Branko UroševićEkonomski fakultet
Univerzitet u Beogradu
LFE, ICEF, Moskva**Boško Živković**Ekonomski fakultet
Univerzitet u Beogradu**Miloš Božović**Centar za investicije i finansije
Beograd
Prirodno-matematički fakultet
Univerzitet u Novom Sadu

UTICAJ FINANSIJSKOG SEKTORA NA REALNI SEKTOR PRIVREDE

The Influence of Financial
on Real Sector of Economy

Sažetak

Razvoj finansijskih institucija ima, generalno, veoma značajnu pozitivnu ulogu u razvoju realnog sektora privrede. Finansijske inovacije značajno doprinose razvoju realnog sektora. U radu se posebno razmatra pitanje optimalnog nivoa zaduženosti, i - konsekventno - pitanje očekivanog uticaja promene zahteva za nivo kapitalne i likvidnosne adekvatnosti banaka na finansiranje realnog sektora privrede. Pokazuje se da ovaj uticaj nije isti u svim oblastima privrede pa se ovo pitanje mora analizirati na nivou sektora, a ne samo na opštem nivou. Dodatna specifičnost Srbije i uopšte regiona jugoistočne Evrope jeste činjenica da su inostrane banke dominantne na tržištu kredita. Stoga se posebno analizira finansiranje realnog sektora od strane inostranih banaka. Do izbijanja globalne finansijske krize, inostrane banke značajno podižu kreditnu aktivnost u regionu. Po nastupanju krize inostrane banke uglavnom preusmeravaju relativno ograničeni kapital prema preduzećima u zemlji-matici, dok domaće banke ne menjaju svoj pristup kreditiranju. U poslednjem delu rada razmatraju se konsekvence ovih nalaza za privredu Srbije i predlažu neka rešenja.

Ključne reči: *uticaj finansijskog sektora na realni sektor, optimalni nivo zaduženja, kapitalna adekvatnost banaka, finansijska kriza, uticaj stranih banaka na finansiranje realnog sektora*

Abstract

Development of financial institutions has, in general, very important positive role in growth of the real sector of economy. Financial innovations contribute significantly to development of the real sector. The paper focuses on the question of optimal level of indebtedness, and - consequently - on the issue of influence of changes in capital and liquidity adequacy regulations on real-sector financing. This influence may differ across industries, which implies that this question needs to be analyzed in more detail than the economy-wide level only. Additional peculiarity of Serbia and South-Eastern Europe lies in the fact that foreign banks dominate as suppliers of credit. We therefore analyze foreign-bank financing of the regional real sector. Until the global financial crisis, foreign banks were increasing their credit activity in the region. However, as the effects of crisis gradually increased, foreign banks redirected the scarce capital towards their domicile countries, while domestic banks kept their original approach to crediting. The paper concludes with analysis of the consequences of our findings that are relevant for Serbian economy and proposes some policy measures.

Key words: *influence of financial on real sector, optimal level of indebtedness, capital adequacy of banks, financial crisis, influence of foreign banks on real-sector financing*

Značaj finansijskih institucija, finansijskih tržišta i finansijskih inovacija za razvoj realnog sektora

Razvoj savremene tržišne ekonomije u poslednjih 200 godina neraskidivo je vezan za razvoj bankarskog i, uopšte, finansijskog sektora. Osnovne funkcije banaka, pre svih agregacija rizika, transformacija ročnosti, kao i transformacija odnosa rizika i prinosa, omogućavaju deponentima da uživaju relativno visok nivo sigurnosti ulaganja uz, istovremeno, visok nivo likvidnosti. Sa druge strane, banke su tradicionalno glavni spoljni izvor finansiranja kako firmi iz sektora realne ekonomije, tako i potrošnje stanovništva. Na taj način, bankarski sistem igra veliku ulogu u tradicionalnim privrednim tokovima. Međutim, odavno postoje ozbiljni nalazi koji upozoravaju da upravo osnovna svojstva bankarskog sistema vode, istovremeno, i ka periodičnoj nestabilnosti na tržištu: Fisher (1997) i Friedman (1960) upozoravali su na opasnosti vezane za klasični model bankarskih rezervi (engl. *fractional reserves*). Globalna finansijska kriza koja je izazvala kolaps nekih od najvećih finansijskih institucija i ogolila rizike sa kojima se globalizovani svetski finansijski sistem suočava pokrenuo je, ponovo, razmišljanja o korenitoj reformi bankarskog sistema (Kotlikoff, 2010 i Kay, 2009). Nezavisno od sudbine konkretnih predloga, jasno se ukazuje na princip da je neophodno vratiti se fundamentalnim principima kako bi se razumelo na koji način i pod kojim uslovima standardne poslovne banke doprinose razvoju realnog sektora privrede.

Klasičan iskaz vezan za to kako banke pomažu razvoj realnog sektora privrede može se naći već u Bagehot (1873). U ovoj veoma uticajnoj knjizi autor pokazuje da viši stepen razvoja bankarstva, kroz mobilizaciju štednje, pozitivno utiče na razvoj realnog sektora privrede. On upoređuje privrede Velike Britanije iz druge polovine devetnaestog veka, u kojoj je razvoj bankarstva dostigao relativno visok nivo, sa privredama Francuska i Nemačke, koje su u tom pogledu značajno zaostajale za Britanijom:

„Mnogo više novca postoji izvan banaka u Francuskoj i Nemačkoj kao i u drugim zemljama u kojima su banke slabo razvijene nego u Engleskoj i Škotskoj, gde je bankarstvo razvijeno. Ali taj novac se ne može iskoristiti dok se novac u Engleskoj može pozajmljivati onima koji ga mogu

produktivno koristiti. Na taj način, u Engleskoj se skoro svaki dobar projekat može finansirati, dok to u kontinentalnoj Evropi nije slučaj”.

Bagehot-ovo rezonovanje je bazirano na pozitivnim aspektima osnovnih funkcija banaka kao finansijskih posrednika. Naime, banke višak sredstava u vidu depozita koriste za finansiranje trgovine i investicija kroz sistem zajmova. Pri tome, poverioci (tj. davaoci sredstava), nemaju, u principu, nikakav kontakt sa dužnicima banke (tj. primaocima sredstava). Takođe, zajmovi se obično odobravaju na znatno duži rok nego što je ročnost depozita. Zajmove odobravaju bankari koji, bar u teoriji, znaju kako da prepoznaju i vrše monitoring profitabilnih projekata, dok štediše ne moraju znati ništa o investicijama ili upravljanju projektima. Sa druge strane, u zemljama sa manje razvijenim bankarskim sektorom, kao što je bio slučaj sa Francuskom XIX veka, proces formiranja kapitala zahteva da ljudi koji žele da pokrenu neki projekat moraju da pronađu konkretnog investitora koji bi mogao svoja slobodna sredstva da uloži u taj projekat. U takvom sistemu, oni koji poseduju višak sredstava ujedno moraju sami da odrede kako da ih produktivno ulože, to jest da pronađu odgovarajuće projekte, da poseduju preduzetnički duh i da imaju sposobnost da odaberu prave projekte, bilo da bi ih vodili sami ili da bi mogli da vrše monitoring preduzimača koje su finansirali. Stoga je u Engleskoj preduzimljivim ljudima sa dobrim projektima bilo znatno jednostavnije da dođu do neophodnih sredstava nego što je to bio slučaj u zemljama kontinentalne Evrope.

Bagehot-ovo razumevanje uloge banaka u tržišnoj privredi je osnova dominantnog stava da je rast kapaciteta finansijskog sektora (engl. *financial deepening*) koristan za razvoj realnog sektora privrede. Saglasno toj paradigmi, viši nivo razvijenosti finansijske intermedijacije, meren odnosom nivoa izdatih kredita i bruto domaćeg proizvoda (BDP), vodi ka višem nivou investicija a samim tim i ka većem nivou BDP-a. Značajan broj empirijskih radova pokazuje, zaista, da je u mnogim zemljama postojala pozitivna korelacija između stepena privredne razvijenosti i kapaciteta finansijskog sektora.¹

¹ Videti, na primer, King and Levine (1993), kao i Rousseau and Sylla (1999).

Globalna finansijska i ekonomska kriza dovela je do ogromnog gubitka društvenog blagostanja u mnogim zemljama. Razumljivo, to je izazvalo celu lavinu predloga za reformu finansijskog sistema, promena u kapitalnim i likvidnosnim zahtevima prema finansijskim institucijama, kao i promenama u vezi sa kompenzacijom rukovodilaca bankarskih institucija.

S obzirom na veliki negativni efekat koji je na realni sector privrede kriza ostvljala iza sebe, kritike na račun uloge finansijskog sektora su razumljive. Opasnost u paušalnom kritikovanju finansijskog sektora jeste njeno svođenje na iskaze poput onog koji se često može čuti da su finansijske inovacije same po sebi krive za nastanak krize. S tim u vezi valja se podsetiti na činjenicu da se ova vrste kritike ne događa prvi put. Gotovo uvek su, po izbijanju kriza u prošlosti, finansijske inovacije bile na udaru kritika pa i zabrana. Primera radi, valja podsetiti da je posle pucanja spekulativnog mehura vezanog za trgovanje akcijama South Sea Company 1720. godine došlo do zabrane rada akcionarskih društava u Britaniji, dok je Barnard Act iz 1734. zabranio trgovanje opcijama.² Jasno je da takve represivne mere i zabrane, koje često predstavljaju emocionalnu ili populističku reakciju na krizu, mogu nekad da učine daleko više štete nego što donose koristi.

Ne smemo zaboraviti da pored rizika koje finansijske inovacije sa sobom potencijalno nose, one igraju i veoma važnu pozitivnu ulogu u razvoju realnog sektora ekonomije. U veoma uticajnom prikazu teorijske i empirijske literature Levine (2004) demonstrira niz načina na koji razvoj finansijskog sektora i finansijskih inovacija doprinosi razvoju realnog sektora. Na primer, razvoj likvidnog i informaciono efikasnog finansijskog tržišta omogućava upravljanje rizikom likvidnosti i obezbeđuje finansiranje profitabilnih projekata koji zahtevaju dugoročno vezivanje kapitala i koji ne bi na drugi način mogli biti finansirani. Naime, pojedinačni investitori (akcionari ili poverioci, na primer) ne moraju dugoročno vezivati svoj sopstveni novac u taj projekat pošto mogu da prodaju akcije odnosno obveznice koje poseduju nekom drugom učesniku na likvidnom tržištu. Likvidnost tržišta, na taj način, povećava

spremnost potencijalnih ulagača da inicijalno investiraju u neki dugoročni, rizični projekat. Na taj način, finansijsko tržište proširuje mogućnosti za investicije koje svojim štedišama tradicionalno pružaju banke i koje opisuje Bagehot (1873).

Kvalitet i kapacitet finansijskog sektora utiče na dinamiku i kvalitet strukturnih promena u realnom sektoru. Prema Hicks-u, industrijska revolucija je mogla tehnološki da se dogodi znatno ranije nego što se zapravo dogodila da je bilo mogućnosti za finansiranje njenih velikih rešenja. Ključna inovacija na koju se čekalo i koja je obezbedila tehnološku revoluciju u Engleskoj XVIII veka bila je, zapravo, pojava likvidnog finansijskog tržišta (Hicks, 1969). U veoma uticajnom radu, King i Levine (1993) pokazuju da početni nivo razvijenosti, kao i stopa rasta, finansijske intermedijacije imaju vrlo pozitivan uticaj na ekonomski rast u periodu od 1960. do 1989. Sličan nalaz su nedavno saopštili Aghion *et al.* (2005) – nivo razvoja finansijskog sektora može u značajnoj meri da objasni da li dolazi do konvergenije razvijenosti različitih zemalja sveta (merene kao konvergencija BDP po glavi stanovnika), i, ukoliko je to slučaj, koja je njena brzina. Autori pokazuju da je brzina konvergenija veća za one zemlje u kojima se finansijski sektor dovoljno brzo razvija. Rousseau i Sylla (2001) su na iskustvima razvoja 17 zemalja sveta u periodu od 1850. do 1997. i zaključili da je finansijski razvoj stimulisao razvoj privreda ovih zemalja. Jayaratne i Strahan (1996) su analizirali iskustvo 35 federalnih država u SAD, upoređujući države koje su ublažile regulatorna ograničenja vezana za broj i veličinu filijala banaka u odnosu na one kod kojih su ta ograničenja ostala na snazi. Osnovni rezultat ovog istraživanja jeste da je liberalizacija bankarskog sektora pozitivno korelisana sa porastom realnog BDP po glavi stanovnika. U svom čuvenom radu, Rajan i Zingales (1990) nalaze da grane privrede koje su prirodni veliki korisnici spoljnog finansiranja rastu brže u zemljama u kojima su finansijski sektori razvijeniji.

Finansijske inovacije su bez sumnje važan faktor rasta privrede. Greenwood *et al.* (2010) pokazuju da se, u periodu od 1974. do 2004., oko 30% rasta u SAD može objasniti tehnološkim inovacijama u finansijskom sektoru. Michalopoulos *et al.* (2010), koristeći podatke za period 1973–1995., dokazuju da su finansijske inovacije važna

² Videti detaljnije u Stulz (2009), *Credit Default Swaps and the Credit Crisis*, Fisher College of Business, Working Paper Series, The Ohio State University.

determinantna brzine konvergencije razvijenosti različitih zemalja. Oni zaključuju da *“institucije, zakoni, regulacije, i politike koje ograničavaju razvoj finansijskih inovacija istovremeno smanjuju brzinu tehnološkog progressa neke zemlje kao i njen ekonomski rast i razvoj”*.

Važna iskustva pozitivne sprege finansijskih inovacija i inovacija u realnom sektoru postoje u sektoru informacionih tehnologija. Naime, mnogi vodeći poslovni ljudi u ovoj oblasti naglašavaju značaj visoko rizičnog kapitala (engl. *venture capital*) kao važnog faktora razvoja novih tehnologija. Slično je iskustvo i u sektoru biotehnologije. Primena novih tehnologija u finansijskom sektoru i finansijske inovacije često smanjuju razlike između cena ponude i tražnje za mnoge instrumente koji se koriste u realnom sektoru (na primer, za kamatne svopove). Greenwood *et al.* (2010) pokazuju da smanjeni kamatni spreadovi vode ka većoj ukupnoj produktivnosti faktora proizvodnje.

Postoji, dakle, značajan skup dokaza o robusnoj pozitivnoj korelaciji između razvoja finansijskih tržišta, institucija i inovacija sa jedne strane, i razvoja realnog sektora sa druge. Međutim, uporedo sa razvojem finansijskih institucija i sve kompleksnijeg, globalno umreženog finansijskog tržišta na kome se trguje komplikovanim finansijskim derivatima, raste i rizik kome je izložen kako finansijski tako i realni sektor privrede. U cilju smanjenja rizika nelikvidnosti i nesolventnosti kojima se izlažu pojedinačne finansijske institucije regulator na raspolaganju ima, pre svega, kapitalne i likvidnosne zahteve prema superviziranim institucijama. Važno pitanje je kako potencijalne promene kapitalnih zahteva (pre svega, njihovo povećanje) utiče na finansiranje realnog sektora privrede. Ovim problemom se bavi sledeći odeljak.

Uticaj kapitalnih zahteva prema finansijskim institucijama na finansiranje realnog sektora

Diskusija u prethodnom odeljku ukazala je na postojanje pozitivne korelacije stepena razvijenosti finansijskih institucija i realnog sektora ekonomije. Saglasno toj paradigmi, viši nivo finansijske intermedijacije, meren odnosom nivoa izdatih kredita i BDP, vodi ka višem nivou investicija, a samim tim i ka većem nivou BDP. Sa druge strane, preveliki nivo zaduženosti vodi ka problemu nelikvidno-

sti i nemogućnosti dužnika da otplaćuju dugove (uključujući tu i države). Na taj način, postoji prirodni kompromis između očekivanog kratkoročnog ekonomskog rasta i stabilnosti sistema.

Stoga se prirodno postavlja pitanje optimalnog nivoa zaduženosti, odnosno metoda za postizanje takvog nivoa. Da bismo pokušali da odgovorimo na ovo pitanje razmotrićemo malo detaljnije slučaj Velike Britanije, jedne od zemalja sa tradicionalno najrazvijenijim finansijskim tržištem.³ S tim u vezi, relevantna su dva osnovna pitanja: komparativna statika dugoročne zaduženosti i tranziciona dinamika. Pod komparativnom statikom dugoročne zaduženosti ima se u vidu pitanje da li bi za britansku privredu, na primer, bilo bolje kada bi u 2025. imala odnos duga i BDP od 120%, 100%, ili, recimo, 80%. Drugi način da se postavi isto pitanje jeste da se odredi da li je dobro to što trenutno Britanija ima koeficijent zaduženosti od 125% umesto da taj koeficijent zaduženosti bude, recimo, 80%? Da bi odgovor na ovo pitanje bio moguć mora se razmotriti uticaj nivoa zaduženosti na dugoročnu stopu štednje i na efikasnost alokacije kapitala. U ovakvoj analizi mora se, takođe, uzeti u obzir dugoročni uticaj nivoa i strukture kreditiranja na nivo blagostanja stanovnika kroz smanjenje varijabilnosti potrošnje u toku životnog ciklusa (engl. *life-cycle consumption smoothing*). Pod tranzicionom dinamikom se podrazumeva nešto sasvim drugo: ako se, kao zadat, uzima sadašnji nivo zaduženosti (u slučaju V. Britanije to je 125% BDP), postavlja se pitanje optimalne evolucije zaduženosti u, recimo, sledećih pet godina. U tu svrhu potrebno je razmotriti uticaj promena ponude kredita na agregatnu nominalnu tražnju, a time i na putanju realizovanog BDP i zaposlenosti u odnosu na produktivni potencijal. Razume se, potrebno je odrediti optimalnu politiku kako na srednji tako i na duži rok. Međutim, to može izazvati dilemu za nosioce ekonomske politike: naime, smanjenje zaduženosti može biti korisno na duži rok ali, istovremeno, štetno po ekonomski rast na kraći rok.

Jedan od konkretnih načina na koji država može da utiče na nivo zaduženosti u privredi jeste kroz režim regulatornog kapitala i likvidnosnih zahteva prema finansijskim

3 Valja napomenuti da iako u ovom odeljku govorimo o V. Britaniji, sličnu analizu je moguće uraditi kako za druge razvijene zemlje, tako i za tranzicione ekonomije i zemlje u razvoju kao što je Srbija. Videti detaljnije u Turner (2010).

institucijama. Ovim pitanjima se u poslednje veoma aktivno bave Banka za međunarodna poravnanja (engl. *Bank for International Settlements*, skraćeno BIS) sa sedištem u Bazelu, i Savet za finansijsku stabilnosti (engl. *Financial Stability Board*, skraćeno FSB). Sa povećanjem kapitalnih i likvidnosnih zahteva smanjuje se verovatnoća da će pojedinačne finansijske institucije postati nelikvidne ili nesolventne. Takođe, očekivani efekat ovakve mere bila bi smanjena ponuda jeftinih kredita na tržištu. Novo međunarodno savetodavno telo, Makroekonomska grupa za procenu (engl. *Macroeconomic Assessment Group*), koju su zajedno stvorili BIS i FSB će, stoga, morati da se pozabavi kako srednjoročnim tako i dugoročnim posledicama ovakvih očekivanih regulatornih mera.

Razmotrimo detaljnije pitanje dugoročne komparativne statike. Ukoliko pođemo od pretpostavke da će viši kapitalni zahtevi dovesti do skupljih i manje dostupnih kredita može se postaviti sledeće važno pitanje: kakve će posledice u slučaju povećanja kapitalnih zahteva, što je jedna od očekivanih mera kao odgovor na krizu, imati na finansiranje realnog sektora privrede. Pretežno stanovište jeste da će veća cena kredita smanjiti finansiranje produktivnih investicionih projekata a time uticati na niži ekonomski rast. U osnovi te teze jeste koncept marginalne efikasnosti kapitala. Kada su investicioni projekti rangirani po nivou očekivanog prinosa, broj projekata koji će biti finansirani zavisi od broja projekata koji imaju prinos veći od cene kapitala. Ukoliko cena kapitala poraste, manji broj projekata dobija finansiranje.

Nameće se pitanje da li bi podizanje nivoa kapitalne adekvatnosti banaka bilo društveno suboptimalno. Ispostavlja se da se to, u opštem slučaju ne mora dogoditi. Naime, usporavanje privrednog rasta u periodima ekonomskog prosperiteta (što bi predstavljalo neto gubitak blagostanja) moglo bi biti više nego kompenzovano smanjenjem rizika od izbijanja velikih kriza u godinama smanjenog prosperiteta (povećanje blagostanja). Pošto gubici usled velikih kriza, kakva je globalna ekonomska kriza sa kojom se suočavamo, često značajno premašuju dobitke u godinama prosperiteta, neto efekat povećanja cene kapitala može biti pozitivan. Od presudne je važnosti da se u dizajniranju mera ekonomske politike kvantifikuje njihov uticaj na društveno blagostanje. To se postiže,

između ostalog, stvaranjem sveobuhvatnih modela privrede zemlje. Analiza britanskog regulatora finansijskih institucija FSA (*Financial Services Authority*) pokazuje da bi za V. Britaniju znatno povećanje kapitalnih i likvidnosnih zahteva prema bankama moglo biti društveno optimalno. U tom radu (FSA, 2009) opisuje se takozvani NIESR model (skraćenica od *National Institute of Economic and Social Research*), koji različito tretira uticaj kreditnih restrikcija na korporativni sektor u odnosu na sektor domaćinstava, ali ne razlikuje uticaj ograničenja na dostupnost kredita po raznim sektorima privrede (npr. krediti za poslovne nekretnine u odnosu na kredite za pojedine grane privrede). Turner (2010), između ostalog, posebnu pažnju posvećuje upravo analizi uticaja ovih mera na različite sektore u privredi.

Podvucimo, još jednom, da ovaj i drugi slični modeli kao polaznu pretpostavku uzimaju da povećanje kapitalne adekvatnosti banaka dovodi do smanjenja investicija u realni sektor, a time i do smanjenja stope privrednog rasta. Upravo je to eksplicitna pretpostavka u diskusijama vezanim za regulative od koje polazi praktično celokupni privatni finansijski sektor.⁴

Turner (2010) stavlja pod lupu ovu, na prvi pogled očiglednu, pretpostavku. Naime, on analizira da li je očekivano smanjenje kredita u slučaju povećanja kapitalnih zahteva relevantno za sve, ili čak za većinu sektora u realnoj sferi privrede V. Britanije. Analizira se prvo uticaj potencijalnog smanjenja ponude hipotekarnih kredita za fizička lica na izgradnju novih stambenih jedinica u V. Britaniji. Za takvu analizu potrebno je razumeti šta se događalo u V. Britaniji u poslednjih 45 godina. Naime, odnos hipotekarnih kredita za stanovništvo u tom periodu je uvećan od 14% na 79% BDP. Ovaj vid kreditiranja je najbrže rastao, ne samo u V. Britaniji, već i u mnogim drugim zapadnim zemaljama. Dostupnost hipotekarnog finansiranja indirektno je pomogla finansiranje izgradnje novih stambenih jedinica. Međutim, u poslednjih 50 godina nivo kapitalnih investicija u V. Britaniji kao procenat BDP-a te zemlje oscilovao je bez nekog primetnog trenda.⁵ Konsekventno, neto stok kapitala investiran u izgradnju novih stambenih jedi-

4 U Srbiji takav stav implicitno ili eksplicitno zastupaju predstavnici svih vodećih finansijskih institucija.

5 Videti Grafikon 29 u radu Turner (2010).

nica kao procenat BDP nije rastao u poslednjih 50 godina.⁶ Dakle, streloviti rast nivoa hipotekarnog kreditiranja za stanove i kuće nije bio uopšte vezan za izgradnju novih stambenih jedinica, to jest za realne investicije.⁷

Naravno, ovo ne znači da hipotekarni krediti nemaju važnu ekonomsku ili socijalnu funkciju, već samo to da u zemljama sa relativno stabilnim brojem stanovnika i sa velikim postojećim stokom nekretnina nasleđenim od prethodnih generacija, ekonomska funkcija hipotekarnog kreditiranja jeste samo donekle vezana za izgradnju novih stambenih jedinica. U mnogo većoj meri prava funkcija hipotekarnih kredita u takvim slučajevima jeste da oni omogućuju mlađim generacijama da lakše kupuju stambene jedinice od pripadnika starije generacije. Na taj način smanjuje se varijabilnost potrošnje stambenih usluga u životnom ciklusu pojedinaca. U kojoj meri je upravo ova ekonomska funkcija hipotekarnih kredita važna zavisi od gustine naseljenosti, prirasta stanovništva, karakteristika domaćinstava, itd. Nije teško naslutiti da je situacija u najvećem broju evropskih zemalja (posebno visokorazvijenih) u tom pogledu slična onoj u V. Britaniji. Sa druge strane, u tranzicionim zemljama poput Srbije, kod kojih je postojeći stok nekretnina u lošem stanju, hipotekarni krediti uzimaju se pre svega za kupovinu novoizgrađenih stambenih jedinica.

Iz ovoga vidimo da pretpostavljeni model u kome povećanje troškova finansijske intermedijacije, to jest cene kredita, vodi ka smanjenju investicija u realni sektor jeste faktički irelevantan za stambene kredite, koji čine gotovo dve trećine svih kredita izdatih u V. Britaniji.⁸ Obilna ponuda jeftinih stambenih kredita povećava društveno blagostanje tako što stanovništvu obezbeđuje mogućnost ravnomerne upotrebe stambenih uloga u toku životnog ciklusa. U tom smislu, ona omogućava pojedincima koji nisu nasledili značajnije resurse da koriste svoje očekivane buduće

prihode da kupe kuću ili stan danas. To potpomaže proces u kome jedna generacija akumulira posed nekretnina i onda ih prodaje sledećoj generaciji, čime se ostvaruje međugeneracijski transfer resursa ekvivalentan nekoj vrsti penzijskog sistema. Nešto restriktivnija ponuda hipotekarnih kredita učinila bi mogućnost pojedinaca da poseduju nekretninu više zavisnom od slučajnosti vezanih za nasledstvo. U tom slučaju, korišćenje stambenih jedinica ne bi bilo efikasno pošto bi stariji ljudi imali manje podsticaja da prodaju postojeću i kupe manju nekretninu (iako im veća nekretnina možda više ne bi bila neophodna). Sa druge strane, mlađe generacije bi dolazile do vlasništva nad nekretninom.⁹ Ovo je pozitivna strana velike ponude jeftinih hipotekarnih kredita.

Sa druge strane, jeftini i lako dostupni hipotekarni krediti često dovode do pojave spekulativnih cenovnih mehura na tržištu nekretnina. Naime, jeftini zajmovi predstavljaju podsticaj domaćinstvima da izaberu količinu prosečne stambene potrošnje koja, iako možda održiva u vreme ekonomskog prosperiteta i stabilnosti, može da dovede do značajnih makroekonomskih poremećaja na duži rok. Takođe, pojedinci koji žele da ostvare kratkoročni dobitak na tržištu nekretnina mogu ulaziti u spekulativnu kupovinu nekretnina finansiranu putem jeftinih zajmova. Time izlažu velikom riziku kako svoje domaćinstvo, tako i privredu zemlje u celini.

Na osnovu izloženog može se reći da postoje značajne prednosti i nedostaci sistema u kome su lako dostupni jeftini hipotekarni krediti. Ove prednosti i nedostaci moraju se uzeti u obzir prilikom donošenja odluka vezanih za kapitalnu i likvidnosnu adekvatnost banaka. Ono što je svakako jasno jeste da optimalni regulatorni odgovor na ovu dilemu ne mora uvek da ima veliki uticaj na nivo investicija i rast realnog sektora.

Na sličan način se može analizirati uticaj smanjenja ponude jeftinih kredita na različite sektore privrednih aktivnosti. Kako pokazuje Turner (2010), u V. Britaniji je, na primer, najveći porast kreditiranja u privredu (gledano relativno u odnosu na BDP) išao kroz kredite za poslovne nekretnine. Sa druge strane, investiranje u dugo-

⁶ Videti Grafikon 30 u radu Turner (2010).

⁷ Turner (2010) pokazuje da je rast hipotekarnog kreditiranja, umesto toga, zapravo finansirao rast cena postojećih nekretnina. Sa druge strane, rast cena nekretnina je u V. Britaniji uglavnom bio rezultat rasta cena zemljišta za izgradnju, a ne rasta vrednosti samih objekata. Cenu zemljišta podizali su, upravo, jeftini stambeni krediti.

⁸ Sa druge strane, za zemlje poput Srbije kod kojih se hipotekarni krediti prvenstveno uzimaju radi kupovine novoizgrađenih objekata, povećanje cene kapitala može da ima negativan uticaj na izgradnju novih stambenih jedinica.

⁹ To je trenutna situacija u Srbiji, gde su hipotekarni kreditni još uvek nedovoljno dostupni značajnom delu mlađe populacije koji želi da reši stambeno pitanje.

trajnu imovinu iznosilo je oko 6% BDP i nije se posebno menjalo od 1964. godine, mada je tada procenat kredita usmerenih na poslovne nekretnine u odnosu na BDP bio neuporedivo manji nego danas. Sledi da je veći deo porasta kreditiranja zapravo finansirao kupovinu postojećih komercijalnih nekretnina. U ovom procesu investitori su dobili priliku da se značajno zaduže i iskoriste poreske olakšice vezane za zaduženje, uz to očekujući rast cena nekretnina na srednji rok, a ponekad i koristeći opciju prodaje vezanu za ograničenu odgovornost korporacija u slučaju nepovoljnih poslovnih kretanja.

I u slučaju komercijalnih hipotekarnih kredita, model po kome skuplji krediti vode ka smanjenju investicija u realni sektor u najboljem slučaju tek je delimično primenljiv u razvijenim zemljama.¹⁰ Jeftini hipotekarni krediti mogu da dovedu i do začaranog ciklusa. Naime, povećanje ponude komercijalnih kredita uz fiksiranu ponudu nekretnina izaziva upravo efekat povećanja cena. Povećanje cena nekretnina sa svoje strane povećava potražnju za kreditom (pošto je vrednost kolaterala sada nominalno veća), što, opet povećava kratkoročni profit banaka koje dalje povećavaju ponudu kredita. Tako se stvara mehur cena i hipotekarnih kredita koji može da izazove, kao što smo videli, velike posledice i destabilizaciju tržišta. Sve se, naravno, u jednom trenutku, završava slomom, i ništa od toga nema mnogo veze sa produktivnim investicijama.

Detaljnija analiza pokazuje da bi samo smanjenje kreditiranja u oblasti nevezanim za nekretnine (pre svega, smanjenje kreditiranja proizvodnje) zaista negativno pogodilo realni sektor privrede. Međutim, bar u V. Britaniji, u te oblasti plasira se samo oko 12% svih kredita (Turner, 2010).

Stoga, prilikom donošenja odluka o optimalnom nivou kapitalne adekvatnosti i likvidnosti u bankarskom sistemu treba odrediti uticaj ovih odluka na različite vrste zajmova, odnosno, na različite sektore privrede. Kao što smo videli, uticaj povećanja kapitalnih zahteva veoma se razlikuje od sektora do sektora. Takođe, elasticitet različitih kategorija kredita na promene kamatne stope razlikuje se kako od kategorije do kategorije, tako i sa vreme-

nom (u zavisnosti od različitih očekivanja cena aktiva). Naime, kompanija koja želi da investira u neki novi projekat, bilo da je u pitanju investicija u energetska efikasnost, novu proizvodnu liniju ili novi poslovni objekat, i koja planira da vrati zajam iz generisanih budućih novčanih tokova tog projekta, može biti veoma osetljiva čak i na male promene kamatnih stopa. Slično je, mada u manjoj meri, i sa pojedincima koji uzimaju kredit bez kolaterala (recimo, kroz kreditnu karticu) u želji da smanje varijabilnost svoje potrošnje na kratki rok.

Sa druge strane, u slučaju kada otplaćivanje kredita veoma mnogo zavisi od vrednosti sredstva obezbeđenja (recimo, nekretnine), čak i značajno povećanje kamatnih stopa ne mora da ima veliki uticaj na tražnju za kreditom na kratak rok. Na primer, ukoliko se očekuje srednjoročni porast vrednosti kolaterala od, recimo, 15% godišnje, malo povećanje cene zajma neće previše smanjiti želju potencijalnog dužnika se zadužiti.

Iz ovoga se može zaključiti da postoji realna opasnost da se, u nekim delovima poslovnog ciklusa, kreditiranje produktivnih aktivnost u potpunosti zameni kreditiranjem čisto spekulativnih investicija u nekretnine.¹¹ Mogući načini da se ovaj problem izbegne su sledeći:

- Odluke o kapitalnim i likvidnosnim zahtevima prema finansijskim institucijama ne treba da se donose isključivo po standardnom modelu marginalno produktivne investicije, nego se mora razumeti kakav je uticaj ovih odluka na investicije u fiksni kapital.
- Odluke o kapitalnim i likvidnosnim zahtevima prema finansijskim institucijama moraju uzeti u obzir činjenicu da različite grane privrede reaguju na promene kamatnih stopa na različite načine.
- Optimalna politika mora da minimizira verovatnoću stvaranja spekulativnih mehura.

¹⁰ Kao i u slučaju stambenih kredita, komercijalni hipotekarni krediti su u Srbiji su češće namenjeni izgradnji novih poslovnih objekata a ne toliko kupovini postojećih. To je stoga što je pre desetak godina Srbija imala potpuno devastirani kompleks poslovnih nekretnina.

¹¹ U Srbiji je dodatna opasnost visoka kamatna stopa koju je država spremna da plati poslovnim bankama kako bi finansirala budžetski deficit (prvenstveno javnu potrošnju). Na taj način država konkuriše produktivnim investicijama u privredu za ograničeni dostupni investicioni kapital.

Uticaj stranih banaka na finansiranje realnog sektora regiona centralne, istočne i jugoistočne Evrope

Kao rezultat preuzimanja domaćih banaka ili, u jednom broju slučajeva, kroz *greenfield* investicije, međunarodne bankarske grupacije postale su veoma značajni i, u većini slučajeva, dominantni činioci bankarskog sektora zemalja centralne, istočne i jugoistočne Evrope (engl. *Central, Eastern and Southeastern Europe*, skraćeno CESE). Zatečeni početni uslovi prilikom ulaska stranih banaka znatno su se razlikovali od zemlje do zemlje. Dok je u nekim zemljama, kao što su Srbija i Hrvatska, stranim bankama otvoren pristup pre svega u cilju restrukturiranja propalog domaćeg bankarskog sistema, u drugim, kao što su Češka i Slovačka, one su ušle na tržište u uslovima postojanja relativno stabilnog domaćeg bankarskog sektora. Najzad, neke zemlje regiona i same su iskoristile priliku da stvore regionalne banke od svojih domaćih banaka (Slovenija, Hrvatska).

Prema podacima podacima Međunarodnog monetarnog fonda razmatranim u radu Arvai *et al.* (2009), strane banke su u 2006. u regionu Baltika upravljale sa preko 98% aktive u bankarskom sektoru Estonije, sa 92% aktive u Litvaniji, i sa preko 65% aktive u Letoniji. U zemljama centralne Evrope, najveći udeo u aktivni strane banke su ostvarile u Slovačkoj (96%), Češkoj (85%) i Mađarskoj (82%) dok su u najmanjoj meri to postigle u Sloveniji (svega oko 30%). U jugoistočnoj Evropi su strane banke na sličnom nivou dominacije tržištem. Krajem 2006. godine upravljale su sa preko 90% aktive u Albaniji, Bosni i Hercegovini, Crnoj Gori i Hrvatskoj, sa 88% aktive u Rumuniji, i sa oko 80% aktive u Bugarskoj i Srbiji. Sa druge strane, taj procenat je u Makedoniji iznosio tek nešto više od 50%. Na istoku Evrope, procentualno najmanji udeo u aktivni strane banke su imale u Rusiji (oko 12%), dok je u Ukrajini taj procenat bio 30%. Primetimo da, sa izuzetkom najvećih zemalja bivšeg Sovjetskog Saveza – Rusije i Ukrajine, samo u Sloveniji strane banke nisu upravljale sa više od 50% kapitala u 2006. U 13 od 18 država regiona CESE udeo stranih banaka te godine prelazi 70%. Takav udeo stranog vlasništva nad bankarskim sektorom praktično je nezabeležen u drugim delovima sveta. Stoga je veoma

važno razumeti kako strane banke utiču na kreditiranje privreda regiona.

Ulazak stranih banaka na tržište regiona CESE doneo je veliku kreditnu ekspanziju u regionu. Arvai *et al.* (2009) nalaze da je samo u periodu od 2004. do 2007. godine prosečni realni rast kredita iznosio preko 50% u Albaniji, preko 40% u zemljama baltičkog regiona i Ukrajini, a preko 30% u Rusiji, Bugarskoj i Rumuniji. Ovakav rast nivoa kreditiranja dobrim delom se može objasniti potrebom da se nadoknadi propušteno, pošto je uočeni rast kreditiranja najveći upravo u onim zemljama u kojima sistem kreditnog finansiranja do tada nije bio dovoljno razvijen. Globalna finansijska kriza zaustavila je ovaj uzlazni trend u kreditiranju pošto strane banke, koje su do tada bile jedne od glavnih zamajaca finansiranja, moraju često da pokrivaju gubitke u matici.

Uticaj stranih banaka na realni sektor u zemljama regiona veoma se razlikuje u periodu pre i posle izbijanja svetske finansijske krize. Naime, pre izbijanja svetske finansijske krize prisustvo stranih banaka na tržištima regiona povećavalo je mogućnosti za kreditiranje privrednih subjekata (Clarke *et al.*, 2001), i bilo pozitivno korelisano sa rastom prihoda kompanija (Giannetti i Ongena, 2009), kao i sa nivoom zaduženosti kompanija (Ongena i Popov, 2009). Sa druge strane, više autora pokazuje da su se strane banke usredsredile na finansiranje većih, etabliranih i profitabilnijih kompanija, dok su manje, inovativne kompanije bile donekle zapostavljene (Berger *et al.*, 2001; Mian, 2006; Gormley, 2009).

U novoj empirijskoj studiji Evropske centralne banke (Popov i Udell, 2010), upoređuje se finansiranje kompanija u realnom sektoru u 14 zemalja CESE, u slučajevima kada strane, odnosno domaće, banke dominiraju bankarskim sektorom.¹² U vreme maksimuma kreditne ekspanzije u zemljama CESE, 2005. godine, finansiranje kompanija iz realnog sektora od strane domaćih i stranih banaka nije se primetno razlikovalo sa tačke gledišta verovatnoće da identične kompanije dobiju zajam. Sa nastupanjem krize u 2007., ponašanje stranih i domaćih banaka počinje primetno da divergira. Finansijska kriza koja je bila

¹² Ova studija obuhvata 14 zemalja CESE regiona, uključujući sve zemlje bivše Jugoslavije osim, nažalost, Srbije i BiH. One su isključene iz studije jer u periodu 2007–2008., prema autorima, nisu dovoljno odmakle u evropskim integracijama.

početno prouzrokovana naglim padom vrednosti kompleksnih finansijskih aktiva kao što su hipotekarne založnice, pre svega na tržištu SAD, prenela se u Evropu preko velikih finansijskih grupacija koje su u te aktive investirale u značajnoj meri (Erste i UniCredit grupe, KBC, itd). Domaće banke u zemljama CESE uglavnom nisu bile izložene ovakvim aktivama te nisu bile na direktnom udaru krize (kriza se prenela i na neke od njih zbog toga što je bilo ozbiljno uzdrmana likvidnost međubankarskog tržišta). Sa druge strane, mnoge velike bankarske grupacije imale su osetne gubitke preko kompleksnih finansijskih proizvoda kojima su bile izložene. Tim grupacijama je značajno pao nivo kapitalne adekvatnosti. Kao rezultat tog smanjenja prodavale su, sa velikim diskontom, aktive koje su posedovale. Time su mnogima znatno pale tržišne vrednosti, što je poskupelo cenu po kojoj su bile u stanju da pozajmljuju novac.

Realni sektori privreda u Evropi, a posebno u zemljama CESE, veoma su zavisni od finansiranja putem bankarskih kredita. To je posebno slučaj sa malim i srednjim preduzećima koja čine i do 99% realnog sektora u zemljama regiona. Stoga je bilo za očekivati da će kriza u evropskom bankarstvu osetno pogoditi realni sektor zemalja CESE. Iz tog razloga važno je da se analizira kakav je uticaj vlasničke strukture banaka prema zemlji porekla na prenošenje krize sa finansijskog na realni sektor, kao i da li su se za vreme krize strane banke drugačije ponašale od domaćih. Popov i Udell (2010) pokazuju da su u periodu 2007–2008. kompanije bile znatno češće odbijane za zajmove upravo u onim zemljama regiona u kojima su strane banke imale dominantno prisustvo na tržištu, u odnosu na one zemlje u kojima to nije bio slučaj. To se posebno odnosi na zemlje kao što su Slovačka, Češka i Rumunija, gde su dominantne strane banke upravo oni veliki evropski konglomerati koji su doživeli značajan pad kapitalne adekvatnosti. Kreditna kontrakcija je bila znatno manja u zemljama u kojima su vodeće banke na tržištu dobro kapitalizovane domaće banke (Mađarska i Poljska, na primer) kao i u Sloveniji, gde domaće banke takođe dominiraju iako su slabo kapitalizovane. Krediti su, u vreme krize, uskraćivani pre svega firmama koje nemaju opipljive kolaterale, firmama u oblasti usluga, kao i izvozno orijentisanim firmama.

Zaključne napomene i neka pitanja relevantna za Srbiju

Aktuelna finansijska kriza je nedvosmisleno pokazala da vlasnička struktura banaka igra važnu ulogu kako u nastanku i prenošenju krize u finansijskom sektoru zemalja CESE, tako i u njenom prenošenju na realni sektor regiona. Stoga je razumevanje prednosti i rizika od evropske finansijske integracije od velikog značaja za poslovne ljude, regulatore i nosioce ekonomske politike našeg regiona.

Mada ova studija ne obuhvata Srbiju, posredni podaci sa domaćeg tržišta kazuju da je Srbija, kao zemlja sa dominantnim prisustvom stranih banaka, značajno pogođena krizom. Banke su znatno pooštrile uslove kreditiranja, a mnoge kompanije realnog sektora imaju veliki problem likvidnosti. Naime, sa jedne strane druge kompanije u realnom sektoru često kasne u isplatama prema svojim poslovnim partnerima (u ovome, na žalost, prednjači država). Pošto banke teže odobravaju kredite, čak i one kratkoročne za potrebe održanja likvidnosti, država je uvela mehanizme subvencija kredita koji bi trebalo da podstaknu poslovne banke da odobravaju određene vrste zajmova. Međutim, do sada nije urađena ozbiljna empirijska studija koja bi pažljivo analizirala efekte koje banke (domaće i strane) sa jedne, i država sa druge, imaju na finansiranje realnog sektora. Jedna takva analiza bila bi od velike važnosti kako za regulatore finansijskih institucija, tako i za nosioce ekonomske politike i izvršnu vlast.

Vlasnička struktura, konkurentnost, kapitalna adekvatnost i stabilnost finansijskih institucija a pre svega banaka od velikog je značaja za razvoj svake privrede. Pošto u Srbiji, koliko je autorima poznato, nije bilo pokušaja da se ova pitanja temeljnije analiziraju, između ostalog i zbog relativne oskudnosti podataka, ovaj rad bi se mogao shvatiti kao prvi korak u tom smeru. Tamo gde je to bilo moguće, rezultati koji važe za druge zemlje regiona i sveta korišćeni su kako bi se osvetlilo, bar donekle, stanje u Srbiji. Ipak, takav pristup ne može da zameni sveobuhvatnu empirijsku analizu baziranu na pažljivo sakupljenim kvalitetnim podacima iz Srbije.

Primitimo, s tim u vezi, da dok u većini zapadnih zemalja problem predstavljaju suviše jeftini i lako dostupni hipotekarni krediti u periodu pre izbivanja globalne finansijske krize, u Srbiji stambeni krediti nikada nisu

bilo posebno dostupni prosečnom stanovniku. Stoga, dok u zemljama poput SAD ili Velike Britanije povećanje kapitalnih zahteva (kako bi se sprečila poplava jeftinih kredita) može da bude društveno korisno, u Srbiji bi dalje povećanje regulatornih troškova odobravanja hipotekarnih kredita njih učinilo još nedostupnijim većini stanovnika. Stoga smanjenje hipotekarnog kreditiranja ima potencijalno značajniji negativni uticaj na realni sektor u Srbiji nego u ekonomski razvijenijim zemljama.

Druga važna stvar koju treba napomenuti jeste da mere države vezane za podsticaj kreditiranja različitih grana privrede moraju da budu usaglašene sa merama Narodne banke Srbije vezanim za određivanje kapitalne adekvatnosti. Mere kapitalne adekvatnosti trebale bi da budu bazirane na modelu koji bi omogućio merenje uticaja promene minimalnog pokazatelja adekvatnosti na pojedine grane privrede. Takođe, potrebno je voditi računa da država kroz preterano zaduživanje zbog prevelike javne potrošnje ne postane konkurent privredi u pogledu dobijanja oskudnih kreditnih sredstava. Najzad, problem likvidnosti u privredi u dobroj meri stvaraju državne kompanije i institucije čime, opet, utiču u suprotnom smeru od mera podsticaja vezanih za poboljšanje likvidnosti u privredi. Bez jasnog modela koji kvantifikuje troškove i koristi, ekonomska politika u ovom domenu neće imati značajne pozitivne rezultate.

Ulazak stranih banaka na tržište Srbije i regiona ima svoje dobre strane, pre svega u smislu poboljšanja kvaliteta upravljanja u bankama i povećanja ponude različitih finansijskih proizvoda na tržištu. Sa druge, srpska privreda se time direktno izlaže velikim rizicima kojima ranije nije bila direktno izložena i koji se moraju mnogo bolje razumeti. Tu pre svega mislimo na mehanizme mrežnog rizika i mogućnosti da kriza koja je izbila u jednom delu sveta bude prenet na region. Upravo to se dogodilo za vreme velike svetske finansijske krize koja je otpočela pre nekoliko godina i nije, *de facto*, još uvek završena. Kriza je prvo pogodila finansijski sektor privrede Srbije i kroz krizu međubankarskog poverenja i likvidnosti. Mada sam bankarski sektor u Srbiji, zbog velike kapitalne adekvatnosti koju je nametnula Narodna banka Srbije nije ušao u duboku dugoročnu krizu, kriza se, ipak, u velikoj meri prenela na realni sektor, pre svega zbog znatno pooštre-

nih uslova kreditiranja. U širem okruženju, strane banke koje su do tada bile nosioci kreditiranja privrede znatno su smanjile svoju kreditnu aktivnost, posebno ka malim i srednjim preduzećima u oblasti usluga, kao i preduzećima koja proizvode za izvoz. Istovremeno, domaće banke u zemljama regiona ponašale su se uglavnom kao i pre krize. Iako ovaj zaključak ne mora da važi i za Srbiju (jer nije bila uključena u odgovorajuću empirijsku studiju), vrlo je verovatno da je to tako bilo i u našoj zemlji. Stoga se kao važan zadatak nameće izrada pažljive empirijske studije koja bi se fokusirala na Srbiju, i koja bi pomogla da se bolje razume da li su se strane banke tokom krize zaista ponašale mnogo konzervativnije u odnosu na domaće. Sa tim je usko povezano i pitanje vlasničkih udela države u pojedinim domaćim bankama. Ova i neka druga važna pitanja ostaju za dalji rad i diskusiju.

Reference

1. Aghion, P., Howitt, P., Mayer-Foulkes, D. (2005), "The Effect of Financial Development in Convergence: Theory and Evidence", *Quarterly Journal of Economics*, 120(1), 173-222.
2. Arvai Z., Driessen K., Oter-Robe, I. (2009), "Regional Financial Interlinkages and Financial Contagion within Europe", IMF Working Paper WP 09/6, International Monetary Fund, Washington DC.
3. Bagehot, W. (1873), *Lombard Street*, Homewood, IL: Richard D. Irwin.
4. Berger, A., Klapper, L., Udell, G. (2001), "The ability of banks to lend to informationally opaque small businesses", *Journal of Banking and Finance*, 25(12), 2127-2167.
5. Clarke, G., Cull, R., Peria, M. (2006), "Foreign banks participation and access to credit across firms in developing countries", *Journal of Comparative Economics*, 34, 774-795.
6. Fisher, I. (1997), *100% Money*, Pickering & Chatto Ltd.
7. Friedman, M. (1960), *A Program for Monetary Stability*, New York, Fordham University Press.
8. FSA (2009), "Turner Review Conference Discussion Paper", Financial Services Authority, October 2009.
9. Giannetti, M., Ongena, S. (2009), "Financial integration and firm performance: Evidence from foreign bank entry in emerging markets", *Review of Finance*, 13, 181-223.
10. Gormley, T. (2009), "The impact of foreign bank entry in emerging markets: Evidence from India", *Journal of Financial Intermediation* (forthcoming).
11. Greenwood, J., Sanchez, S.M., Wang, C. (2010), "Quantifying the Impact on Financial Development on Economic Development", NBER Working Paper no. 15893.
12. Hicks, J. (1969), *A Theory of Economic History*, Oxford: Clarendon Press.
13. Jayaratne, J., Strahan P.E. (1996), "The Finance-Growth Nexus: Evidence from Bank Branch Deregulation", *Quarterly Journal of Economics*, 111, 639-670.

14. Kay, J. (2009), "Narrow Banking, The Reform of Banking Regulation, working paper, Centre for the Study of Financial Innovation.
15. King I.R.G., Levine, R. (1993), "Finance and growth: Schumpeter might be right", *Quarterly Journal of Economics*, 108(3), 717-737.
16. Kotlikoff, L. (2010), *Jimmy Stewart is Dead: Ending the World's Ongoing Financial Plague with Limited Purpose Banking*, Wiley.
17. Levine, R. (2004), "Finance and Growth: Theory and Evidence" in: Philippe Aghion & Steven Durlauf (ed.), *Handbook of Economic Growth*, edition 1, volume 1, chapter 12, pages 865-934, Elsevier.
18. Mian, A. (2006), "Distance constraints: The limits of foreign lending to poor economies", *Journal of Finance*, 61, 1465-1505.
19. Michalopoulos, S., Laeven, L., Levine, R. (2010), "Financial Innovation and Endogenous Growth", working paper, Brown University.
20. Ongena, S., Popov, A. (2009), "Interbank market integration, loan rates, and firm leverage", *European Central Bank Working Paper* 1252.
21. Popov, A, Udell, G. (2010), "Cross-border banking and the international transmission of financial distress during the crisis of 2007-2008", *European Central Bank Working Paper* 1203.
22. Rajan, R.G., Zingales, L. (1998), "Financial Dependence and Growth", *American Economic Review*, 88, 559-586.
23. Rousseau, P., Sylla, R. (1999), "Emerging Financial Markets and Early US Growth", *NBER Working Paper* 7448.
24. Rousseau, P.L., Sylla, R. (2001), "Financial System, Economic Growth and Globalisation", *NBER Working Paper* 8323.
25. Stulz, R. (2009), "Credit Default Swaps and the Credit Crisis", *Fisher College of Business, Working Paper Series*, The Ohio State University.
26. Turner, A. (2010), "What do banks do? Why do credit booms and busts occur and what can public policy do about it?", Chapter 1 in: *The Future of Finance*, LSE Report.

Branko Urošević

je doktorirao finansije na University of California, Berkeley i fiziku na Brown University (oba u SAD). Vanredni je profesor na Ekonomskom fakultetu u Beogradu gde predaje Operaciona istraživanja i Finansijsku ekonomiju. Na Ekonomskom fakultetu rukovodi diplomskim studijama International Masters in Quantitative Finance (IMQF), vodećim obrazovnim programom iz oblasti finansija u SEE regionu. Gostujući je profesor na Univerzitetu Pompeu Fabra u Barseloni, i inostrani član Laboratory for Financial Economics, ICEF u Moskvi. Od 2002. do 2005. bio je profesor Finansijske ekonomije na Univerzitetu Pompeu Fabra u Barseloni. Njegova istraživanja su objavljena u vodećim časopisima kao što su *PNAS*, *Journal of Political Economy*, *Management Science*, *Economic Theory*, *Real Estate Economics*, *Journal of Real Estate Finance and Economics*. Autor je više monografija i udžbenika iz oblasti finansija. Rukovodi i učestvuje u nizu naučnih projekata koje su finansirali Republika Srbija, Evropska Komisija, Španija, SAD, i fondacija BBVA.

Predsednik je Upravnog odbora Dunav dobrovoljnog penzijskog fonda i član Upravnog odbora Instituta ekonomskih nauka u Beogradu. Radio je kao konsultant u McKinsey & Co i KPMG u Čikagu. Jedan je od osnivača Centra za investicije i finansije iz Beograda, konsultantske kuće specijalizovane za upravljanje finansijskim rizicima.

Boško R. Živković

je redovni profesor na Ekonomskom fakultetu u Beogradu, gde predaje predmete Finansijska tržišta, Analiza hartija od vrednosti, Finansijska ekonomija. Objavio je, samostalno i u koautorstvu, nekoliko knjiga i oko sto stručnih i naučnih radova u zemlji i u inostranstvu.

Boško Živković je bio Predsednik komisije za hartije od vrednosti SRJ i Republike Srbije i član Saveta Narodne banke Srbije (2003-2004). Učestvovao je u stručnim grupama koje su formulisane osnovne koncepte zakona o privatizaciji, o privrednim društvima, o finansijskim tržištima i o preuzimanju. Jula 2010 Skupština Republike Srbije ga je izbarala za Predsednika Saveta guvernera Narodne banke Srbije.

Miloš Božović

je doktorirao ekonomiju na Univerzitetu Pompeu Fabra u Barseloni i fiziku na Univerzitetu u Beogradu. Direktor je Centra za investicije i finansije iz Beograda, konsultantske kuće specijalizovane za upravljanje finansijskim rizicima. Pored toga, dr Božović je i docent na Prirodno-matematičkom fakultetu Univerziteta u Novom Sadu, predavač na Međunarodnom master programu iz kvantitativnih finansija (IMQF) Ekonomskog fakulteta u Beogradu, kao i gostujući profesor na European Business School u Frankfurtu. Član je Upravnog odbora Instituta ekonomskih nauka u Beogradu.

Dr Božović je radio na više konsultantskih projekata u Evropi i na Bliskom istoku, uključujući i projekte Svetke banke, Evropske komisije, Vlade pokrajine Katalonije i Uprave za Trezor Ministarstva finansija R. Srbije. Učestvovao je na nizu istraživačkih projekata u Srbiji, Španiji i Grčkoj, i bio rukovodilac projekta inovacione delatnosti Ministarstva za nauku R. Srbije. Oblasti istraživanja kojima se bavi obuhvataju širok spektar tema iz finansijske ekonomije, sa posebnim osvrtom na upravljanje finansijskim rizicima, bankarstvo i finansijska tržišta. Neki od njegovih istraživačkih radova dobili su prestižne evropske nominacije i nagrade.