

## BAZIČNA FINANSIJSKO-EKONOMSKA KRETANJA U SVIJETU NAKON RECENTNE GLOBALNE FINANSIJSKE KRIZE

DAMIR ZAKLAN

### BASIC FINANCIAL-ECONOMIC MOVEMENTS IN THE WORLD AFTER RECENT GLOBAL FINANCIAL CRISIS

***Abstract:** This paper deals with basic global financial-economic movements after recent world financial crisis. Those movements are expressed by slower economic growth, along with in developed countries existing excessive unemployment as well as too low inflation, interest rates and profitability of commercial banks. The decline of the profitability of these institutions was partly caused by the reregulation of their activities according to its intention, but followed in the conditions of ultra low interest rates in observing countries and globally slower economic activity, contrary to the intention of given reregulation, decreased interest margin, loss reserves and operational costs as well as increased noninterest income of banks. Given inhibition of business activity in the world was provoked by existing, emerged even in precrisis period and partly strengthened in crisis one, structural disbalances of all relevant sectors of global economy: real, monetary, fiscal and financial one.*

***Key words:** global economy, commercial banking, real sector, monetary sector, fiscal sector, financial sector, global financial crisis.*

***Sažetak:** Ovaj rad obrađuje osnovna globalna finansijsko-ekonomska kretanja nakon najnovije svjetske finansijske krize. Ta kretanja se manifestuju usporenim privrednim rastom, uz u razvijenim zemljama prisutnu iznadnormalnu nezaposlenost, te prenisku inflaciju, kamatne stope i profitabilnost komercijalnih banaka. Na pad profitabilnosti ovih institucija je djelomično utjecala shodno svojoj intenciji i reregulacija njihove djelatnosti, no praćena u uslovima preniskih kamatnih stopa u promatranim zemljama i globalno usporene privredne aktivnosti, suprotno intenciji date reregulacije umanjenim: neto-kamatnom marginom, rezervama za gubitke i operativnim troškovima, a uvećanim*

1\* Prof. dr Damir Zaklan, Ekonomski fakultet (Univerzitet "Džemal Bijedić"), Mostar.

*nekamatnim prihodom komercijalnih banaka. Predočeno inhibiranje poslovne aktivnosti u svijetu izazvale su postojeće, nastale još u pretkriznom, a dijelom ojačane u kriznom periodu, strukturne neravnoteže svih relevantnih sektora globalne ekonomije: realnog, monetarnog, javnog i finansijskog.*

**Ključne riječi:** *globalna ekonomija, komercijalno bankarstvo, realni sektor, monetarni sektor, fiskalni sektor, finansijski sektor, globalna finansijska kriza.*

## Uvod

Najnovija globalna finansijska kriza je promijenila dotadašnje shvatanje uloge finansijskih faktora na makro- i internacionalnom ekonomskom nivou, kao i antikriznog ili stabilizacijskog profiliranja tih faktora na ovim nivoima. Tradicionalno se utjecaj finansijskih faktora poimao kao kratkoročan ili brzo reverzibilan, za razliku od realnih činilaca, koji su tako tretirani kao izvori najopasnijih ekonomskih neravnoteža. Navedena kriza je pokazala da finansijski faktori mogu biti štetniji, ne samo u kratkoročnom, već i dugoročnom vremenskom okviru, posebno zbog svog snažnijeg potencijala međunarodne disperzivnosti. Fundamentalno zasnovani na konceptu privrednog razvoja koji u *dugu*, odnosno (bankarskom) *kreditu* vidi ključnog (regulatornog) pokretača datog razvoja, ti faktori su podržani relaksirajućom makroekonomskom, prvenstveno monetarnom politikom, kao i neoliberalnim konceptom ustrojstva (svjetske) ekonomije generirali ili perpetuirali krupne disproporcije u svim njenim osnovnim sektorima, i to u sekularnom razdoblju, kao trajnijem od klasičnog makroekonomskog ciklusa determiniranog realnim činilcima. Antikrizna politika u vidu nestandardne monetarne i kejnzijanske fiskalne politike u sprezi sa čvršćom regulacijom komercijalnih banaka kao antipodu pretkriznom konceptu i praksi njihove deregulacije je ukazala na svu dubinu prethodnog destabilizirajućeg dejstva finansijskih faktora, kao i potrebu drugačijeg definiranja ne samo stabilizacijske politike (na nacionalnom i internacionalnom nivou), već i koncepta ekonomskog razvoja, odnosno ekonomskog procesa, uopće. Globalna poslovna aktivnost se sporo oporavlja, a prvobitno nazvane *nestandardnim*, implicirajući svoje brzo povlačenje, primjenjene antikrizne mjere još traju ili se minorno ublažavaju.

Na naznačenoj osnovi se javlja potreba preciznog sagledavanja osnovnih performansi svjetske privrede i kritičnih - finansijskih faktora njenog funkcionisanja i razvoja, kako bi se mogla anticipirati i eventualno dodatno stabilizacijski preusmjeriti buduća poslovna kretanja. U tom smislu ovaj rad sadrži dva dijela, od kojih prvi daje pregled osnovnih globalnih finansijsko-ekonomskih kretanja, a drugi njihove fundamentalne faktore u vidu još prisutnih debalansa svih relevantnih sektora svjetske ekonomije.

### Pregled kretanja

Globalna finansijsko-ekonomska kretanja **nakon** recentne svjetske - *hipotekarne finansijsko-ekonomske krize* (u daljem tekstu, samo: krize) je obilježilo ubrzavanje rasta proizvodnje roba i usluga, ali samo do nivoa njegove sekularne ili ravnotežne vrijednosti, pri tome uz u razvijenim zemljama (RZ) prisutnu iznadnormalnu nezaposlenost, te prenisku inflaciju, kamatne stope i profitabilnost komercijalnih banaka ukazujući na perzistenciju strukturnih (pret)kriznih debalansa svih relevantnih sektora globalne ekonomije (realnog, monetarnog, javnog i finansijskog), s inkorporiranim posebno neuralgičnim impaktom njenih odgovarajućih domena ili zemalja.<sup>1</sup>

Tako je (prosječna) **globalna stopa realnog privrednog rasta** (Tabela 01.) **povećana** u postkriznom **periodu** (odnosno onom od 2010-15. g.) **u odnosu**

**Tabela 01.**

#### REALNI EKONOMSKI RAST I INFLACIJA U SVIJETU: 1997-2015. g.

- u %

Svijet/zemlje	Prosječna stopa <sup>1</sup>							
	G <sub>v</sub> <sup>2</sup> u periodu				G <sub>p</sub> <sup>3</sup> u periodu			
	1997-2006	2007-09	2010-15	1997-2015	1997-2006	2007-09	2010-15	1997-2015
<b>Svijet</b>	4,05	2,85	<b>3,81</b>	3,78	4,64	4,39	<b>3,70</b>	4,30
<b>Razvij. zemlje</b>	2,83	-0,20	<b>1,81</b>	2,03	1,94	1,96	<b>1,47</b>	1,79
SAD	3,30	-0,45	<b>2,12</b>	2,33	2,48	2,23	<b>1,55</b>	2,15
Eurozona	2,32	-0,39	<b>0,83</b>	1,42	1,98	1,89	<b>1,35</b>	1,76
Japan	0,93	-1,51	<b>1,29</b>	0,65	-0,08	-0,14	<b>0,58</b>	0,12
<b>Zemlje u R/T<sup>4</sup></b>	5,47	5,74	<b>5,41</b>	5,49	8,35	6,85	<b>5,56</b>	7,22
Zemlje EDA <sup>5</sup>	7,06	8,63	<b>7,44</b>	7,43	4,15	5,29	<b>4,34</b>	4,39

<sup>1</sup> Prosječna stopa označava geometrijski prosjek (stopa realnog ekonomskog rasta i inflacije).

<sup>2</sup> G<sub>v</sub>: stopa realnog ekonomskog rasta kao rasta realnog bruto domaćeg proizvoda ("gross domestic product - GDP").

<sup>3</sup> G<sub>p</sub>: stopa inflacije kao godišnja stopa rasta cijena ili njihovog rasta na kraju (obuhvaćene) godine u odnosu na kraj (one) prethodne.

<sup>4</sup> R/T: razvoju/transiciji.

<sup>5</sup> EDA ("Emerging and Developing Asia"): Azijske zemlje u R/T, bez onih pripadajućih bivšem SSSR, te Afganistana, Pakistana i zemalja Srednjeg istoka, kao i ASEANa,

1 O postkriznim globalnim finansijsko-ekonomskim kretanjima vidjeti šire u: Bank for International Settlements (BIS), Annual Report - 2010, str. 3-102; 2011, str. 1-96; 2012, str. 1-83; 2013, str. 3-76; 2014, str. 3-121; 2015, str. 3-125 i; 2016, str. 3-127, Basel.

sukladno klasifikaciji Međunarodnog monetarnog fonda ("International Monetary Fund - IMF").

Izvor: Samostalni proračuni autora na osnovu IMF, World Economic Outlook (WEO) Database, april 2016, Washington.

**na krizni** (ili od 2007-09. g.) za oko 1 procentni poen (na 3,81%), pri čemu u RZ za oko 2 procentna poena (na 1,81%), dok je u zemljama u razvoju/tranziciji (u daljem tekstu, samo: Zur/T) smanjena za 0,33 procentna poena (na 5,41%), figurirajući za svijet i RZ **ispod** svoje **vrijednosti** immanentne **pretkriznom razdoblju** (odnosno onom od 1997-2006. g.)<sup>2</sup> za 0,24 i (oko) 1 procentnog poena, respektivno, a za Zur/T (faktički) na *pretkriznom* nivou, **implicirajući** (u osnovi) **izjednačavanje sa svojom** (recentnom) **sekularnom vrijednošću** (determiniranom ukupno obuhvaćenim vremenskim okvirom ili onim od 1997-2015. g.) za globalni prostor i ZuR/T, no pozicionirajući se neznatno (odnosno, 0,22 procentna poena) ispod nje za RZ, što **podrazumijeva** (s obzirom da bi *postkrizna* vrijednost date veličine trebala biti viša, a ne jednaka ili manja od njene *dugoročne* vrijednosti) **usporenu ekspanziju produkcije roba i usluga**, kako u svijetu u cjelini, tako i u njegovim (naznačenim) fundamentalnim ekonomskim blokovima. Unutar RZ reprezentovanih: SAD, Eurozonom i Japanom akceleracija realnog privrednog rasta u predmetnom vs. kriznom periodu je bila najviša u Japanu, pa SAD, te naposljetku Eurozoni iznoseći: 2,80; 2,57 i 1,22 procentna poena (dosežajući 1,29%; 2,12% i 0,83%), respektivno, pri čemu se data akceleracija ispoljila u Japanu i prema *pretkriznom*, te (naznačenom) *sekularnom* (0,36 i 0,64 procentna poena, respektivno) *razdoblju*, no zaostajući za takvima u SAD (1,18 i 0,21 procentnih poena, respektivno) i Eurozoni i (1,49 i 0,59 procentnih poena, respektivno). U sklopu ZuR/T, one iz njihove ekonomski najjače - *azijske* podgrupacije su slijedile datu širu skupinu zemalja svoje pripadnosti umjerenijim (u prosjeku) realnim ekonomskim rastom u *postkriznom* od onog u *kriznom* vremenskom segmentu (1,19 procentnih poena, do 7,44%), a (praktički) identičnim takvom u ukupno obuhvaćenom vremenskom okviru, no odstupajući od te šire grupacije dinamičnijim predmetnim rastom od onog u *pretkriznom* periodu (0,38 procentnih poena).

Za razliku od (fizičkog) obima proizvodnje roba i usluga, čiji kurs u *postkriznim* nasuprot (*pret*)*kriznim* uslovima nije bio u cjelosti podudaran za svijet i njegove ključne ekonomske grupacije (zemalja), (prosječni) **stepen povišenja cijena roba**

---

<sup>2</sup> Za početnu godinu *pretkriznog* perioda, obilježenog primjenom *neoliberalne* politike ili ekonomske *deregulacije*, koja je inače najsnažnije destabilizirala (komercijalne) banke, posebno ukidanjem separatanosti *komercijalnog* i *investicionog* bankarstva, obavljenog u Japanu 1992., a SAD 1999. g., uzeta je 1997. g. kao ona između navedenih, koja (ujedno) naglašava veće (relativno) značenje američkog vs. japanskog bankarstva na globalnom nivou.

**i usluga** je iskazao oscilacije *identičnog* pravca (Tabela 01.), u smislu njegovog **pada u globalnom prostoru**, RZ i ZuR/T u postkriznom **vs. kriznom ambijentu** za: 0,69; 0,49 i; 1,29 (na 3,70%; 1,47% i; 5,56%), respektivno, te **takođe** prema onom **pretkriznom** (za: 0,94; 0,47 i; 2,79 procentnih poena, respektivno), **etablirajući se** takođe i **ispod** svoje (najnovije) **dugoročne** (za 0,60; 0,32 i; 1,66 procentnih poena, respektivno), a **posebno** one **očekivane** (pošto bi kao *postkrizni* trebao biti iznad (date) *dugoročne*) **vrijednosti**. U sklopu (pomenutih) reprezentativnih domena/zemalja razvijenog svijeta, SAD su realizirale višu dezinflaciju nego Eurozona u predmetnom vs. kriznom periodu, obarajući tako svoju stopu rasta cijena za: 0,68 i 0,54 procentna poena (na 1,55% i 1,35%), respektivno, kao i prema pretkriznom (0,93 i 0,63 procentna poena, respektivno), te ukupno obuhvaćenom razdoblju (0,60 i 0,41 procentni poen, respektivno), pri čemu se Japan odvojio od (predočenog) generalnog kursa naprednih ekonomija ostvarujući neznatnu inflaciju (0,58%) u postkriznom vs. minornoj deflaciji, (-0,14%) u kriznom okruženju, te (praktički) stagnaciji cijena u pretkriznom i još nižoj od postkrizne inflaciji u ukupno tretiranom vremenskom okviru (0,12%). Unutar ZuR/T, relevantna podgrupacija - onih *azijskih* je više odstupila od (date) šire skupine zemalja svoje pripadnosti pravcem dinamike sopstvene inflacije nego onim realnog privrednog rasta, pošto je kao i ta šira skupina decelerirala povećanje cijena roba i usluga u postkriznim vs. kriznim uslovima, i to za 0,95 procentnih poena (na 4,34%), no za razliku od nje uspostavljajući ga iznad analognog u pretkriznom (0,19 procentnih poena), a (faktički) sukladno takvom u ukupno obuhvaćenom periodu.

U postkriznom **razdoblju** (manifestovanom (njegovom) krajnjom analiziranom - 2015. g.) **profitabilnost banaka RZ** (iskazana prema (njihovoj) aktivu (Tabela 02.) je **u odnosu na krizno** (predstavljeno 2008. g.) generalno **uvećana** (uz iznimku samo Španije, u kojoj je smanjena), no **ostajući znatno ispod** svoje veličine ostvarene na kraju **pretkriznog** perioda (ili 2006. g.). To sniženje bankarske rentabilnosti je u vodećim zemljama ove grupacije: SAD, Japanu i Njemačkoj iznosilo 26%, 36% i 128%, dok se u njenim ostalim članicama nalazilo u rasponu od 22% (Australija) do 80% (Švajcarska). **Uzrok** ovakve depresirane profitabilnosti promatranih banaka ne leži ključnim dijelom u njihovoj ojačanoj *likvidnosti* i *kapitaliziranosti*, inače indukovanih (potonje predočenom) *reregulacijom* bankarske djelatnosti,<sup>3</sup> već najvećim dijelom u drugim činiocima, prvenstveno (poslije elaboriranoj) **politici preniske referentne kamatne stope**

---

<sup>3</sup> Povećanje stope *likvidne aktive* kod banaka, neovisno da li je plod njihovog samostalnog ili regulatornog utjecaja, redukujući stopu bankarske prihodn(ij)e aktive uvijek obara rentabilnost ovih institucija, dok porast njihove stope *kapitala* to čini samo ako tu stopu pozicionira iznad tržišnog "optimuma", što je uvijek slučaj ukoliko do tog porasta dolazi dejstvom regulatora. O učinku podizanja likvidnosti i kapitaliziranosti banaka RZ u predmetnom razdoblju na profitabilnost ovih ustanova vidjeti šire u: BIS, Annual Report 2016, str. 103-106 i 115-118, op. cit.

**u RZ i** (prethodno predočenoj) **globalno usporenoj privrednoj aktivnosti**, sa reperkusijom zadržavanja, još krizom izazvanog velikog učešća neperformansnih zajmova u aktivni

Tabela 02.

### PROFITABILNOST KOMERCIJALNIH BANAKA

RAZVIJENIH ZEMALJA: 1999-2015. g.

- u % od aktive (odnosnih) banaka

Prihod /rashod	God.	Zemlja <sup>1</sup>									
		US	JP	DE	FR	UK	CA	SP	AU	SW	CH
Bruto-dobit <sup>2</sup>	1999	2,17	0,42	0,43	0,69	1,43	1,17	1,21	1,72	0,84	0,82
	2006	1,83	0,94	0,47	0,86	0,98	1,32	1,51	1,61	1,03	0,84
	2008	0,36	0,12	-0,41	0,05	-0,10	0,48	1,10	0,95	0,67	-1,94
	2015	1,35	0,60	-0,13	0,47	0,29	0,97	0,57	1,26	0,80	0,17
Neto-kamatni prihod <sup>3</sup>	1999	3,34	1,14	0,95	1,14	2,30	1,94	2,62	2,72	1,27	0,70
	2006	2,51	0,97	0,66	0,81	1,13	1,64	1,78	1,96	0,76	0,45
	2008	2,16	0,50	0,63	0,70	0,81	1,42	1,83	1,66	0,99	0,49
	2015	2,24	0,74	1,02	0,81	1,29	1,51	2,04	1,62	0,88	0,88
Rezerve za gubitke	1999	0,44	0,90	0,28	0,20	0,33	0,24	0,33	0,24	0,01	0,12
	2006	0,18	0,09	0,09	0,06	0,27	0,10	0,34	0,13	0,01	-0,01
	2008	1,11	0,19	0,19	0,21	0,40	0,21	0,53	0,26	0,11	0,07
	2015	0,23	0,02	0,08	0,15	0,15	0,15	0,65	0,10	0,06	0,02
Operativni troškovi	1999	3,84	0,89	1,65	1,85	2,40	2,59	2,65	2,55	1,50	2,55
	2006	3,10	1,37	1,19	1,43	1,68	2,56	2,12	1,64	1,12	1,72
	2008	3,44	0,65	1,18	1,23	1,28	2,00	1,89	1,51	1,00	2,55
	2013	3,03	0,60	1,55	1,16	1,55	1,78	1,75	1,11	0,84	1,90

<sup>1</sup> Obuhvaćeni su reprezentativni uzorci (najvećih) komercijalnih banaka zemalja naznačenih njihovim

akronimima kako slijedi: US - Sjedinjene Američke Države; JP - Japan; DE: Njemačka; FR - Francuska; UK - Velika Britanija; CA - Kanada; SP - Španija; AU - Australija; SW- Švedska i; CH - Švajcarska.

<sup>2</sup> Bruto-dobit je dobit prije oporezivanja ("Pre-tax profits").

<sup>3</sup> Neto-kamatni prihod je razlika kamatnog prihoda i kamatnog rashoda ("Net-interest margin").

Izvor: Bank for International Settlements (BIS), Annual Report - 2001, 2007; 2009; 2014 i; 2016, Basel.

sagledavanih (čak *eskalirajućeg* kod onih evropskih) banaka. Ovi faktori su rezultirali nepovoljnom kombinacijom neposrednih determinanti bankarske rentabilnosti izraženih (potpuno suprotno intenciji pomenute reregulacije) pre niskim: neto-kamatnom marginom, rezervama za gubitke i operativnim troškovima, a previsokim nekamatnim prihodom banaka.

Na naznačenoj osnovi, kretanje bankarske *neto-kamatne margine* u razmatranim zemljama (Tabela 02.) je u postkriznom okruženju uglavnom imalo *degenerativni* karakter, u vidu njene redukcije (Švedska), stagnacije (SAD, Kanada i Australija) ili minornog povećanja (Francuska i Španija), premda je u svom rezidualnom dijelu podrazumijevalo znatnu ekstenziju ove veličine (od 48% kod Japana do 80% kod Švajcarske). Pri tome se mora imati u vidu da je predočena dinamika, odnosno *kontrakcija* neto-kamatne margine *slijedila* njen pad kod većine promatranih zemlja u *kriznim*, a svih njih u *pretkriznim* godinama, *implicirajući* tekuću *nedovoljnost* ove načelno najznačajnije determinante rentabilnosti banaka, posebno u uslovima (poslije predočenog) novog modela njihove djelatnosti.

Bankarska izdvajanja za *rezerve za gubitke* u analiziranim zemljama su u postkriznim uslovima (Tabela 02.) generalno *smanjena* (uz iznimku Španije, gdje su porasla), *oprečno* njihovoj ekspanziji kod svih tih zemalja u *kriznom ambijentu*, no pretežno sukladno onom *pretkriznom* (u kojima su (takođe) redukovana), *rezultirajući* uglavnom *uvećanjem* promatranih rezervi *na kraju postkriznog vs. pretkriznog* vremenskog okvira (osim Japana, V. Britanije i Australije, kod kojih su opale i Njemačke, gdje su stagnerale), no sumarno gledano (uzimajući u obzir relativnu snagu zemalja izloženih navedenim kretanjima) još *nedovoljnim* sa aspekta (pominjanog) novog modela bankarske djelatnosti. Bankarski *operativni troškovi* su uglavnom *umanjeni* u postkriznom vremenskom okviru (uz iznimku Japana i Francuske, gdje su stagnerali, te Njemačke i V. Britanije, kod kojih su povećani), slijedeći tako (*pret*)*krizni* kurs svoje redukcije (Tabela 02.), *rezultirajući* njihovom *depresiranom* vrijednošću. Kod svih vodećih RZ: SAD, Japana i Njemačke došlo je do *povišenja proporcije nekamatnog u ukupnom bankarskom prihodu*, i to za: 8, 8 i 14 procentnih poena (na 35%, 39% i 28%), respektivno, *za razliku od kriznog vremenskog segmenta u kojem je ona stagnerala* (SAD i Japan) *ili se snižavala* (Njemačka, za 2 procentna poena), *te pretkriznog, u kojem je porasla* (SAD i Njemačka, za 5 i 3 procentna poena, respektivno) *ili opala* (Japan, za 6 procentnih poena), no *etablirajući je* kod svih tih zemalja *na previsokom nivou* (za 7, 12 i 7 procentnih poena, respektivno višem od onog na kraju *pretkriznog* razdoblja).<sup>4</sup>

4 Izvor podataka: Samostalni proračuni autora na osnovu - Federal Deposit Insurance Corporation, Statistics on Banking, <https://www5.fdic.gov/SDI/main4.asp>; Japanese Bankers Association, Statistics, <https://www.zenginkyo.or.jp/en/stats> i; Deutsche Bundesbank, Monthly Report - septembar 2002; septembar 2012 i; septembar 2015, Frankfurt (kod dva prvonavedena izvora podataka na dan: 17.7.2016. g.).

### Faktori kretanja

Predočena inhibirana globalna poslovna aktivnost u postkriznom periodu je proizašla iz postojećih (nastalih još u onom pretkriznom, a dijelom ojačanih u kriznom) strukturnih neravnoteža svih osnovnih sektora svjetske ekonomije. U njenom *realnom* sektoru,<sup>5</sup> one se manifestuju: a) dodatnom strukturnom nezaposlenošću u RZ, proistekloj iz krizom uslovljene

**Tabela 03.**

#### NEZAPOSLENOST U RAZVIJENIM ZEMLJAMA: 1997-2015. g.

- u %

Razvijene zemlje /zemlje	Prosječna stopa <sup>1</sup> nezaposlenosti u periodu			
	1997-2006	2007-09	2010-15	1997-2015
Razvijene zemlje	6,41	6,43	<b>7,70</b>	6,82
SAD	4,94	6,57	<b>7,57</b>	6,03
Eurozona	9,29	8,24	<b>11,04</b>	9,68
Japan	4,58	4,30	<b>4,15</b>	4,40

<sup>1</sup> Prosječna stopa označava aritmetički prosjek (stopa nezaposlenosti).

Izvor: Samostalni proračuni autora na osnovu IMF, WEO Database, april 2016, Washington.

kontraksije (u pretkriznom okruženju) predimenzioniranih privrednih djelatnosti: građevinarstva (stanogradnje), prometa nekretnina i finansijske, inače (relativno) radno intenzivnih, pa tako sa sporim postkriznim preusmjerenjem njihove radne snage u druge privredne grane, na što jasno ukazuje viši (prosječni) nivo *postkrizne* od (recentne) *sekularne* stope nezaposlenosti u promatranim zemljama (Tabela 03.) za skoro 1 procentni poen (pri čemu u SAD i Eurozoni od 1,54 i 1,36 procentnog poena, respektivno, premda kod Japana niži za 0,25 procentnog poena); b) prezaduženosti preduzeća i domaćinstava, odnosno privatnog nefinansijskog sektora u RZ, koja implicirajući (neophodno) razduživanje, podrazumijeva pojačano usmjeravanje dohotka (datih ekonomskih aktera) na oplatu (njihovog) duga umjesto (lične i investicione) izdatke ne pridonoseći

<sup>5</sup> O strukturnim neravnotežama *realnog* sektora svjetske ekonomije vidjeti šire u: Mian A., Sufi A. i Verner E., Household Debt and Business Cycles Worldwide, National Bureau of Economic Research (NBER) Working Paper Series, septembar 2015, str. 1-62 i; Borio C., Kharroubi E., Upper C. i Zampolli F., Labour reallocation and productivity dynamics: financial causes, real consequences, BIS Working Papers, decembar 2015, str. 1-32.

tako privrednoj propulziji u tom i ukupnom svjetskom prostoru<sup>6</sup>, te; c) neodrživosti visokog realnog ekonomskog rasta ZuR/T, prvenstveno onog Kine, dijelom usljed iscrpljenosti potencijala njoj inherentnog - *ekstenzivnog* modela privrednog razvoja,<sup>7</sup> a dijelom nužnosti komprimiranja izvoza roba i usluga navedenih zemalja u cjelini na osnovu pomanjkanja odgovarajuće uvozne tražnje u skupini onih razvijenih (jasno indiciranog u njima prisutnoj visokoj strukturnoj nezaposlenosti i zaduženosti privatnog nefinansijskog sektora).

Strukturni debalansi *monetarnog* sektora svjetske ekonomije<sup>8</sup> se izražavaju u: 1) pre niskim referentnim kamatnim stopama u RZ, trenutno u vodećim od tih zemalja *nominalno* na nivou od 0,05-0,5%<sup>9</sup>, a *realno* (zbog više odnosne stope inflacije - Tabela 01.) negativnim, što decelerira privrednu aktivnost obaranjem kamatne margine, profitabilnosti i kreditnog potencijala banaka, te forsirajući zaduživanje i rizične (finansijske) plasmane generiranjem suboptimalne alokacije

---

6 Dati dug u RZ najviše pogođenim krizom (kao što su: V. Britanija, SAD i Španija) je umanjen ili stabilizovan, dok je u drugim zemljama (među kojima od RZ prednjače: Francuska, Italija i Norveška) povećan, generirajući svoj naznačeni dekonjunktorni impakt. O tome vidjeti u: BIS, Annual Report 2016, op. cit., str. 9-10.

7 Mjerodavne procjene ukazuju na to da će (natuknuta) ekonomska propulzivnost Kine brzo opasti za 1/3, ukoliko ne dođe do deregulacije i na toj osnovi bitne transformacije metoda privređivanja u ovoj zemlji. Vidjeti: IMF, WEO, oktobar 2013, Washington, str. 41-44.

8 O strukturnim neravnotežama *monetarnog* sektora svjetske ekonomije vidjeti šire u: Borio C. i Zhu H., Capital regulation, risk taking and monetary policy: a missing link in the transmission mechanism, Journal of Financial Stability, decembar 2012, str. 236-251 i; Juselius M, Borio C., Disyatat P. i Drehmann M., Monetary policy, the financial cycle and ultra-low interest rates, BIS Working Papers, juli 2016, str. 1-59.

9 U postkriznom periodu se takva stopa u SAD *konstantno* nalazila u rasponu od 0-0,25%, da bi se na kraju tog perioda, odnosno 2015. g. njen raspon *neznatno* pomjerio naviše, na 0,25-0,5% (Vidjeti: online - <http://www.federalreserve.gov> (21.7.2016. g.)), pri čemu je u Eurozoni kontinuirano (s jedinom iznimkom perioda od aprila do jula 2011. g. u kojem je minorno povećana sa 1% na 1,5%) opadala od 1% do 0,05% (Vidjeti: online - <https://www.ecb.europa.eu/home/html/index.en.html> (21.7.2016. g.)), dok je u Japanu nakon njene redukcije na raspon od 0-0,1% prestala biti u aprilu 2013. g. operativni target monetarne politike, kada ju je u toj funkciji zamijenio (kvantitativni) agregat primarnog novca (Vidjeti: online - <https://www.boj.or.jp/en> (21.7.2016. g.)).

resursa u datoj grupaciji zemalja i; b) enormno ekspandiralim<sup>10</sup> i deformisanim<sup>11</sup> bilansima centralnih banaka RZ, s inhibirajućim učinkom na konjunkturu distorziranjem dijelova finansijskog tržišta podložnih (ne)posrednoj intervenciji centralne banke u tim zemljama. Navedene mjere monetarne politike (uzete u cjelini) djeluju dekonjunktorno i na ZuR/T potičući masivni izvoz kapitala (iz RZ) u njih, s implikacijom pada kamatnih stopa i kumulacije mase (primarnog) novca u tim zemljama, te podrške kriznom dejstvu finansijskih faktora u njima po modelu onog (koji je izazvao) krizu u RZ.

**Fiskalni** sektor svjetske privrede odlikuju strukturne neravnoteže<sup>12</sup> u vidu naduvanosti sistema transfernih - penzionih i socijalnih davanja, te nedovoljnog poreskog potencijala privreda u RZ, s (nužnom) posljedicom enormnosti javnog duga tih zemalja. Ovaj dug, koji je pod pritiskom naznačenih strukturnih faktora bio previsok (pošto je prekoračivao gabarit tolerantne zaduženosti, od 60%) i prije izbijanja krize je pod dejstvom antikrizne ekspanzivne fiskalne politike (prisutne i nekoliko godina nakon pojavnog okončanja krize) uvećan u postkriznom (predstavljenom 2015. g.) versus kriznom razdoblju (iskazanom 2008. g.) u RZ i reprezentantima te grupacije: SAD, Eurozoni i Japanu za: 27, 33, 25 i 56 procentnih poena na enormni nivo (105%, 106%, 93% i 248%), respektivno (Tabela 04.). Poseban pečat neravnoteži promatranog sektora globalne ekonomije dala je tzv. dužnička kriza u Eurozoni (naglašena od sredine 2010. do sredine 2011. g.), izražena otežanim finansiranjem njenih potencijalno nelikvidnih država- članica, te s njima povezanih (domicilom ili plasmanima u obveznice izdanja tih država) banaka, a uslovljena pored dejstva date (te ostalih) strukturnih neravnoteža svjetske privrede i institucionalnim slabostima navedene

---

10 U toku relevantnog razdoblja, bilansi centralnih banaka SAD, Eurozone i Japana su uvećani prema odnosnom nominalnom GDP za: 9, 7 i 49 procentnih poena, respektivno dosežući rekordne vrijednosti (25%, 27% i 77%, respektivno). Izvor: Samostalni proračuni autora na osnovu - Board of Governors of the Federal Reserve System, Federal Reserve Statistical Release - 02.01.2004.; 06.01.2005.; 05.01.2006.; 04.01.2007.; 03.01.2008.; 02.01.2009.; 07.01.2010.; 06.01.2011.; 05.01.2012.; 03.01.2013.; 02.01.2014.; 02.01.2015. i; 07.01.2016., Washington; European Central Bank (ECB) - Monthly Bulletin, januar (sve pojedinačne godine od) 2004-14. i Consolidated balance sheet of the Eurosystem as at - 31 December 2014 i; 2015, Frankfurt; European Commission, Eurostat Statistics, <http://epp.eurostat.ec.europa.eu/portal/page/portal/statistics/themes> (20.7.2016. g.); Bank of Japan, Statistics, <http://www.boj.or.jp/en/statistics/index.htm> (20.7.2016. g.) i; IMF, WEO Database, april 2016, Washington.

11 Deformisanost ovih bilansa se ogleda u masivnosti portfelja dugoročnih obveznica, prvenstveno države i u slučaju ECB zasnovanosti njenih odobrenih REPO kredita na kolateralu nekonvencionalnih instrumenata.

12 O strukturnim neravnotežama fiskalnog sektora svjetske ekonomije vidjeti šire u: Farhi E. i Tirole J., Deadly embrace: sovereign and financial balance sheets doom loops, NBER Working Paper Series, januar 2016, str. 1-56 i; Bordo M. i Meissner C., Fiscal and financial crisis, NBER Working Paper Series, mart 2016, str. 1-60.

Tabela 04.

## JAVNI DUG U SVIJETU: 2000-15. g.

- Stanje u % od (odnosnog) nominalnog GDP

Grupacije zemalja /zemlje	Stanje na kraju godine				Index			
	2000 <sup>1</sup>	2006	2008	2015	2006 /00 <sup>2</sup>	2008- /06	2015 /08	2015 /00 <sup>3</sup>
Razvij. zemlje	70	74	78	105	105	106	134	149
SAD	53	64	73	106	120	114	145	200
Eurozona	68	67	68	93	99	102	136	137
Japan	144	186	192	248	129	103	129	173
Zemlje u R/T <sup>4</sup>	51	39	35	45	77	90	128	88
Zemlje EDA <sup>5</sup>	51	43	40	46	84	93	116	90

<sup>1</sup> Za razvijene zemlje (kao grupaciju) i SAD: 2001. g. zbog nedostatka podataka za 2000. g.

<sup>2</sup> Za razvijene zemlje (kao grupaciju) i SAD: 2006/01 iz razloga navedenih u napomeni <sup>1</sup>.

<sup>3</sup> Za razvijene zemlje (kao grupaciju) i SAD: 2015/01 iz razloga navedenih u napomeni <sup>1</sup>.

<sup>4</sup> R/T: razvoju/tranziciji.

<sup>5</sup> EDA ("Emerging and Developing Asia"): Azijske zemlje u R/T, bez onih pripadajućih bivšem SSSR, te Afganistana, Pakistana i zemalja Srednjeg istoka, kao i ASEANa, sukladno klasifikaciji Međunarodnog monetarnog fonda ("International Monetary Fund - IMF").

Izvor: Samostalni proračuni autora na osnovu IMF, WEO Database, april 2016, Washington.

ekonomske grupacije<sup>13</sup>. Naznačeni dug (čija je eskalacija u zadnjih nekoliko godina doduše zaustavljena) koči privrednu propulziju prvenstveno impliciranom kontrakcijom javnih investicionih izdataka, te povećanjem kamatne stope u i prema njima zahvaćenim zemljama.

U *finansijskom* sektoru globalne ekonomije, strukturne neravnoteže se u njegovom (najsenzitivnijem) **segmentu bankarskih** institucija<sup>14</sup> manifestuju (bez obzira na (pomenuta) djelimična poboljšanja) u još prisutnom (pret) kriznom modelu, u biti *nestabilnog poslovanja* (uslovljenog *deregulacijom* i *elektronizacijom* djelatnosti) *komercijalnih banaka*, *izraženog njihovom*

<sup>13</sup> One su izražene potrebom postojanja na nivou Eurozone (uz jedinstvenu valutu i finansijsko tržište) čvrstog *fiskalnog* sporazuma, te jedinstvene *regulacije i nadzora poslovnih banaka*.

<sup>14</sup> O strukturnim neravnotežama *bankarskog* sektora svjetske ekonomije vidjeti šire u: BIS - Basel Committee on Banking Supervision, Basel III Monitoring Report, mart 2016, str. 1-55 i; Michelangeli V. i Sette E., How does bank capital affect the supply of mortgages? Evidence from a randomized experiment, BIS Working Papers, april 2016, str. 1-41.

nedovoljnom kapitaliziranošću, likvidnošću i izvornom, prvenstveno kreditnom aktivnošću, uz zadržavanje visokog obima, eksternaliziranosti i koncentrisanosti odnosno bankarskog sektora. No, u toku je, pod dejstvom čvršće regulacije ili reregulacije promatranih institucija u vidu strožijeg tretmana njihove likvidnosti, kapitalizacije, marketizacije, odnosno globalizacije, koncentracije, sekjuritizacije, konglomeratizacije i profitno orjentisane aktivnosti menadžmenta rizikom proces etabliranja novog modela poslovanja, s implikacijom manje, ali stabilnije profitabilnosti, pri tome na osnovu većih kamatne margine, rezervi za gubitke i operativnih troškova, a nižeg nekamatnog prihoda komercijalnih banaka. U preostalom - **nebankarskom** dijelu finansijskog sektora, s primjetnim supstitutivnim učinkom prema bankarskom (ne samo u recentnom razdoblju, u kojem je dati efekat pojačan krizom indukovanim poslovnim ograničenjima ovog potonjeg) date neravnoteže<sup>15</sup> figuriraju u vidu međunarodno neharmonizirane regulacije djelatnosti osiguravajućih kompanija i neodgovarajuće regulacije finansijskog tržišta, i to njegovog segmenta s predmetom manifestovanim spot instrumentima sa fiksnim prihodom (kao supstitutom bankarskih kredita) u smislu proizlazeće prevelike stabilizacijske zasnovanosti tog tržišnog segmenta na njegovim market mejkersima umjesto krajnjim učesnicima, prvenstveno institucionalnim investitorima unaprjeđenog menadžmenta likvidnosnim rizikom. Predočeni debalansi u finansijskoj strukturi uskraćuju njenu (punu) podršku mogućem i potrebnom povećanju outputa posebno usljed perpetuacije rizika neuralgičnog (analognog onom primjerenom krizi) dejstva finansijskih faktora.

Fundamentalni uzrok usporene postkrizne privredne aktivnosti u svijetu se po jednoj struji (savremene) ekonomske misli nalazi u hroničnom deficitu agregatne tražnje - hipoteza *sekularne stagnacije*,<sup>16</sup> dok se po alternativnom konceptu nalazi u *nedovoljnoj ponudi i efikasnosti proizvodnih faktora*,<sup>17</sup> čemu je dodatno štetno, odnosno kontraproduktivno doprinosila asimetrična, odnosno akomodativna (po duhu kejnzijanska) makroekonomska, prvenstveno monetarna politika dopuštajući (izvorni) krizni impakt *finansijskih* faktora, odnosno *duga* na neodrživi i disproporcionalni privredni rast. Dok prvopomenuta grupacija ekonomista

---

15 O strukturnim neravnotežama *nebankarskog* sektora svjetske ekonomije vidjeti šire u: Fender I. i Lewrick U., *Shifting tides - market liquidity and market-making in fixed income instruments*, BIS Quarterly Review, mart 2015, str. 1-12 i; BIS - Committee on the Global Financial System, *Fixed income market liquidity*, januar 2016, str. 1-29.

16 O toj hipotezi, koja pripada *postkejnzijanskom*, kao sporednom toku moderne ekonomske misli vidjeti šire u: Teulings C. i Baldwin R., *Secular stagnation: facts, causes and cures*; VoxEU, avgust 2014.

17 O ovakvom pristupu, po duhu bliskom *novokejnzijanskoj* i neoliberalnoj koncepciji (jer kao i one u ograničenjima agregatne *ponude* vidi bazični izvor recesionih problema) od kojih prvonavedena dominira današnjom teorijskom ekonomijom, a drugopomenuta (makro)ekonomskom politikom vidjeti šire u: Leboeuf M. i Fay B., *What is Behind the Weakness in Global Investment?*, Bank of Canada Staff Discussion Papers, februar 2016, str. 1-18.

navedenim faktorom tumači preniski nivo kamatnih stopa i inflacije, ona druga<sup>18</sup> nalazi osnovni kauzalni faktor takvih kamatnih stopa u *ultraakomodativnoj monetarnoj politici*, a (takve) inflacije u (ojačanim) *kompetitivnim snagama* (globalno) *liberalizovane ekonomije* (s njihovim prirodnim impaktom na depresiranje cijena rada, te roba i usluga).

## ZAKLJUČAK

Osnovna globalna finansijsko-ekonomska kretanja nakon najnovije svjetske finansijske krize se ogledaju u usporenoj privrednoj aktivnosti, uz u razvijenim zemljama (RZ) prisutnu iznadnormalnu nezaposlenost, te prenisku inflaciju, kamatne stope i profitabilnost komercijalnih banaka. Na depresiranu profitabilnost promatranih banaka utjecala je dijelom, pored glavnih faktora: politike preniske referentne kamatne stope u RZ i globalno usporene privredne aktivnosti, i reregulacija djelatnosti tih institucija, saglasno njenoj intenciji podižući njihovu likvidnost i kapitaliziranost, no praćena pri djelovanju navedenih glavnih faktora nepovoljnom kombinacijom neposrednih determinanti bankarske rentabilnosti izraženih, potpuno suprotno intenciji date reregulacije umanjanim: neto-kamatnom marginom, rezervama za gubitke i operativnim troškovima, a uvećanim nekamatnim prihodom komercijalnih banaka.

Preočeno inhibiranje poslovne aktivnosti u svijetu su izazvale postojeće, nastale još u pretkriznom, a dijelom ojačane u kriznom periodu strukturne neravnoteže svih relevantnih sektora globalne ekonomije: realnog, monetarnog, javnog i finansijskog. U *realnom*, one se manifestuju naraslom strukturnom nezaposlenošću i *prezaduženošću* privatnog nefinansijskog sektora u RZ, te neodrživošću visokog realnog privrednog rasta u zemljama u razvoju/tranziciji. U okviru *monetarnog*, izražavaju se pre niskim referentnim kamatnim stopama u RZ, te enormno ekspanzionalnim i deformisanim bilansima centralnih banaka tih zemalja. U domenu *fiskalnog* sastoje se od naduvanosti sistema transfernih davanja i nedovoljnog poreskog potencijala RZ, s posljedicom enormnosti njihovog javnog duga.

U sklopu *bankarskog*, date neravnoteže se ogledaju u još prisutnom (pret)kriznom, u biti nestabilnom modelu poslovanja komercijalnih banaka (uslovljenog deregulacijom i elektronizacijom njihove djelatnosti), implicirajući nedovoljnu kapitaliziranost, likvidnost i izvornu, prvenstveno kreditnu aktivnost predmetnih banaka, uz zadržavanje visokog obima, eksternaliziranosti i koncentrisanosti odnosnog bankarskog sektora. U preostalom - *nebankarskom* dijelu finansijskog sektora, one figuriraju u vidu međunarodno neharmonizirane regulacije djelatnosti osiguravajućih kompanija i neodgovarajuće regulacije segmenta finansijskog

<sup>18</sup> U ovom slučaju, ona se sastoji (samo od) neoliberalnih (ali ne i *novokejnzijskih*) ekonomista.

tržišta s predmetom manifestovanim spot instrumentima sa fiksnim prihodom (kao supstitutom bankarskih kredita) u smislu proizlazeće prevelike stabilizacijske zasnovanosti tog tržišnog segmenta na njegovim market mejkersima umjesto krajnjim učesnicima, prvenstveno institucionalnim investitorima unaprjedenog menadžmenta likvidnosnim rizikom.

## LITERATURA

- Bank for International Settlements (BIS), Annual Report - 2001, 2007; 2009; 2010; 2011; 2012; 2013; 2014; 2015 i; 2016, Basel,
- Bank of Japan, Statistics, <http://www.boj.or.jp/en/statistics/index.htm>,
- BIS - Basel Committee on Banking Supervision, Basel III Monitoring Report, mart 2016,
- BIS - Committee on the Global Financial System, Fixed income market liquidity, januar 2016,
- Board of Governors of the Federal Reserve System, Federal Reserve Statistical Release - 02.01.2004.; 06.01.2005.; 05.01.2006.; 04.01.2007.; 03.01.2008.; 02.01.2009.; 07.01.2010.; 06.01.2011.; 05.01.2012.; 03.01.2013.; 02.01.2014.; 02.01.2015. i; 07.01.2016., Washington,
- Bordo M. i Meissner C., Fiscal and financial crisis, National Bureau of Economic Research (NBER) Working Paper Series, mart 2016,
- Borio C. i Zhu H., Capital regulation, risk taking and monetary policy: a missing link in the transmission mechanism, Journal of Financial Stability, decembar 2012,
- Borio C., Kharroubi E., Upper C. i Zampolli F., Labour reallocation and productivity dynamics: financial causes, real consequences, BIS Working Papers, decembar 2015,
- Deutsche Bundesbank, Monthly Report - septembar 2002; septembar 2012 i; septembar 2015, Frankfurt,
- European Central Bank (ECB) - Consolidated balance sheet of the Eurosystem as at - 31 December 2014 i; 2015, Frankfurt,
- ECB - Monthly Bulletin, januar (sve pojedinačne godine od) 2004-14, Frankfurt,
- European Commission, Eurostat Statistics, <http://epp.eurostat.ec.europa.eu/portal/page/portal/statistics/themes>,
- Farhi E. i Tirole J., Deadly embrace: sovereign and financial balance sheets doom loops, NBER Working Paper Series, januar 2016,

- Federal Deposit Insurance Corporation, Statistics on Banking, <https://www5.fdic.gov/SDI/main4.asp>,
- Fender I. i Lewrick U., Shifting tides - market liquidity and market-making in fixed income instruments, BIS Quarterly Review, mart 2015,  
<http://www.federalreserve.gov> ,  
<https://www.boj.or.jp/en> ,  
<https://www.ecb.europa.eu/home/html/index.en.html> ,
- International Monetary Fund (IMF), World Economic Outlook (WEO), oktobar 2013, Washington,  
IMF, WEO Database, april 2016, Washington,
- Japanese Bankers Association, Statistics, <https://www.zenginkyo.or.jp/en/stats>,
- Juselius M, Borio C., Disyatat P. i Drehmann M., Monetary policy, the financial cycle and ultra-low interest rates, BIS Working Papers, juli 2016,
- Leboeuf M. i Fay B., What is Behind the Weakness in Global Investment?, Bank of Canada Staff Discussion Papers, februar 2016,
- Mian A., Sufi A. i Verner E., Household Debt and Business Cycles Worldwide, NBER Working Paper Series, septembar 2015,
- Michelangeli V. i Sette E., How does bank capital affect the supply of mortgages? Evidence from a randomized experiment, BIS Working Papers, april 2016 i
- Teulings C. i Baldwin R., Secular stagnation: facts, causes and cures, VoxEU, avgust 2014.