotriti utjecaj na vanjsko-trgovinske relacije i obratiti pažnju da oblici pomoći imaju povoljan učinak na konkurentnost kao pomoć razvoju cijeloga gospodarstva.

U realnom sektoru zbog zatvaranja radnih mjesta koja nisu bila konkurentna ili unutar međunarodne konsolidacije pojedine grane dolazi do negativnih promjena koje se očituju gubitkom radnih mjesta i dugoročnom štetom za razvoj privrede ukidanjem nekog gospodarskog subjekta koji su nosioci kontinuiteta proizvodne vještine i znanja. Otvorenost prema međunarodnim tokovima kapitala ima pozitivan učinak na produktivnost (Kose 2009b). Financijska otvorenost može ubrzati i procese optimizacije gospodarstva i razvoja poduzeća budući da će kapital biti dostupniji za te procese.

U sklopu međunarodnih proizvodnih odnosa postoje tendencije za smanjenjem opsega proizvodne aktivnosti u zemlji koja nema dovoljnu konkurentnost, smanjenja opsega tržišta i zbog povlačenja proizvodnje u domicilne zemlje velikih međunarodnih tvrtki. Time se zbog financijske krize smanjuje izvozni i gospodarski potencijal pojedine ekonomije, pri čemu su ekonomije u razvoju s manjom konkurentnošću više pogođene. Ipak uslijed različitih faktora ova su negativna kretanja različito djelovala u pojedinim zemljama, no njihov učinak još nije završen.

Izravna posljedica poteškoća u bankovnom sustavu je smanjenje BDP-a i poslovne aktivnosti poduzeća (Dell'Ariccia, Detragiache i Rajan 2008), posebno onih koja su u većoj mjeri oslonjena na vanjsko financiranje. U ekonomiji s manjim razvojem strani kapital čini bitan dio transfera proizvodnih sposobnosti, ali tek do ograničenog opsega koji je u skladu za okvirom ostvarivanja nekog stranog ulaganja.

Relativno visoki stupnjevi zaduženosti zemalja s manjim stupnjem razvijenosti utječu na nesklonost financijskih tržišta za plasiranjem sredstava u manje razvijene ekonomije. Ovaj transmisijski mehanizam nepovoljno djeluje na gospodarski razvoj, ali i na domaću potrošnju koja je neizravno vezana uz mogućnost zaduženja u inozemstvu.

Zemlje u razvoju su ostvarile relativno više stope gospodarskog rasta prije krize te kasnije veće stope oporavka nakon izbijanja krize, oporavak je uvjetovan rastućom domaćom potrošnjom i izvozom te manjom razinom zaduženosti koja je povoljno utjecale na oporavak zemalja u razvoju.

Priložena tablica 2. prikazuje stopa gospodarskog rasta pojedinih zemlja i prognoze budućeg rasta BDP-a.

Tablica 2. Godišnje stope rasta pojedinih zemalja i OECD-ove procjene budućeg rasta

(Izvor: prema podacima World Bank i OECD-a)

Zemlja/ područje	Godišnje stope rasta BDP-a										OECD-ove procjene	
	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	
Austrija	2,59	2,40	3,67	3,71	1,40	-3,81	2,31	3,11	0,60	0,78	1,84	
Brazil	5,71	3,16	3,96	6,09	5,17	-0,33	7,53	2,73	1,53	4,04	4,06	
Češka	4,74	6,75	7,02	5,74	3,10	-4,70	2,74	1,65	-0,92	0,76	2,43	
Francuska	2,54	1,83	2,47	2,29	-0,08	-3,15	1,66	1,70	0,17	0,33	1,26	
Grčka	4,37	2,28	5,54	3,00	-0,16	-3,25	-3,52	-6,91	-6,27	-4,55	-1,27	
Indija	7,85	9,28	9,26	9,80	3,89	8,24	9,55	6,86	4,52	5,92	7,04	
Indonezija	5,03	5,69	5,50	6,35	6,01	4,63	6,20	6,46	6,23	6,34	6,53	
Irska	4,51	5,34	5,31	5,18	-2,97	-6,99	-0,43	-0,70	0,48	1,34	2,19	
Island	7,84	7,23	4,71	5,99	1,27	-6,81	-4,02	3,05	2,53	2,73	2,67	
Italija	1,73	0,93	2,20	1,68	-1,16	-5,49	1,80	0,43	-2,16	-0,98	0,55	
Japan	2,36	1,30	1,69	2,19	-1,04	-5,53	4,44	-0,70	1,64	0,65	0,76	
Kina	10,10	11,30	12,70	14,20	9,60	9,21	10,45	9,29	7,54	8,53	8,88	
Mađarska	4,80	3,96	3,90	0,11	0,89	-6,80	1,26	1,69	-1,57	-0,13	1,16	
Meksiko	4,05	3,21	5,15	3,26	1,19	-6,24	5,52	3,94	3,80	3,31	3,57	
Njemačka	1,16	0,68	3,70	3,27	1,08	-5,13	3,69	3,00	0,94	0,56	1,94	
Poljska	5,34	3,62	6,23	6,79	5,13	1,63	3,90	4,35	2,48	1,58	2,55	
Portugal	1,56	0,78	1,45	2,37	-0,01	-2,91	1,40	-1,61	-3,09	-1,75	0,91	
Rusija	7,18	6,38	8,15	8,54	5,25	-7,83	4,30	4,30	3,44	3,78	4,08	
SAD	3,48	3,08	2,66	1,91	-0,36	-3,53	3,02	1,70	2,24	2,01	2,81	
Slovačka	5,06	6,66	8,35	10,49	5,75	-4,93	4,18	3,35	2,64	1,95	3,38	
Španjolska	3,26	3,58	4,08	3,48	0,89	-3,74	-0,07	0,71	-1,29	-1,42	0,54	
Velika Britanija	2,96	2,09	2,61	3,47	-1,10	-4,37	2,09	0,65	-0,14	0,90	1,55	
Euro zona	2,19	1,67	3,25	2,98	0,39	-4,44	2,04	1,54	-0,41	-0,09	1,31	
OECD zemlje	3,14	2,73	3,15	2,79	0,16	-3,60	2,96	1,85	1,40	1,41	2,31	
Svijet	3,99	3,46	4,00	3,94	1,33	-2,25	4,34	2,73	2,92	3,44	4,23	

Unatoč potencijalno oprečnim razmatranjima u svezi s utjecajem financijske liberalizacije i otvorenosti na financijsku stabilnost potrebno je razmotriti potrebu za vanjskim kapitalom koji je potreban za gospodarski razvoj i koji nije ostvariv iz vlastitih mogućnosti manje razvijene zemlje.

U takvim uvjetima pogodan regulatorni i gospodarski okvir te veća fleksibilnost prema tokovima kapitala i ulaganja može doprinijeti gospodarskom razvoju. Negativna korelacija liberalizacije financijskih tržišta sa stabilnošću ipak se treba izdvojeno razmatrati s obzirom da ekonomije s manjim stupnjem razvoja i pripadnom slabijom polazišnom osnovicom su ovisne o stranom kapitalu te je on bio važan faktor razvoja u povoljnim uvjetima.

Zemlje u razvoju ostvaruju gospodarski rast i rastom industrijske proizvodnje iz relativno niže osnovice bazirane na domaćim komparativnim prednostima i sirovinskim i energetske bogatstvima. Financijska kriza je ostvarila relativno nepovoljniji utjecaj na razvijene zemlje koje imaju višu zaduženost i manji razvoj unutar svoje grupe nego na zemlje u razvoju. Posljedice financijske krize će još u dužem razdoblju imati negativan učinak na stope rasta zemalja s fiskalnim problemima i rastućom nezaposlenošću.

5 Mjere pomoći financijskom i gospodarskom sustavu

Selektivna pomoć i pojedinačne reforme imaju utjecaj i na alokacije sredstava na međunarodnim financijskim tržištima budući da se kapital usmjerava prema tržištima koja mogu dati veću sigurnost kapitala uz adekvatan povrat kapitala. Almunia et al (2009) analiziraju veliku krizu tridesetih godina prošlog stoljeća te je relativiziraju sa zadnjom financijskom krizom te smatraju da je u uvjetima nestabilnosti bankovnog sustava monetarna politika djelomično učinkovita, kao i da će fiskalne mjere dati slabiji učinak ako će nepovoljno utjecati na zaduženost.

Kontekst lokalnih ekonomija tranzicijskih zemalja i zemalja u razvoju ima time manje mogućnosti za pomoć s obzirom na visoku zaduženost i ovisnost o stranom kapitalu. Smanjenje kreditnih rejtinga je bilo vezano i uz razvoj financijske krize i dogodilo je u većoj mjeri zemlje u razvoju na europskom području, a drugi val smanjenja kreditnih rejtinga je vezan uz dvojbe o održivosti fiskalnih deficita pojedinih europskih zemalja. Smanjenje kreditnog rejtinga ima negativan utjecaj na razvoj kroz smanjenje BDP-a zbog manje javne potrošnje, stagnaciju pojedinih ekonomija koje su visoke stope rasta bazirali kroz potrošnju i korištenje stranog kapitala. Smanjenje rejtinga može u ekonomiji koja nije dovoljno razvijena povećati izdatke za kamate i smanjiti dostupnost sredstava koja ograničavaju ulaganje u razvoj. Gotovo redovito uz pad kreditnih rejtinga dolazi do povećanja nezaposlenosti u tim zemljama i do daljnjeg gospodarskog slabljenja.

Dodatan važan aspekt je potreba s održanjem poreznih stopa na razinama koje neće negativno djelovati na gospodarstvo, a biti u mogućnosti pokrivati potrebne javne prihode. Današnji uvjeti globalnog poslovanja nameću međunarodnu konkurenciju nižim razinama poreznih stopa kao i druge potpore ulagačima što može nepovoljno djelovati na razvojne mogućnosti i konkurentnost zemalja sa slabijim javnim financijama. Troškovi sanacije bankovnog sustava u mnogim su zemljama bili znatno manji nego što je iznosio pad poreznih prihoda zbog smanjenja gospodarske aktivnosti kao i troškova koji neizravno mogu nastupiti poput povećanih socijalnih izdataka u uvjetima povećanja nezaposlenosti i smanjenja standarda kao i troškova poticajnih mjera smanjenja poreznog opterećenja i provođenja izravnih poticajnih mjera.

Financijska kriza i okvir pomoći imaju široke implikacije i troškove za cijelu ekonomiju što je vidljivo i iz tablice 3.

Tablica 3. Ishodi bankovnih kriza 1970. – 2011.

(Izvor: prilagođeno prema L. Laeven i F. Valencia (2012), „Systemic Banking Crises Database: An Update“, IMF Working paper, WP/12/163)

Zemlje	Pad BDP-a	Porast duga	Monetarna ekspanzija	Fiskalni troškovi	Trajanje	Maks. likvidnost	Potpora likvidnost	Nenaplativi zajmovi-maks.	
	Medijani								
	U postotku BDP-a				U postotku imovine financijskog sustava	Godine	U postotku depozita i inozemnih obveza		U postotku svih kredita
Sve	23.0	12.1	1.7	6.8	12.7	2.0	20.1	9.6	25.0
Napredne	32.9	21.4	8.3	3.8	2.1	3.0	11.5	5.7	4.0
U nastajanju	26.0	9.1	1.3	10.0	21.4	2.0	22.3	11.1	30.0
U razvoju	1.6	10.9	1.2	10.0	18.3	1.0	22.6	12.3	37.5

5.1 Fiskalni i monetarni aspekti pomoći financijskom sustavu

Učinkovitost fiskalnih mjera može biti upitna ako privreda nije učinkovita što je u novije doba posebno došlo do izražaja u ekonomijama koje nisu u mogućnosti osigurati gospodarski rast uz sadašnju strukturu privrede koja ne omogućava dovoljnu akumulaciju niti ima adekvatnu produktivnost. Zemlje s manjom razinom dugova mogu voditi fleksibilniju fiskalnu politiku, a zemlje koje nisu imale fiksirane tečajeve su bile u mogućnosti voditi ekspanzivnu monetarnu politiku.

Ova se razmatranja mogu dovesti u kontekst mogućnosti ekonomskog sustava zemlje zavisno o potrebama za stranim financiranjem. Potrebno je zadržati mogućnost i dati poticaj za očuvanje domaće potrošnje radi očuvanja proizvodnje zaposlenosti, ali je učinak dvojbjen u uvjetima kada povećanje potrošnje uzrokuje rast vanjskog duga vezano uz negativna vanjskotrgovinska kretanja. Različiti pristupi traže ispravan pristup regulatornog okvira te konsenzus oko podijele rizika, budući da različiti načini rješavanja problema mogu prenijeti bankovne rizike na javni trošak. Fiskalni paketi pomoći u pojedinim zemljama su bili ponajprije determinirani lokalnim kontekstom i realnim mogućnostima vezanim uz status javnih financija, makroekonomske uvjete i vanjske mogućnosti financiranja i primanja pomoći.

Dodatan izazov s kojim su se suočile javne financije mnogih ekonomija je relativno visoka razina zaduženosti koja je postojala i u povoljnijim razdobljima, no koja se razvojem krize povećala. Zaduženost se povećavala u povoljnijim razdobljima i zbog potrebe za zaduživanjem zemalja da bi održala javnu potrošnju na određenom nivou te relativno manju razinu nezaposlenosti.

Nestandardne monetarne mjere su u vrijeme zadnje financijske krize uz smanjivanje kamatnih stopa uvele i druge poticaje koji su trebali podržati poslovanje banaka u vrijeme krize kao pomoć monetarnim mjerama da daju bolji učinak u realnoj ekonomiji. Posebne mjere su uvedene nakon zamrzavanja međubankovnih tržišta posudbe kao važnog elementa funkcioniranja financijskog sustava. Radi učinkovitijeg djelovanja u uvjetima nestabilnosti proširena je baza kolaterala koji mogu biti prihvaćeni za financiranje pri Europskoj središnjoj banci. Intervencija u osjetljivom trenutku je spriječila blokadu financijskih tržišta i pripadne učinke koji bi iz toga mogli proizići po cijelu ekonomiju. Time je povećana ukupna likvidnost europskog bankovnog sustava. Prema Gertleru i Karadiju (2011) značajne kupnje financijske imovine u toku eskalacije financijske krize od strane

FED-a u SAD-u su imale povoljan učinak na stabilizaciju financijskih tržišta budući da su smanjile volatilitet imovine i nagli pad cijena te tako doprinijele stabilnosti portfelja ulaganja.

Međubankovna tržišta su važna s aspekta likvidnosti financijskog sustava jer omogućuju povećanje i prijenos likvidnosti banaka prema potrebama te se tako mogu neizravno ostvariti ciljevi monetarne politike. Bitna obilježja međubankovnih tržišta su asimetrija informacija (Heider et al. 2009), potencijal moralnog hazarda i koncentracija moći u situacijama potrebama za likvidnošću. Time banke koje raspolažu dovoljnim rezervama mogu biti u povoljnijem položaju pred drugima bankama s aspekta poslovanja u krizi.

Prema Allenu, Carlettiju i Galeu (2009) tržišta međubankovne likvidnosti su nestabilna ako banke ne mogu adekvatno pokriti rizike i zauzeti odgovarajuće pozicije u situaciji mogućih naglih promjena likvidnosti. Kamatni rasponi na sredstva međubankovnog tržišta mogu narasti u uvjetima krize likvidnosti do razina koje onemogućavaju normalno poslovanje. Na razvoj tržišta međubankovne likvidnosti u vrijeme krize može se utjecati kroz mjere monetarne politike kako bi se ta tržišta stabilizirala, budući da njihova nestabilnost može izazivati daljnje negativne učinke.

U zadnjoj krizi MMF je imao povećan utjecaj i angažman resursa u zemljama razvoju kao i tranzicijskim zemljama Europe. MMF (2010) je publicirao opsežnu studiju vezano uz mogućnosti i uspjehe ekonomija u razvoju u zadnjoj financijskoj krizi. Istraživanje je potvrdilo poznate pretpostavke da su zemlje s boljim statusom gospodarstva prije krize pokazale veću rezistentnost na negativna kretanja, bolje mogućnosti oporavka kao i da je prijenos krize vezan uz stupanj financijske integriranosti. Zapaža se pozitivan doprinos međunarodnih rezervi za ublažavanje početnih negativnih kretanja. Naglašava se važnost mogućnosti adekvatnih fiskalnih i monetarnih reakcija u krizi koje su zavisne od realnih mogućnosti i sfere odnosa koji omogućavaju više ili manje slobode u izboru adekvatnih mjera. Fleksibilnosti vođenja monetarne politike mogu utjecati na uspjeh učinka monetarnih mjera u uvjetima krize (Mishkin, 2009).

5.2 Financijski i tržišni aspekti izlaska iz krize

Međupovezanost kreditne aktivnosti i poslovnih ciklusa kod razvijenih zemalja i zemalja u razvoju je većoj mjeri značajna za oporavak gospodarske aktivnosti kroz porast kreditiranja nego što su to prijašnja razmatranja povezivala (Biggs, Mayer i Pick 2009.) Autori posebno naglašavaju potrebu za kreditnim poticajem koji će potaknuti povoljna gospodarska kretanja te kao istraživačka pitanja razmatraju dinamiku povezanosti financijskih tržišta u krizi i gospodarskog oporavka. Moguće je povezati porast BDP-a kroz domaću potrošnju s kreditnom aktivnošću.

Rose (2011) analizira razvoj financijske krize vezano uz financijsku integriranost uz korištenje modela vezanog uzroka 85 zemalja. Uz varijable vezane za BDP, analiza obuhvaća financijsku regulaciju i dodatne mjere bilateralne financijske povezanosti. Zaključuje se da postoji određena povezanost Fed-ove monetarne politike i povoljnijeg oporavka zemalja koje imaju veću povezanost sa SAD-om kao povoljnu posljedicu financijske integracije. Ishi, Stone i Yehoue (2009) razmatraju mogućnosti djelovanja centralnih banaka u zemljama u razvoju. Prema autorima mogućnosti korištenja ekspanzivne monetarne politike nisu moguće u znatnoj mjeri iz razloga relativnog položaja financijskog sustava prema inozemnim tokovima kapitala te se u većem opsegu koriste mjere povećanja domaće likvidnosti kao i mjere na deviznim tržištima.

Potrebno je različitim mjerama izbjeći da povećanje likvidnosti u zemljama u razvoju ne dovede do odljeva kapitala. Mjere povećanja domaće likvidnosti ipak ne mogu zaštititi privredu ovisnu o stranom kapitalu koji traži oportunitet ulaganja, ali uz adekvatnu sigurnost. Stabilizacija domaćeg financijskog sustava može povećati povjerenje stranog kapitala i smanjiti negativan utjecaj povlačenja stranog

kapitala na realnu ekonomiju. Daljnje mjere nakon stabilizacije početnih kriznih kretanja i stabilizacije u makroekonomskom kontekstu su vezane uz oblikovanje financijskog sustava i institucija na održivije načine poslovanja. U sustavu pomoći likvidnosti potrebno je u određenoj mjeri razlikovati jesu li pojedini oblici pomoći održivi i hoće li u budućnosti biti uzrok poteškoća. Politika povećanja likvidnosti može dati presudan utjecaj za povećanje likvidnosti privrede, ali ipak postoji mogućnost prodlubljenja rizika kod slabijeg i manje selektivnog upravljanja.

U svojoj publikaciji MMF (2010) razmatra budući okvir djelovanja Međunarodnog monetarnog fonda te iznosi zaključke o potrebi za prevencijom razvoja velikih financijskih kriza i bolju spremnost u sustavnim krizama. Predviđa se stvaranje dodatnih rezervi koje bi mogle uz adekvatno predviđanje kriza ublažiti razvoj situacije, posebno u kontekstu pojedinačne situacije svake zemlje radi postizanja rješenja koja će uz minimalan rizik dati adekvatan učinak. Nova djelovanja fonda su vezana uz razvoj swap linija prema zemljama koje imaju potencijala u gospodarstvu, ali se suočavaju s kratkotrajnima problemima likvidnosti u razvoju krize. Pобољшanje bilateralnih kreditnih aranžmana se može usmjeriti prema lokalnim mogućnostima uz proaktivno djelovanje da se izbjegnu problemi u zemljama koje mogu voditi dobru gospodarsku politiku.

U zemljama sa nižim stupnjem razvoja se naziru rizici bankrota država paralelno sa propašću banaka prema Reinhart i Rogoff (2008). Caprio i Klingebiel (1996) na primjeru više zemalja s manjim razvojem zapažaju da se modaliteti prevladavanja krize razlikuju zavisno o stupnju razvoja zemalja i pojedinim okolnostima. Sadašnja kriza ima neka zajednička obilježja s prijašnjim krizama dok su neki aspekti svojstveni svakoj krizi posebno. Manje razvijene zemlje nemaju raspoložive instrumente kojima se može djelovati budući da nemaju dovoljno ekonomskog kapaciteta kao i da se kriza može u većoj mjeri osjetiti u manje razvijenim zemljama zbog niže osnove i većeg relativnog utjecaja.

Početni učinci krize u zemljama u razvoju su bili vezani uz smanjenja financijskih tokova i smanjenja vanjskotrgovinskih aktivnosti (Blanchard, Das i Faruqee 2010). Rad se bazira na modeliranju otvorene ekonomije u uvjetima realnih mogućnosti kretanja kapitala uz posebno razmatranje naglih kretanja u manje razvijenim zemljama te u skladu s drugim razmatranjima zapažaju značajan utjecaj financijskih i trgovačkih kanala za prijenos negativnih ekonomskih kretanja u krizi.

Prema analizi, aspekti rezerve i tečajnih odnosa nemaju presudnu važnost u prijenosu oscilacija u gospodarstvu. Ipak se ističe da je mogućnost očuvanja financijskih sredstava i smanjenja odljeva kapitala imala značaj pri smanjivanju pada gospodarske aktivnosti u financijskoj krizi uz postojanje adekvatnih mogućnosti fiskalne stabilizacije. Rogoff i Renhardt (2009) istražuju dubinu stagnacije gospodarske aktivnosti u krizi kao i trajanje krize te iznose zaključak da su financijske krize redovito povezane sa znatnim padom cijena imovine koji može trajati i duže nego financijska kriza. Autori smatraju da problemi financijske krize nisu proizašli samo iz troškova sanacije financijskog sustava nego iz smanjenih poreznih prihoda tijekom stagnacije realnog sektora koji utječu na porast fiskalnih deficita u vrijeme financijske krize. Do sadašnjeg razdoblja cijene imovine na globalnim financijskim tržištima su se oporavile kao i spremnost sudionika na financijskim tržištima za preuzimanjem rizika, no javne financije se ipak nisu posve stabilizirale zbog troškova krize.

6 Zaključak

Porast financijske međupovezanosti i globalizacije pridonosi širenju gospodarskih problema u većoj mjeri nego kod prijašnjih kriza. Dodatnu težinu gospodarskim problemima je dala relativno velika razina zaduženosti gospodarstva, nemogućnost financiranja i nedostatak vlastitih razvojnih kapaciteta pojedinih nacionalnih ekonomija. Ipak unatoč povećanoj obuhvatnosti gospodarskih i financijskih nestabilnosti, njihov učinak nije u svakoj ekonomiji jednak s obzirom na različita polazišta ekonomije

i stupanj razvijenosti. Posebno je važno u razdoblju krize osigurati likvidnost radi sprječavanja eskalacije krize i radi sprječavanja stagnacije gospodarske aktivnosti zbog nedostatka sigurnosti ulaganja i mogućnosti financiranja. Zemlje s manjim stupnjem razvoja će u dužem razdoblju imati slabije mogućnosti financiranja. Moguća rješenja krize u gospodarstvu i financijskom sustavu nisu jednaka, budući da postoje velike razlike u kvaliteti gospodarskih subjekata, međunarodnoj konkurentnosti gospodarstva, razini investicija i kapacitetu državne politike u provođenju mjera. U radu je prikazan cijeli niz znanstvenih radova i istraživanja kojima je problematika sagledana iz više perspektiva.

Na samom početku krize razvijene ekonomije su bile manje zahvaćane smanjenjem likvidnosti, povlačenjima kapitala i znatnim smanjenim alokacije sredstava zbog većeg povjerenja investicijske javnosti i boljih pokazatelja gospodarske stabilnosti. Ekonomije koje su u krizu ušle s većom zaduženošću i manjim izvozom do danas nisu ostvarile znatno poboljšanje ekonomske situacije. Ovaj aspekt je posebno značajan za manje razvijene zemlje. Na primjeru zadnje financijske krize moglo se zapaziti da su promjene cijena imovine, pad ekonomske aktivnosti i nagla tečajna kretanja smanjile mogućnost sudjelovanja na financijskim tržištima te je došlo do dodatnog povlačenja investitora zbog nesigurnosti ulaganja. Buduće reforme financijskog sustava su usmjerene prema djelovanju na međunarodnoj razini. Promjene se trebaju sagledavati u lokalnom kontekstu i mogućnostima pojedine ekonomije prema relevantnim čimbenicima, što neće biti uvijek moguće uskladiti. Gospodarski subjekti su osjetljivi na financijska kretanja koja utječu na razinu gospodarske aktivnosti te promjene uvjeta financiranja koji utječu na porezni sustav i tržište rada.

Pojedine ekonomije su tek djelomično mogle pomoći vlastitoj konkurentnosti i stabilnosti kroz poticajne mjere i zadržavanje konkurentnog poslovnog okvira. Na znanstvena pitanja oko geneze financijskih i gospodarskih kriza i poticajnih mjera za izlazak i djelovanje u slučaju krize nije dan jednoznačan odgovor budući da su učinci mjera davali različite rezultate zavisno o brzini provođenja i mogućnostima pojedine ekonomije. Značajna pitanja za buduća istraživanja su vezana uz potencijal mjera na duži rok budući da kriza nije završena, a može se zapaziti nedovoljan učinak tih mjera na pojedine ekonomije unatoč razmjerno velikim troškovima i trenutnim povoljnim kretanjima na razini monetarne politike. Mogućnost proaktivnih mjera u slučaju slabljenja ekonomske situacije i problema u financijskom sektoru je relevantno područje za znanstveno istraživanje i ima značaj za realnu ekonomiju u doba rastućih gospodarskih problema s obzirom na pojedine zemlje i njihov trenutni ekonomski položaj.

Reference:

Acharya, V., D. Gale i T. Yorulmazer (2009), Rollover Risk and Market Freezes, Working paper, New York University.

Aisen, A., Franken, M., (2010), Bank Credit during the 2008 Financial Crisis: A Cross-Country Comparison, IMF Working Paper, No. 10/47.

Allen, F., E., Carletti i D. Gale (2009), Interbank Market Liquidity and Central Bank Intervention, *Journal of Monetary Economics*, Volume 56, Issue 5.

Almunia, M., Agustín S. Bénétrix, B. Eichengreen, K., H. O'Rourke, i G. Rua (2009), From Great Depression to Great Credit Crisis: Similarities, Differences and Lessons, 50th Economic Policy Panel Meeting, Tilburg, October 23-24, 2009.

Altunbas, Y., L. Gambacorta i D. Marques-Ibanez (2010), Does monetary policy affect bank risk-taking?, European Central Bank Working Paper 1166.

- Altunbas, Yener, Manganelli, Simone i Marques-Ibanez, David, Bank Risk During the Financial Crisis: Do Business Models Matter? (2011), ECB Working Paper No. 1394.
- Anderton, R., Tevalde, T. (2011), The global financial crisis: trying to understand the global trade downturn and recovery, Working Paper No. 1370, The European Central Bank.
- Beck, T., Hesse H., Kick T., i von Westernhagen N. (2009), Bank Ownership and Stability: Evidence from Germany, Bundesbank Working Paper Series.
- Beltratti, A., Stulz R. M., (2009), Why did some banks perform better during the credit crisis? A cross-country study of the impact of governance and regulation, Charles A Dice Center Working Paper No. 2009-12.
- Berkmen, P., Gaston G., Rennhack R., i Walsh J. (2009), The Global Financial Crisis: Explaining Cross-Country Differences in the Output Impact, IMF Working Paper 09/280.
- Biggs, M., Meyer T., i Pick A., 2009, Credit and Economic Recovery, DNB Working Papers 218, Netherlands Central Bank, Research Department.
- Blanchard, O., Faruqee H., i Das M. (2010), The Initial Impact of the Crisis on Emerging Market Countries, Brookings Papers on Economic Activity.
- Blundell-Wignall, A. i Atkinson, P.E., (2011), Global SIFIs, Derivatives and Financial Stability, *OECD Journal*, Financial Market Trends, vol. 2011/1.
- Buiter W., i Rahbari E., (2012), The European Central Bank as Lender of Last Resort for Sovereigns in the Eurozone, *Journal of Common Market Studies*, vol. 50, pp 6-35.
- Caprio, G., i Klingebiel, D., (1996), Bank Insolvencies: Cross-Country Experience., *Policy Research Working Paper* 1620. World Bank, Washington, D.C.
- Cetorelli, N., i Goldberg, L., (2010), Global Banks and International Shock Transmission: Evidence from the Crisis, *IMF Economic Review* 58(2).
- Dell'Ariccia, G., Igan, D., Laeven, L. (2008), Credit Booms and Lending Standards: Evidence from the Subprime Mortgage Market Washington: International Monetary Fund, unpublished.
- Dell'Ariccia, G., Detragiache, E., Rajan, R. (2008), The Real Effects of Banking Crises, *Journal of Financial Intermediation*, 17, pp. 89-112.
- Del Negro, M., Ferrero, A., Kiyotaki, N. (2010), The Great Escape? A Quantitative Evaluation of the Fed's Non-Standard Policies, Federal Reserve Bank of New York, February 2010.
- Devereux, M., Yetman, J. (2010), Financial De-Leveraging and the International Transmission of Shocks", Hong Kong Institute for Monetary Research Working Paper No. 13.
- Diamond, D. i Rajan, R. (2009), Fear of fire sales and the credit freeze , working paper University of Chicago.
- Heider, F., Hoerova, M., Holthausen, C. (2009), Liquidity Hoarding and Interbank Market Spreads: The Role of Counterparty Risk, Working Paper Series 1126, European Central Bank.
- Franklin, A., Gale, D. (2003), Financial Intermediaries and Markets, Center for Financial Institutions Working Papers 00-44, Wharton School Center for Financial Institutions, University of Pennsylvania.

- Freixas, X., Martin, A., Skeie, D. (2011), Bank Liquidity, Interbank Markets, and Monetary Policy, *Review of Financial Studies*, vol. 24(8), pp. 2656-2692.
- Gertler, M., Karadi, P. (2011), A model of unconventional monetary policy, *Journal of Monetary Economics*, vol. 58(1), pp. 17-34.
- Giannone, D., Lenza, M., Reichlin, L. (2010), Market Freedom and the Global Recession, *IMF Economic Review*, 58(2).
- Imbs, Jean (2010), The first global recession in decades, CEPR Working Paper no 7973.
- International Monetary Fund, (2013), Global Financial Stability Report , World Economic and Financial Surveys, Washington.
- International Monetary Fund, (2010), How Did Emerging Markets Cope in the Crisis? International Monetary Fund Policy Paper, Washington DC.
- International Monetary Fund. (2010b), The Fund's Mandate: Future Financing Role. Staff Background Paper.
- Institute of International Finance (2010), Interim Report on the Cumulative Impact on the Global Economy of Proposed Changes in the Banking Regulatory Framework.
- Ishi, K., Stone, M., Yehoue, E. B. (2009), Unconventional Central Bank Measures for Emerging Economies, *IMF Working Paper No. 09/226*.
- Kaminsky, G. i Reinhart, C. (2003), The Center and the Periphery: The Globalization of Financial Turmoil, *NBER Working Paper No. 9479*.
- Kose, A., Prasad, E., Terrones M. (2009a), Does Financial Globalization Promote International Risk Sharing?, *Journal of Development Economics* vol. 89 no. 2, July, pp. 258-270.
- Kose, A., Prasad, E., Terrones M. (2009b), Does Openness to International Financial Flows Raise Productivity Growth?", *Journal of International Money and Finance*, Vol. 28 no. 4, June, pp. 554-580.
- Lane, P., i Milesi-Ferretti, GM. (2010), Cross-Border Investment in Small International Financial Centers, *IMF Working Papers 10/38*, International Monetary Fund.
- Lenza, M., Pill H., Reichlin, L. (2010), Monetary policy in exceptional times, *Economic Policy*, 25, pp. 295-339.
- Laeven, L., Valencia, F. (2012), Systemic Banking Crises Database: An Update, *IMF Working paper*, WP/12/163.
- Maddaloni, A. , J.-L. Peydró, J. (2009), Bank Risk-Taking, Securitization, Supervision, and Low Interest Rates: Evidence from Lending Standards, paper presented at the RFS-Yale Conference The Financial Crisis, 2009.
- Marques-Ibanez, D. i Scheicher, M. (2010), Securitisation: Causes and consequences, in Berger, A., Molyneux P., Wilson J. (eds.), *Handbook of Banking*, Oxford University Press, pp. 599-633.
- Mayer, C., Pence, K., Sherlund, S. (2009), The Rise in Mortgage Defaults, *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 23, No. 1, pp. 27-50.
- Mishkin, F., (2009), Is Monetary Policy Effective During Financial Crisis? National Bureau of Economic Research, *NBER Working Paper*, No. 14678.

Milesi-Ferretti, GM (2009), The International Transmission of the Financial Crisis, *International Monetary Fund*, November 2009.

OECD (2012), Economic Outlook, No 92, OECD Publishing.

Reinhart, C. , Kaminsky, G., (1999), The Twin Crises: The Causes of Banking and Balance-of-Payments Problems, *American Economic Review*, vol. 89(3), pp. 473-500.

Reinhart, C., Rogoff, K. (2008), Is the 2007 U.S. Subprime Crisis So Different? An International Historical Comparison.” *American Economic Review* Vol. 98 No. 2, pp. 339–344.

Reinhart, C., Rogoff K., (2009), The Aftermath of Financial Crises,” *American Economic Review*, vol. 99(2), pp. 466-72.

Rose, Andrew K (2011), International financial integration and crisis intensity”, ADBI Working Papers 341, Asian Development Bank Institute.

Schularick M., Taylor, A. (2009), Credit Booms Gone Bust: Monetary Policy, Leverage Cycles and Financial Crises, 1870–2008, NBER Working Papers 15512, National Bureau of Economic Research