

Forum socijalna demokratija
Vizije i opcije za JIE

12

Erik Helajner

Finansijska kriza
i reakcije – šta se do sada dešavalo
Pet pristupa u potrazi za rezultatom



FRIEDRICH
EBERT 
STIFTUNG

*Šta predstavlja socijaldemokratija u svetu globalizacije danas?
Šta predstavlja socijalna demokratija?*

*Da li je zainteresovanost građana za politiku još uvek prisutna u dovoljnoj
meri? Da li je moguće ponovo je probuditi?*

*Koje konkretne politike su se pokazale kao moguće za realizaciju?
Koliko su one bile uspešne?*

*Ova i ostala pitanja su značajna u svim delovima sveta. Serijom publikacija
„Forum Socijalna demokratija – vizije i opcije za jugoistočnu Evropu“ Fonda-
cija Fridrih Ebert želi da pruži svoj doprinos raspravi o tim temama u jugoi-
stočnoj Evropi. Publikacije prati internet forum ([www.forum-socijal-democra-
cy.org](http://www.forum-socijal-democra-
cy.org)). Pozivamo sve čitaoce da se aktivno uključe u ove rasprave.*

Friedrich Ebert Stiftung

Predstavništvo Beograd
Simina 1
11 000 Beograd
Srbija

Friedrich Ebert Stiftung

Predstavništvo Sarajevo
Sumbula Avde 7
71 000 Sarajevo
Bosna i Hercegovina

Friedrich Ebert Stiftung

Predstavništvo Zagreb
Praska 8
10 000 Zagreb
Hrvatska

- Tekst je objavljen i na makedonskom, albanskom i bugarskom jeziku
- Sve tekstove možete pronaći na internetu www.fes.rs

Erik Helajner

Finansijska kriza i reakcije – šta se do sada dešavalo. Pet pristupa u potrazi za rezultatom

- Svaka globalna finansijska kriza proizvodi nove reakcije koje su usmerene ka njenom regulisanju. Pet trenutno najvažnijih pristupa u tom pravcu mogu se predstaviti na sledeći način: 1) popunjavanje praznina u regulativi na međunarodnom nivou, 2) reforma međunarodne finansijske kontrole, 3) otpor protiv regulisanja, 4) kontrola protoka kapitala i 5) decentralizovano regulisanje.
- Protivnici regulatorskih projekata se trenutno doduše nalaze u defanzivi, međutim, ne bi trebalo podceniti njihov budući uticaj na finansijsku politiku, pogotovo ukoliko ubrzo dođe do ublažavanja krize i popuštanja interesovanja javnosti za nju.
- Finansijska kriza bi ipak mogla da predstavlja istorijsku prekretnicu u međunarodnoj regulatorskoj politici. Ukoliko se ona pretvori u platnu krizu većih razmera ili čak u dolarsku krizu, to bi u konačnici moglo da poveća značaj dalekosežne ideje o potrebi za kontrolom protoka kapitala.

JANUAR 2009.

Erik Helajner je profesor političkih nauka na Univerzitetu Vaterlo u Ontariu, Kanada

Svaka globalna kriza proizvodi nove reakcije koje su usmerene ka njenom regulisanju. Kakve reakcije je do sada proizvela trenutna kriza koja je započela još 2007. godine? U kojoj meri ove reakcije liče na one koje su nastale kao posledica poslednje velike krize iz 1997-1998? U čemu se sastoje te razlike? Da li, kao što su neki već predskazali, aktuelna finansijska kriza predstavlja istorijsku prekretnicu u međunarodnoj finansijskoj politici?

U članku koji se nalazi pred Vama pokušaću da odgovorim na ova pitanja sa trenutnog stanovišta. Pet trenutno najvažnijih pristupa u regulisanju krize, koji pretpostavljaju različite strategije, mogu se saže-

to predstaviti na sledeći način: 1) popunjavanje praznina u regulativi na međunarodnom nivou, 2) reforma međunarodne finansijske kontrole, 3) otpor protiv regulisanja, 4) kontrole protoka kapitala i 5) decentralizovano regulisanje. Na ovom mestu ne želim da vrednujem ove pristupe. Želio bih mnogo više da se pozabavim skromnijim zadatkom opisivanja i klasifikovanja pojedinačnih predloga. Nakon što pojedinačni pristupi budu bili objašnjeni, na kraju će biti iznet stav da postoje kako elementi koji govore u prilog tome da ova kriza predstavlja važnu prekretnicu, tako i elementi koji ovoj tezi protivreče.

Inicijativa 1: Popunjavanje praznina u regulativi na međunarodnom nivou

Prvi pristup u regulisanju, koji je iznedrila kriza je istovremeno i politički posmatrano najvažniji. On polazi od premise da su finansijska tržišta po svojoj prirodi prijemčiva za ono što je Kindelberger (1978) u svom čuvenom citatu nazvao „manijom, panikom

i slomom“. Zagovornici ovog pristupa nestabilnost finansijskih tržišta pripisuju nizu različitih faktora koji se protežu od asimetričnih informacija pa sve do ljudske psihologije. Sve njih ujedinjuje ubeđenje da finansijska tržišta do izvesne mere moraju da budu



regulisana, ukoliko je potrebno ograničiti razmeru krize. Sa njihove tačke gledišta poslednja kriza je nastala kao posledica kombinacije uobičajenih turbulencija na tržištu i činjenice da su kontrolni organi zakazali u svojoj obavezi da stalno drže korak sa finansijskim inovacijama na tržištu.

Činjenica da su zakazali je posebno očigledna kada se radi o finansijskim inovacijama koje se tiču novih modela osiguranja i raspodele rizika. Sabprajm krediti za nekretnine pretvarani su u vrednosne papire koji su uvezivani u pakete i raspodeljeni na portfolija sa različitim profilima rizika. Rizici kredita sve češće nisu samo prenošeni i rešavani pomoću instrumenata kao što su kolateralne dužničke obveznice (CDO - Collateralized Debt Obligations), već su osiguravani i preko kreditnih derivata kao što su kreditni svopovi (CDS - Credit Default Swaps) koji imaoca štite od izostanka plaćanja kada se radi o zajmovima preduzeća (Corporate Bonds) ili hipotekarno osiguranim zajmovima. Suštinska funkcija ovih inovacija sastojala se u tome da se raspodelom kreditnog rizika na veliki broj aktera i većom tržišnom likvidnošću poveća stabilnost sistema. Kao posledica toga kontrolni organi nisu mnogo toga preduzimali kako bi ih nadzirali ili intervenisali u cilju regulisanja. Sabprajm kriza je sada jasno na površinu iznela probleme ovakvog pasivnog stava.

Pošto je kreditni rizik prenet na strane koje su udaljene od prvobitnog izvora, situacija je bivala sve netransparentnija i kao posledica toga podcenjivana od strane tržišta i rejting agencija. U trenutku kada je izbila kriza, rasutost sabprajm hipoteka na veliki broj aktera doprinela je gubitku poverenja, jer je veoma raširena nesigurnost počivala na sledećoj nepoznanici: u čijem vlasništvu se proizvodi faktički nalaze i koliki je stvarni rizik? Nedostajuća transparentnost po pitanju vrste rizika i stvarnih nosilaca rizika nije uticala samo na tržišne aktere, već je sa sve većim širenjem krize pogađala i kontrolne organe. Posebno je netransparentno bilo ogromno tržište derivata kojima se trguje izvan berze (proizvodi kao što su kolateralne dužničke obveznice), na kojem su akteri (najčešće hedž fondovi finansirani od strane trećih lica) sklapali bilateralne poslove bez formalne kliring odredbe ili trgovinske platforme, koje služe da se u ugovorima na minimalni nivo svedu tzv. »Counterparty Risk« (rizik po ugovorne strane) i realizuju profitni zahtevi.

Novi trendovi zamene duga za obveznice su učinili da trenutno važeći međunarodni zahtevi regulacionog karatera, koji se postavljaju pred banke praktično postanu izlišni. Kada su kapitalni zahtevi posle Bazela I i Bazela II postali strožiji, banke su stvorile investicioni instrumentarijum (Structured Investmentvehicle - SIV) koji je finansiran od strane

trećih lica, čija struktura nije obuhvaćena bilansom uspeha, kako bi mogle da se uključe u poslove sa hartijama od vrednosti. Prema procenama taj „sivi bankarski sistem“ je neposredno pred krizu narastao do obima koji premašuje polovinu regulisanog bankarskog sektora SAD (Tet i Guha – Tett, Guha 2008). Dodatno su druge institucije, kao što su investicione banke, ustanove za osiguranje kredita i hedž fondovi dobijale na značaju na tržištu hartijama od vrednosti, pri čemu one nisu potpadale pod razne regulative koje se odnosi na upravljanje rizicima. Slom investicione banke Ber Sterns (Bear Stearns), čije je spašavanje opravdavano argumentom, da je ona suviše važna za finansijski sistem, pokazao je koliko je važno najzad se uhvatiti u koštac sa problemima.

Ako krizu posmatramo iz te perspektive, ona je u prvom redu pokazala da kontrolni organi kaskaju za finansijskim inovacijama. Trenutno važeći međunarodni sporazumi koji se odnose na veću transparentnost tržišta i bolje upravljanje rizicima moraju biti ojačani i prošireni. Na tim sporazumima se radi još od 80tih godina prošlog veka i njih su kao posledicu azijske krize koja je vladala 1997-1998. godine snažno podržavale zapadne vlade. Te iste vlade se sada čvrsto zalažu za to da se nadoknadi ono što je propušteno.

Pri tom one imaju zadatak da razrade red vožnje za ovakav pristup, predaju ga Forumu za finansijsku stabilnost (FSF), koji je osnovan 1999. godine kako bi sakupio visoke predstavnike ministarstava finansija, nacionalnih banaka i finansijskih kontrolnih organa zemalja G7, kao i predstavnike međunarodnih vladinih tela i predstavnike važnih međunarodnih institucija i kontrolnih tela. U aprilu 2008. Forum je objavio izveštaj, koji su po kratkom postupku prihvatile zemlje G7, a koji je obuhvatao plan sa preko 60 preporuka u cilju popunjavanja praznina u regulativi. Između ostalog trebalo je primorati banke da povećaju rezerve kapitala kada se radi o kompleksno strukturisanim proizvodima i finansijskim poslovima koji nisu obuhvaćeni bilansom uspeha (tačne propise je formulisao Bazelski komitet za superviziju banaka – BCBS). Osim toga trebalo je da prate nove direktive o upravljanju likvidnošću, koje je BCBS objavio u julu. Svi akteri na različitim stupnjevima procesa obezbeđivanja trebalo bi u većoj meri da obelodanjuju rizike. FSF je osim toga preporučio formiranje tzv. koledža supervizora, tela koje bi sačinjavali članovi iz više zemalja i koje treba da nadzire najveće međunarodne finansijske institute. Akcioni plan FSFa odobren je na samitu zemalja G20 u Vašingtonu.

Sa stanovišta mnogih zagovornika strožije međunarodne regulative akcioni plan ipak ima

i svoje granice. Nije na primer posvećena pažnja pitanju da li kapitalne zahteve treba proširiti izvan banaka i na druge institute, odnosno da li im treba zabraniti da se bave aktivnostima koje su od velikog značaja za sistem. Kao što će biti prikazano u daljem tekstu ovog članka, plan je davao između

ostalog i neke preporuke kada se radi o određivanju stepena boniteta, o derivatima kojima se trguje izvan berze i hedž fondovima, koji se više baziraju na dobrovoljnim i samoregulišućim osnova nego na obavezujućim pravilima.

Pristup 2: Reforma međunarodne finansijske kontrole

Drugi pristup se u znatnoj meri preklapa sa prvim, s tim što po jednom pitanju prevazilazi njegove razmere: on ne želi samo da aktualizuje međunarodnu regulativu, već želi istinski da je reformiše. Sa te tačke gledišta krivicu za izbijanje krize ne treba tražiti samo u činjenici da kontrolni organi nisu držali korak sa inovacijama na tržištu, već mnogo više u sadržini same trenutno važeće regulative koju nije dovoljno samo pooštriti i proširiti. Dodatno je potrebno izmeniti važne karakteristike ove regulative, ukoliko postoji želja za izbegavanjem veće krize.¹

Zagovornici ovakvog stanovišta kao argument navode da se odlučujuća greška trenutno aktuelnog pristupa nalazi u procikličnoj prirodi pravila. To je povezano sa tim da oni počivaju na tržišno zasnovanim mehanizmima za procenjivanje rizika i vrednosti imovine. Ukoliko svi instituti primene modele za procenu rizika, koji se zasnivaju na tržišnim cenama, opadanje aktivnosti na tržištu može razviti sopstvenu dinamiku, pošto ti modeli onda iznuđuju dalje masovne prodaje. Propisi trenutno važećih knjigovodstvenih standarda prema kojima se vrednost imovine određuje prema vrednosti u određenom trenutku ili prema tržišnoj vrednosti („fair value“) imaju isti efekat. Ukoliko sve fime moraju da primene ove tržišno zasnovane propise nastaje vrzino kolo koje se može zaustaviti samo ukoliko država interveniše i stabilizuje tržište.

Sa ove tačke gledišta u postojeći regulatorni model kao da je već ugrađena obaveza države da interveniše. Ova obaveza se doživljava kao problematična i to ne samo zbog moralnog hazarda („moral hazard“) kojeg sa sobom nosi pristajanje na ovakvu intervenciju, nego i zbog raspodele rizika. Ili kako se Perso izrazio: „Radi se o socijalizaciji troškova preko leđa poreskih obveznika. Za poreskog obveznika može ispasti jako skupo to što

mora deset godina da snosi troškove isplate bonusa bankarima, a rizik moralnog hazarda je vrlo visok“. S druge strane prociklični karakter trenutno važećih propisa sam pospešuje stvaranje sve snažnijih ciklusa koji mogu dovesti do stvaranja opasnih finansijskih mehurova, kao što su oni koje trenutno proživljavamo.

Gde treba potražiti pomoć? Da bi se promenila prociklična priroda postojećih propisa potrebno je da regulatori ukažu manje poverenja tržištu, dakle proceni vrednosti i rizika, koja se zasniva na cenama. Godhart i Perso (2008) jasno objašnjavaju osnovni princip: »Regulatori koriste tržišne cene kako bi se obezbedili od sloma tržišta. Ne iznenađuje da je ovaj princip isto tako delotvoran kao Mažino linija. Kada bi tržišne cene mogle da posluže za predskazivanje sloma, onda do slomova ne bi ni dolazilo.« Umesto toga kontrolni organi moraju da razviju nove vrste propisa koji deluju protiv trendova tržišne cene. Primer za to je španski sistem dinamičnih rezervi, koji primorava banke da u dobrim vremenima stvaraju dodatne rezerve koje će im u lošim vremenima stajati na rasplaganju. Osim toga mogu se ispitati dodatni oblici anticikličnih obaveza za finansijske institucije, čija bi se vrednost menjala u zavisnosti od rasta kreditnog obima ili cene relevantnih imovinskih vrednosti. Kao argument se navodi da bi veliki broj ovih reformi mogao da se uvede pod okriljem drugog stuba Bazela II.

Osim toga bi s obzirom na iskušenja, sa kojima su povezane državne spasilačke akcije, banke mogle da budu primorane da plaćaju premije osiguranja koje bi u slučaju intervencije države poslužile kao pokriće. Ova reforma ne bi samo regulisala raspodelu rizika povezanu sa takvim spasilačkim akcijama (»Bailouts«), već bi bankare navela i na to da malo obzirnije posluju. Eventualno bi mogla čak i da ih odvratiti od želje da igraju preveliku ulogu u sistemu

¹ Po pitanju argumenata navedenih u daljem tekstu v. pre svega: Perso (Persaud) (2008a, b), Itvel i Perso (Eatwell und Persaud) (2008a, b), kao i Gudhart i Perso (Goodhart und Persaud) (2008).



(jer takav status bi sa sobom povlačio plaćaje viših premija osiguranja).

Osim toga Perso (2008a, b), kao argument navodi da bi regulatori morali da odustanu od toga da sve institucije primoravaju na to da se pridržavaju jedinstvenog seta propisa. Umesto što teže stvaranju homogenosti na tržištima trebalo bi da omogućе postojanje institucija koje tokom krize kupuju i na taj način igraju ulogu stabilizatora. Regulatorske obaveze bi mogle da budu stepenovane prema strukturi rizika različitih institucija. Ukoliko jedna institucija ima mali stepen zaduženosti ili poseduje povoljnu strukturu finansiranja, ili ukoliko se pretežno oslanja na dugoročno finansiranje, ne bi trebalo da bude vezana pravilima koji propisuju stvari kao što su procena na osnovu tržišne cene ili modeli osetljivi na rizike.

U kojoj meri ove vrste modela nailaze na zvaničnu političku podršku? Među zapadnim finansijskim ekspertima je sve raširenije gledište da prociklična priroda regulisanja predstavlja problem sa kojim je potrebno pozabaviti se. Prilikom sastanka u junu 2008. godine ministri finansija zemalja G9 su izjavili sledeće: »Mi planiramo aktivnosti po pitanju ublažavanja procikličnosti finansijskog sistema«. Šefovi država i vlada zemalja G20 su taj stav potvrdili u novembru i pozvali su regulatore da »razvijaju

preporuke za ublažavanje procikličnosti, uključujući i ispitivanje na koji način modeli procene vrednosti, kao i strano finansiranje, kapitalni zahtevi i zarade menadžera mogu da zaoštre ciklične trendove« (Šefovi država i vlada zemalja G20, 2008). Spominjanje zarada menadžera odslikava sve raširenije ubeđenje da su zaposleni u finansijskim institucijama zahvaljujući strukturi paketa zarada ohrabrivani da u doba procvata ne prezaju od visokih rizika.

Još uvek doduše ne postoji opšti konsenzus o tome šta se može učiniti kako bi se regulativa snažnije anticiklično oblikovala. Izveštaj FSFa iz aprila 2008. godine predlaže na primer da regulatori razmotre anticiklične standarde za neto imovinu, i to najranije počev od 2009. godine. Debata o reformi smernica za bilansiranje je bila mnogo intenzivnija, pri čemu je izvestan broj predstavnika vlada, u prvom redu iz Evrope, pokazao interesovanje za promenom smernica kako se pritisak ne bi još više zaoštravao (npr. Žil – Gilles, 2008.). Osim toga su grupe iz sektora privatne ekonomije – delom u vidu otpora protiv drugih grupacija iz sfere privatne ekonomije – iskoristile svoj uticaj kako bi u okruženju krize izdejsvovalе labavljenje tržišnog procenjivanja nelikvidnih pozicija aktive (Gerera – Guerrera 2008.). Na kraju je FSF pozvao vodeće kontrolne organe da detaljnije razmotre tu temu.

Pristup 3: Opor protiv regulisanja

Treći, potpuno drugačiji pristup pokušava da pruži otpor nastojanjima vlada da se ustanovi nova regulativa za finansijska tržišta. U ovom slučaju zastupa se stanovište da državni regulatori nikada ne mogu da raspolažu dovoljnom količinom informacija kako bi bili u stanju da spreče sledeću krizu i uvek iznova vode izgubljenu bitku. Alen Grinspan (Alan Greenspan 2008) je prvobitno pripadao najuticajnijim zagovornicima ovog pristupa (iako se nakon izvesnog vramena blago distancirao od njega): »Bez obzira što je otežano razotkrivanje prevarantskih mahinacija (tema, koja mi već duže vremena leži na srcu), da li je sigurno da će temeljno zaoštavanje kontrole poboljšati finansijski rezultat? Ja u to sumnjam. Problem ne leži samo u nedovoljnom regulisanju, već i u nerealističnim očekivanjima po pitanju toga šta regulatori mogu da spreče. (...) Čak i da imaju ovlašćenje za kompletnu intervenciju, ne može se

pretpostaviti da su mogli da spreče sabprajm debakl. (...) Mi smo pokušali sa regulisanjem, počev od intenzivnog pa sve do centralnog planiranja. Nijedan pristup nije zaista funkcionisao. Koliko puta još želimo da preispitujemo dokaze za to?«

U prilog ovom pristupu govori i činjenica da krizu velikim delom nije prouzrokovala činjenica da je tržište zakazalo, već politika vlade. U skladu sa ovim stanovištem navaljivanje države da se ustanovi nova regulativa počiva na pogrešnoj interpretaciji lekcija iz krize. Često citirani primer za pogrešnu politiku vlade je vođenje previše ležerne novčane i monetarne politike od početka novog milenijuma, što je dovelo do inflatornog mehura u SAD i na drugim mestima. Minhau (Münchau 2008) u prilog tome navodi sledeće: »...ova kriza je u prvom redu prouzrokovana ekonomskom politikom, a ne finansijskim špekulacijama. Loši momci stoga nisu bankari, već

ekonomisti – i to ne u ulozi učitelja i istraživača, već u ulozi političkih savetnika i donosioca odluka. « Najvažnija lekcija koja je naučena iz kriza shodno tome nije potreba za intenzivnijim regulisanjem, već za poboljšanjem novčane i monetarne politike. Minhau kritikuje u prvom redu stav Alena Grinspana, da nije potrebno uzimati u obzir inflatorne mehanizme. Drugi opet iznose argumente da nisu samo zapadne centralne banke krive za inflatorni mehur, već krivicu snose i Kina i druga tržišta naprednijih zemalja u razvoju kao i zemlje koje proizvode naftu, pošto su njihovi visoki štedni ulogi i masivne rezerve dolara prouzrokovali smanjenje realnih kamata u SAD (v. npr. Volf - Wolf 2008c).

Vodeći zagovornici međunarodne privatne finansijske ekonomije se iz sebičnih razloga opiru novoj regulativi na finansijskim tržištima u vidu uvođenja regulatorskih organa. Vodeću ulogu pri tom igra Udruženje svetskih finansijskih institucija IIF (Institut za međunarodne finansije - Institute of International Finance), koje je u protekloj deceniji više puta izuzetno uspešno sprečilo ili bar razvodnilo pokušaje na temu uvođenja međunarodne regulative tako što je ustanovilo razna dobrovoljna pravila ponašanja i druge inicijative za samoregulisanje u okviru finansijske branše (v. npr. Porter 2005; Helajner - Helleiner, uskoro se objavljuje). Ovakvu strategiju je iznova sledilo nakon pojavljivanja krize. Početkom aprila je udruženje objavilo jedan međuzveštaj o kome su najvažnije svetske banke diskutovale na najvišem nivou. On je sadržao sveobuhvatno priznanje grešaka koje su banke počinile i predlagao različite samoregulišuće inicijative u oblastima kao što su upravljanje rizicima, likvidnost, vanbilansni poslovi, procena, preuzimanje rizika, bonitet i zarade, kao i transparentnost i objavljivanje. Predsednik IIFa i predsednik upravnog odbora Dojče Bank Jozef Akerman (Josef Ackermann) je tako rekao sledeće: »Odlučni smo u nameri da najpre počistimo u sopstvenom dvorištu i ne prepusimo taj zadatak kontrolnim organima« (citat iz Gila, Atkins i Wilson -Giles, Atkins, Wilson 2008). Pledoaje bankara za snažnijim samoregulisanjem je i u drugim delovima finansijskog sektora naišao na odobravanje.

Reakcija državnih organa je s obzirom na skupe akcije spasavanja i očiglednu težinu krize bila značajno povučenija, nego što je to bio slučaj proteklih godina. Kada su vrhunski bankari ubrzo po objavljivanju izveštaja IIFa odlučno zastupali svoje gledište tokom

privatnog ručka sa ministrima G7 i predstavnicima centralnih banaka, raspoloženje koje je vladalo između njih i predstavnika vlada svedoci opisuju kao »napeto«, a jedan predstavnik G7 je insistiranje bankara opisao kao »vredno pomena«. Po mišljenju Žan Klod Trihea (Jean-Claude Trichet), predsednika Centralne banke Evrope, samoregulisanje ne ispunjava više svoju svrhu: »Svi mi moramo vrlo ozbiljno da shvatimo svoju odgovornost i kada se radi o nekom sumnjivom slučaju moramo da znamo da ćemo najlutiti finansijski sektor« (svi citati iz Gila i Guhe - Gilles, Guha 2008). Francuski predsednik Nikolas Sarkozy je čak otišao korak dalje: »Samoregulisanje tržišta je stvar prošlosti. Nema više ekonomskog liberalizma (Laissez faire). Tržište nije uvek u pravu.« (citat iz Tornhila - Thornhill 2008). Kritika se pojavila i u redovima finansijskog novinarstva. Nakon što je pročitao »uništavajuću samokritiku« bankara, Martin Volf (Martin Wolf 2008b) iz lista Fajnenšal Tajms je postavio pitanje: »Da li biste Vi ljudima koji na ovako drastičan način opisuju sopstvene greške verovali da će se pridržavati dobrovoljnog kodeksa?« Osim toga je primetio da je pledoaje za samoregulacijom doživeo udarac nakon spasilačke akcije organizovane za Ber Stearns (Bear Stearns): »Ako uz odobravanje prihvatimo činjenicu da prilikom krize finansijskog sistema moramo da intervenišemo spasilačkim akcijama, onda je regulisanje nešto što se ne može izbeći« (Volf 2008a). Volf svoju reakciju na izveštaj rezimira krilaticom »simpatičan pokušaj, ali promašaj za dlaku je takođe promašaj« . (Volf 2008b).

Uprkos odlučnosti mnogih regulatora FSF je u svom izveštaju iz aprila 2008. godine podržao primenu pojedinih dobrovoljnih, odnosno samoregulišućih inicijativa. S obzirom na derivate kojima se trguje izvan berze FSF je apelovao na privatnu ekonomiju, da bolje sama formira čvršću infrastrukturu za tržište nego da prisilno mora da učini isto. Kada se radi o rejting agencijama FSF je uputio na neznatno prerađeni IOSCO-kodeks (objavljen krajem maja). A kada je reč o hedž fondovima pozdravio je redovne izveštaje povodom preuzimanja »najboljih standarda«, koje će branša razviti. Do samita zemalja G20 u novembru ton zvaničnih stavova na temu derivata kojima se trguje izvan berze i rejting agencija postajao je sve oštriji, pri čemu šefovi država i vlada i dalje prihvataju samoregulisanje privatne ekonomije kada se radi o hedž fondovima.



Pristup 4: Kontrole protoka kapitala

Na drugom kraju spektra nalazi se pristup koji se zalaže za strožu kontrolu prekograničnog kretanja kapitala. Argument u prilog tome govori da je kriza delom prouzrokovana ekscesivnom mobilnošću kapitala. Zagovornici ovog pristupa iznose argumente da su enormni prilivi kapitala u SAD doprineli dodatnom naduvavanju tamošnjeg mehura od sapunice, kojeg su hranile špekulacije. S tim u vezi se kriza poredi sa krizom iz 1997-1998. u azijskim naprednim tržištima u razvoju, kojoj je takođe prethodio masivan priliv kapitala, koji je u mnogim zemljama doprineo stvaranju mehura naduvanog špekulacijama. Takođe se prave poređenja sa dužničkom krizom iz 80tih godina prošlog veka, kojoj je prethodila visoko kotirana i iznenadna pre raspodela viškova petrodolara.²

Iz ovog iskustva su neki izveli zaključak da jedna od najvažnijih lekcija krize glasi, da je potrebno ograničiti mobilnost kapitala. Rodrik i Subramanian (2008) u tom smislu navode sledeće: »Najpre su veći prilivi kapitala iz bogatijih zemalja u siromašnije doveli do južnoameričke dužničke krize ranih 80tih godina prošlog veka. U sledećoj deceniji je sličan priliv kapitala postavio temelje azijske finansijske krize. Od 2002. godine se tok preokrenuo, tj. kapital se u sve većem obimu kreće od tržišta naprednih zemalja u razvoju i zemalja izvoznika nafte ka industrijskim nacijama, posebno ka SAD. Rezultat ostaje isti. Izgleda da je svejedno u kom se pravcu kapital kreće. Sama činjenica da u većim količinama teče u druge zemlje – toliko hvaljeni fenomen finansijske globalizacije – izgleda da prouzrokuje probleme. (...) Čak iako se koreni sabprajm krize nalaze u domaćoj finansijskoj privredi, međunarodni tokovi novca su pojačali obim krize.«

Kada se radi o ublažavanju globalne finansijske krize, pristup koji se zalaže za redukovanje mobilnosti kapitala, po rečima autora ima više izgleda na uspeh nego pokušaji usmereni ka čvršćem regulisanju, pošto ono nikad neće moći da drži korak sa finansijskim tržištem. Njihovo stanovište bi ukratko moglo da se opiše na sledeći način: »Ukoliko rizično ponašanje banaka i finansijskih institucija ne može perfektno da se reguliše, moramo da pronađemo način da smanjimo obim transakcija.

(...) To bi značilo da finansijska sredstva u manjem obimu prelaze preko granica, tako da su finansijske 'pretežno nacionalne', kao što je savetovao još Džon Majnard Kejn (John Maynard Keynes).« Sigurno bi usled kontrola protoka kapitala neke prednosti finansijske globalizacije bile izgubljene. Rodrik i Subramanian (2008), međutim, ukazuju na to, da će svakako biti »teško pronaći« ekonomske dokaze za te prednosti.

Oba autora se posebno zalažu za jačanje kontrole protoka kapitala u zemljama u razvoju, uključujući zahteve po pitanju uloga kada se radi o prilivu kapitala i porezu na finansijske transakcije. Kada je reč o industrijskim zemljama zahtevaju postojanje indirektnog uticaja na priliv kapitala preko kurseva i makroekonomskih mehanizama. Njihov zaključak glasi: »Sve dok svetska ekonomija politički gledano ostane razjedinjena postojanjem suverenih pojedinačnih država i različitih kontrolnih organa, globalni finansijski sistem je osuđen na to da trpi deformacije koje se razvijaju u znatno većem obimu nego što bi to bio slučaj na nacionalnom nivou. Osim toga, u zavisnosti od ukupne situacije politički često pripadne uloga bilo da zaustavi prekomerne prilive kapitala, bilo da ih podstiče« (Rodrik i Subramanian 2008).

Ova kritika mobilnosti kapitala podseća na mišljenja koja su iznošena tokom krize 1997-98. Tada je vapaj za ograničavanjem toka kapitala došao pre svega iz onih zemalja koje su bile direktno pogođene pucanjem mehura od sapunice, načinjenim od špekulacija. On se ogledao ne samo u saznanju da je priliv kapitala proizveo ove mehurove, već je pre svega predstavljao kontrareakciju na masivni špekulativni odliv kapitala, koji je nastao kao posledica pucanja tog mehura i doveo do krize kursa i lokalne finansijske krize. U tim zemljama su za finansijsku krizu 1997-98. godine više okrivljavani međunarodni finansijski tokovi nego domaći finansijski sistem.

Hoće li u zemljama koje su ovog puta pogođene, dakle u SAD i drugim zapadnim zemljama, osvanuti slična kritika mobilnosti kapitala? Sigurno su pojedini političari koji već duže vremena skeptično posmatraju globalizaciju finansijskog sistema tokom krize samo dobili dodatni materijal kako bi

² V. i Rajnhard i Rogof (Reinhart i Rogoff - 2008: 344), iako oba autora nisu zagovornici opisanog pristupa u regulisanju.

potkrepili svoju kritiku. U nemačkoj je npr. Oskar Lafonten (Oskar Lafontaine), bivši ministar finansija i u međuvremenu predsednik partije levice, ponovio svoj zahtev za uvođenjem mehanizama za regulisanje tokova kapitala širom sveta: »Potrebne su nam investicije u realnu privredu, a ne špekulativne transakcije« (citat iz Godova - Godov 2008).

Kritika tokova kapitala, međutim, u većini zapadnih zemalja na nailazi na plodno tle u redovima političara, a u SAD jedva i da postoji. Razlog tome treba tražiti u činjenici da pucanje američkog mehura sačinjenog od špekulacija za sobom još nije povuklo odlivanje kapitala i krizu kursa u onoj meru, u kojoj su time bile pogođene napredne zemlje u razvoju 1997-98. Uzimanje kredita u sopstvenoj valuti je SAD sačuvalo od »Currency Mismatch«, čime su napredne zemlje u razvoju u ono vreme bile pogođene. Inostrane centralne banke su osim toga i dalje štatile dolar zbog njegove centralne uloge u međunarodnom finansijskom sistemu. Ukoliko bi se kriza, međutim, proširila u pravcu dolarske krize, to bi moglo da predstavlja plodno tle za političku podršku ograničenju protoka kapitala u SAD i

drugim zapadnim zemljama. Ne bi trebalo podceniti mogućnost da sabprajm kriza u svojoj sledećoj fazi preraste u dolarsku krizu (v. npr. Soros 2008; Moris – Morris 2008; Helajner – Helleiner 2008). Interesantno je da su s obzirom na trenutnu krizu u prvom redu zemlje u razvoju one u kojima je sve glasnjiji zahtev za kontrolom kapitala. Situacija je u tim zemljama doduše drugačija nego u 1997-98. List se okrenuo i mnogi finansijski eksperti u zemljama u razvoju su sada spremniji, nego što je to bio slučaj pre deset godina, da krivicu pripisuju žrtvi – u ovom slučaju zapadnim zemljama. Oni kontrolu protoka kapitala danas u prvom redu vide kao sredstvo kojim bi se ograničilo dejstvo turbulencija u zapadnim finansijskim tržištima na njihove zemlje. Strategije koje se koriste počev od kasnih 90tih godina prošlog veka, kako ne bi više bili tako prijemčivi za probleme na globalnim finansijskim tržištima – kao što su kontrole protoka kapitala i stvaranje masivnih deviznih rezervi – su sada visoko hvaljene, jer su zaštitile zemlje od nestabilnosti koja se širila sa zapada. (v. npr. Kor – Khor 2008).

Pristup 5: Decentralizovano regulisanje

Poslednji pristup u regulisanju zalaže se za izvesnu decentralizaciju međunarodnog regulisanja finansijskog sistema. Suštinu prva dva opisana pristupa predstavlja raširenija obaveza u pravcu međunarodno koordinisanih oblika regulisanja finansijskog sistema. Ovo obavezivanje je nakon krize 1997-98. odjednom bilo nešto o čemu su svi pričali i predstavnici finansijskih institucija zemalja G7 zalagali su se za uvođenje niza međunarodnih best-practice standarda i kodeksa u zemlje u razvoju. Njihove vlada su doduše uglavnom skeptično posmatrale ovu inicijativu i ta skepsa se s obzirom na najnoviju krizu samo pojačala.

Tokom krize 1997-98. uzrok nedostajućeg entuzijazma pojedinih zemalja u razvoju za realizovanje projekta uvođenja standarda i kodeksa nije se krio samo njihovom neraspoloženju zbog neizgovorenog prebacivanja da su njihove nedovoljne domaće kontrole (a ne nestalni tokovi kapitala) glavni uzročnici krize. Takođe je od presudnog značaja bila i činjenica da su propagirani standardi i kodeksi razvijani u telima u kojima oni sami jedva

da su bili ili čak uopšte nisu bili zastupljeni. Osim toga sadržaj kodeksa i standarda je u prvom redu odslikavao iskustva industrijskih zemalja, posebno SAD i Velike Britanije, te nije odgovarao lokalnom kontekstu i često je izgledalo da zemlje razvoju opterećuje dodatnim troškovima (Helajner i Paljari – Helleiner, Pagliari, uskoro se objavljuje).

Kao što je još Endru Valter (Andrew Walter 2007) primetio, otpor se u početku primarno ogledao u formi »prividne saglasnosti«. Imajući u vidu sabprajm krizu, sve je glasnjija otvorena kritika ideje, prema kojoj angloamerički standardi uvek predstavljaju najbolji model za druge. U suštini teško da može da se prebaci analitičarima iz zemalja u razvoju što sa svoje strane kritikuju SAD i druge zapadne zemlje zbog njihovih slabosti i grešaka u oblasti regulisanja i pri tom čak koriste iste formulacije (kao npr. pojam „crony capitalism“, koji se često prevodi kao kumovska ili burazerska ekonomija). Drugim rečima: kritika međunarodnih regulatorskih projekata koji počivaju na angloameričkim modelima se sve više umnožava. Ili kao što je to Martin Volf (2008d) for-

mulisao: »Do nedavno je čovek još mogao da kaže Kinezima, Indusima i drugima, koji su u prošle dve decenije preživeli velike finansijske krize, da postoji finansijski sistem koji je istovremeno slobodan i solidan. To sada više nije moguće. Štaviše postaće teško ubediti te zemlje da slom tržišta u SAD i u drugim zemljama sa visokim prihodima ne predstavlja ozbiljno upozorenje. Ako ni SAD sa svojim enormnim resursima i iskustvima nisu mogle da izbegnu upadanje u ovu zamku postaviće pitanje, a zašto bismo mi to morali da umemo bolje?«

Ako je potrebno širom sveta uspešno regulisati finansijski sektor u ovom novom kontekstu, odgovarajuće inicijative više ne mogu jednostavno da počivaju na modelima dominirajućih finansijskih sila. I druge strane moraju biti uključene u proces. Zemlje u razvoju momentalno ne igraju nikakvu, ili bar ne igraju zvaničnu ulogu u najvažnijim telima koja bave novim regulisanjem međunarodnih težnji (kao što je to samit zemalja G7, FSF i Bazelski odbor). U cilju prevazilaženja nastale situacije zemlje G20 su na svom samitu u novembru odlučile da prošire FSF » u vidu jačanja članstva naprednijih zemalja u razvoju«. Istovremeno su »druga važna tela, koja se bave postavljanjem standarda« pozvana da »bez odlaganja preispitaju svoje članstvo« (šefovi država i vlada zemalja G20, 2008). Ukoliko ove inicijative zaista budu u stanju da probude interesovanje zemalja u razvoju, one bi bile spremne da zajedno učestvuju u realizaciji prva dva međunarodna pristupa u novom regulisanju (i njihovo učestće bi pritom na različite načine moglo da utiče na sadržaj tih pristupa). Ukoliko im to, međutim, ne uspe bićemo verovatno svedoci većeg otpora protiv univerzalnih regulatorskih projekata, a možda i rastućeg interesovanja za decentralizovani i jače fragmentirani međunarodni regulatorski poredak.

Već se sada mogu osetiti začeci takvog interesovanja. Zanimljivo je da ono potiče iz drugih visoko razvijenih industrijskih zemalja izvan angloameričkih krugova. Prilikom razgovora ASEAN+3 u maju 2008. godine Japan je po prvi put predložio formiranje azijske verzije Foruma za finansijsku stabilnost (FSF). Još prilikom pregovora koji su prethodili Bazelu II, azijske zemlje, frustrirane zbog nedovoljnog poklanjanja pažnje njihovim željama, poigravale su se mišlju da izgrade »azijski bazelski sistem« (Valter – Walter 2008: 181). Ova ideja je sada, usled diskreditovanja američkih modela koji su bili naklonjeni tržištu, naišla na plodno tle. Liao Min, visoki član kineske bankarske komisije je u maju 2008. godine na sledeći način rezimirao mišljenje koje su delili mnogi Azijati: »Mislim da bi zapadne zemlje morale iznova da razmisle o svom stanovištu koje se tiče odnosa tržišta i vlade. One su sklone tome

da precene mogućnosti tržišta i zapostave regulatorsku ulogu vlade. Zbog toga je došlo do sabprajm krize « (citat iz Anderlinija – Anderlini 2008.). Kina i Južna Koreja u međuvremenu podržavaju japanski predlog, te se zemlje ASEANa pozivaju da pristupe inicijativi za osnivanjem azijskog FSFa (Dejli Jomiuri – Dayli Yomiuri 2008).

U Evropi su nemački političari takođe javno izneli svoje frustracije o tome šta oni u vezi sa sabprajm krizom doživljavaju kao izdanke angloameričkog kapitalizma. Kada su se nemačke banke u početku ubrajale među institucije koje su najviše pogođene krizom, počeli su da dovode u pitanje dominantnost angloameričkih interesa u međunarodnim regulatorskim telima. U svom citatu koji je postao čuven, nemački predsednik države Horst Keler (Horst Köhler) je govorio o tome da »su se međunarodna finansijska tržišta razvila u čudoviše kojem je potrebno pokazati granice« i zatražio »samouvereno zalaganje za kontinentalno-evropsku finansijsku i bankarsku kulturu« (citat iz Benoa i Wilson – Benoit, Wilson, 2008). Nemačka se doduše i dalje zalaže za snažniju regulaciju na međunarodnom nivou, ali se istovremeno javno diskutuje o alternativnim regionalnim opcijama. Izveštaji govore o tome da su još u februaru 2008. nemački predstavnici pretili time da će postati aktivni na nivou Evropske Unije, ukoliko se ispostavi da regulacione inicijative nisu dovoljno striktno (Benoa - Benoit, 2008). U junu je savezna kancelarka Angela Merkel iznela svoju želju da bi evrozona trebalo da dovede u pitanje angloameričku dominantnost kada se radi o finansijskim standardima i osnuje sopstvenu rejting agenciju: »Evropa se zahvaljujući evru izborila za izvesnu nezavisnost. Mi, međutim, kada se radi o utvrđivanju pravila, transparentnosti i ukupnoj standardizaciji finansijskih tržišta i dalje imamo sistem kojim dominira anglosaksonska škola. Evrozoni do sada nije uspelo da u dovoljnoj meri izvrši uticaj na regulisanje finansijskih tržišta« (citat iz Barber, Benoa i Vilijamson – Barber, Benoit, Williamson, 2008).

U septembru je nemački minisar finansije, Per Štajnbrik (Peer Steinbrück), nakon što je kritikovao »angloamerička« finansijska načela, izneo svoje gledište prema kojem svetski finansijski sistem usled krize postaje »multipolaran«. Doslovce je rekao sledeće: »Dugoročne posledice ove krize još nisu jasne, ali smatram vrlo verovatnim da će SAD izgubiti svoj status supersile u globalnom finansijskom sistemu« (citat iz Mangasarian, 2008).

Interesovanje za regionalne regulatorske inicijative će verovatno i dalje da raste ukoliko angloamerički donosioci odluka pokušaju da postavie pravac

međunarodnim regulatorskim strategijama, koji previše odstupa od očekivanja drugih. Naravno da će pritisak konkurencije da se pobrine za to da moguće regionalne regulative ne odstupaju previše od standarda koji su postavljeni u Londonu i Nju Jorku (Singer, 2007). Renome tih finansijskih centara je zbog ove krize svakako morao da trpi. Istovremeno evrozona i Azija dobijaju na značaju, što im daje

veću težinu u međunarodnoj regulatorskoj politici i povećava njihove mogućnosti da prate sopstveni kurs. Ukoliko se odluče za drugu opciju kretaćemo se u pravcu decentralizovanog regulatorskog poretka koji će se s jedne strane bolje slagati sa različitim oblicima kapitalizma, ali će s druge strane ostavljati manje prostora za potpuno liberalni sistem kretanja kapitala i finansijskih usluga.

Zaključak: Istorijska prekretnica?

Već zvuči izlizano kada se izgovori tvrdnja da je trenutna globalna finansijska kriza jedna od najgorih, ako ne i najgora, još od 30tih godina prošlog veka. Ona se često doživljava kao prekretnica u međunarodnom finansijskom sistemu, kao iskorak iz tržišno orijentisane regulatorske politike koja je bila karakteristična za protekle dve decenija. Ili kao što je to Džordž Soros (George Soros 2008: 99) formulisao u svojoj nedavno objavljenoj knjizi: Dok su ranije krize pojačavale ono što on naziva »tržišnim fundamentalizmom«, najnovija kriza predstavlja »kraj jedne ere«.

Kao što smo mogli da vidimo sigurno je tačno da je ova kriza inicirala niz novih regulatorskih projekata i da se svi protivnici zvaničnog regulisanja nalaze u defanzivi. Međutim, ne bi trebalo podceniti njihov uticaj na finansijsku politiku, koji i dalje postoji, pogotovo ukoliko ubrzo dođe do ublažavanja krize i popuštanja interesovanja javnosti. Osim toga se trenutno najznačajnije regulatorske inicijative koje zagovaraju snažnije prilagođavanje više zalažu za kontinuitet nego za dramatične promene, jer počivaju na međunarodnom regulatorskom projektu za finansijski sektor, kome zemlje G7 pružaju podršku nakon krize 1997-98. Inicijativa za novom regulativom, koja zahteva radikalni preokret – težnja ka kontrolama prometa kapitala – danas u poređenju sa periodom krize 1997-98. (kada je debata za i

protiv kontrole prometa kapitala i Tobin-poreza imala mnogu veći značaj) izgleda da je izgubila na značaju (v. npr. Koen, 2002).

Ipak ova analiza želi da ukaže na dva razloga zbog kojih bi sabrajm kriza mogla da predstavi istorijsku prekretnicu u međunarodnoj regulatorskoj politici. Prvo, ukoliko se ona zaista pretvori u platnu krizu većih razmera ili čak u ozbiljnu dolarsku krizu – razvoj koji predskazuje i sam Soros – to bi moglo da poveća značaj ideje o potrebi za kontrolom protoka kapitala. A kao drugo je teško proceniti posledice pojavljivanja novog decentralizovanog pristupa. On će se sigurno razvijati u potpuno drugom pravcu nego što je to bio slučaj sa projektom univerzalnih standarda i kodeksa, kojeg su posle krize 1997-98. u prvom redu zastupale zemlje G7. A dovođenje dugogodišnje anloameričke dominacije u obliku koji Vade (2008) naziva »vrhovnom komandom« globalnog finansijskog upravljanja u pitanje, moglo bi da predstavlja početak istorijskog preokreta. Ukoliko decentralizacija ostane ograničana na zemlje u razvoju, moglo bi jednostavno doći do koegzistencije sa prva dva regulatorska pristupa, pošto su potonji jače usmereni na OECD-region. Ukoliko, međutim, ovaj pristup naiđe na široku podršku u Japanu i u kontinentalnom delu Evrope, posledice bi mogle biti mnogo dalekosežnije po sistem.



Literatura

- Anderlini, Jamil (2008): China says West's Lack of Market Oversight Led to Subprime Crisis. In: Financial Times, 28.05.2008
- Barber, Lionel; Benoit, Bertrand; Williamson, Hugh (2008): March to the Middle. In: Financial Times, 11.06.2008
- Benoit, Bertrand (2008a): Berlin May Go It Alone on Bank Regulations. In: Financial Times, 06.02.2008
- Benoit, Bertrand; Wilson, James (2008): German President Lashes Out at 'Monster' Market and Its Bankers. In: Financial Times, 15.05.2008
- Cohen, Benjamin (2002): Capital Controls: Why Don't Governments Do the Obvious? In: Armijo, Leslie (Hrsg.): Debating the Global Financial Architecture. Albany: State University of New York Press
- Daily Yomiuri (2008): Japan, China, ROK to Set Up 'Asian FSF'. In: Daily Yomiuri, 23.10.2008
- Eatwell, John; Persaud, Avinash (2008a): Fannie and Freddie, Damned by a Faustian Bargain. In: Financial Times, 17.07.2008
- Eatwell, John; Persaud, Avinash (2008b): A Practical Approach to the Regulation of Risk. In: Financial Times, 26.08.2008
- Financial Stability Forum (2008): Report of the Financial Stability Forum on Enhancing Market and Institutional Resilience, Financial Stability Forum (April)
- G8 (2008): Communiqué, Finanzminister, 14.06.2008
- Gerrera, Francesco (2008): Goldman Set to Sever IIF Links. In: Financial Times, 23.05.2008
- Giles, Chris (2008): Stability Forum Begins to Think the Unthinkable. In: Financial Times, 2. April 2008
- Giles, Chris; Guha, Krishna (2008): Banks' Self-Regulation Bid Brushed Aside. In: Financial Times, 14.04.2008
- Giles, Chris; Atkins, Ralph; Wilson, James (2008): Bankers Act to Head Off Regulation. In: Financial Times, 10.04.2008
- Godov, Julio (2008): Finance: So, Back to Regulation, Then. SUNS News Service, 20.03.2008
- Goodhart, Charles; Persaud, Avinash (2008): A Proposal for How to Avoid the Next Crash. In: Financial Times, 31.01.2008
- Greenspan, Alan (2008): The Fed Is Blameless on the Property Bubble. In: Financial Times, 07.04.2008
- Helleiner, Eric (2008): Political Determinants of International Currencies: What Future for the US Dollar? In: Review of International Political Economy 15 (3): 352-76.
- Helleiner, Eric (in Kürze erscheinend): Filling a Hole in Global Financial Governance? The Politics of Regulating Sovereign Bond Restructuring. In: Mattli, Walter; Woods, Ngaire (Hrsg.): The Politics of Global Regulation. Princeton: Princeton University Press.
- Helleiner, Eric; Pagliari, Stefano (in Kürze erscheinend): Between the Storms: Patterns in Global Financial Governance, 2001-07. In: Underhill, Geoffrey; Blom, Jasper; Mügge, Daniel (Hrsg.): Financial Governance after 30 Years of Integration
- Kindleberger, Charles (1978): Manias, Panics and Crashes. New York: Basic Books
- Khor, Martin (2008): South Should Prepare to Counter Effects of Global Finance Crisis. SUNS News Service, 01.09.2008
- G-20 (2008): Declaration of the Summit on Financial Markets and the World Economy. 15.11.2008
- Mangasarian, Leon (2008): US Losing Finance Superpower Status, Says Germany. Bloomberg News Service, 25.09.2008
- Morris, Charles (2008): The Trillion Dollar Meltdown. New York: Public Affairs
- Münchau, Wolfgang (2008): Recession Is Not the Worst Possible Outcome. In: Financial Times, 07.07.2008
- Persaud, Avinash (2008a): The Inappropriateness of Financial Regulation. In: Felton, Andrew; Reinhart, Carmen (Hrsg.): The First Global Financial Crisis of the 21st Century. London: A VoxEU, CEPR Publication: 155-57.

- Persaud, Avinash (2008b): Remarks to Euro50 on Financial Regulation and Financial Crises, 30.04.2008
- Porter, Tony (2005): Globalization and Finance. Cambridge: Polity Press
- Reinhart, Carmen; Rogoff, Kenneth (2008): Is the 2007 US Financial Crisis So Different? An International Historical Comparison. In: American Economic Review 98 (2): 339-44
- Rodrik, Dani; Subramanian, Arvind (2008): Why We Need to Curb Global Flows of Capital. In: Financial Times, 26.02.2008
- Singer, David (2007): Regulating Capital. Ithaca: Cornell University Press
- Soros, George (2008): The New Paradigm for Financial Markets: The Credit Crisis of 2008 and What It Means. New York: PublicAffairs
- Tett, Gillian; Guha, Krishna (2008): The Cost of a Lifeline. In: Financial Times, 24.04.2008
- Thornhill, John (2008): Sombre Sarkozy Sets Out Ideas to Bolster State Role. In: Financial Times, 26.09.2008
- Wade, Robert (2008): The First-World Debt Crisis of 2007-2010 in Global Perspective. In: Challenge 51 (4): 23-54
- Walter, Andrew (2008): Governing Finance. Ithaca: Cornell University Press
- Wolf, Martin (2008a): Why Greenspan Does Not Bear Most of the Blame. In: Financial Times, 09.04.2008
- Wolf, Martin, (2008b): Why Financial Regulation Is Both Difficult and Essential. In: Financial Times, 16.04.2008
- Wolf, Martin (2008c): The Lessons to Be Learnt from Today's Financial Crisis. In: Financial Times, 02.07.2008
- Wolf, Martin (2008d): The Rescue of Bear Stearns Marks Liberalisation's Limit. In: Financial Times, 26.03.2008

Dosadašnja izdanja „Vizije i opcije za jugoistočnu Evropu“ možete pronaći na www.fes.rs

1. Uticaj Evropske Unije na evropski socijalni model i socijalnu koheziju Lothar Witte – Dr.Heinrich Sassenfeld	7. Prema revidiranome evropskom socijalnom modelu Anthony Giddens
2. Nova politička ekonomija evropskog(ih) socijalnog(ih) modela Patrick Diamond	8. Evropa regiona Grupa autora
3. Evropski privredni i socijalni model – geografska karta različitih interesa Marius Busemeyer, Christian Kellermann, Alexander Petring, Andrej Stuchlik	9. Između starih recepata i novih izazova: Evropska levica mora da se preorijentiše Ernst Hilebrand
4. Socijaldemokratski program nakon proširenja Evropske unije Christoph Zöpel	10. Dobitnici novoga Evropskog ugovora Jo Leinen
5. Mađarski nemiri – simptom centralno evropske krize Michael Ehrke	11. Fleksigurnost na evropskim tržištima rada – tanka linija između fleksibilnosti i socijalne sigurnosti Inge Kaufman, Aleksandar Švan
6. Socijalna pravda za 21. stoleće grupa autora	

