

# PANDEMIJA I DRUGE KRIZE: SLIČNOSTI, RAZLIKE I LEKCIJE

Slaviša Tasić<sup>1</sup>

## ***Apstrakt***

Tekst se bavi problematikom ekonomskih kriza i ulogom koju ekonomska teorija i politika igraju u odgovorima na njih. Kriza izazvana pandemijom iz 2020. godine poredi se sa ranijim ekonomskim krizama, a posebno sa Velikom recesijom nastalom usled finansijskog sloma iz 2008. godine. Geneza dve krize je različita i zato su i odgovori ekonomske politike na svetskom nivou različiti, ali imaju i neke važne sličnosti. Pojedini koraci preduzeti tokom Velike recesije poslužili su kao lekcija prilikom odgovora na krizu iz 2020. godine.

***Ključne reči:*** *pandemija, ekonomska kriza, Velika recesija, monetarna politika.*

## **UVOD**

Najveća svetska ekonomska kriza u 20. veku, Velika depresija, osim ogromnih posledica na privredu i živote ljudi, ostavila je i posledice na ekonomsku nauku i ekonomsko-političku praksu. Njujorški berzanski krah iz 1929. godine, koji se u narednom periodu pretvorio u Veliku depresiju na svetskom nivou, doneo je sa sobom promenu načina na koji se razmišlja o ekonomskim pitanjima. Ključna promena bio je skok ka razumevanju važnosti makroekonomskih veličina i njihovih odnosa u vođenju ekonomske politike.

Pre Velike depresije makroekonomija je postojala samo u smislu pokušaja agregatnog sagledavanja obima privrede i njenih segmenata, pre svega u smislu doprinosa pojedinih sektora i raspodele ukupnog dohotka po faktorima. David Ricardo može se smatrati začetnikom ove samo uslovno rečeno makroekonomske tradicije, iako je sporadičnih pokušaja sagledavanja nacionalnih računa i merenja veličine ukupnog proizvoda bilo i pre njega. Posle Velike depresije, međutim, ekonomska nauka se po prvi put organizovanije okreće makroekonomiji u smislu studiranja makroekonomskih agregata i njihovog aktivnog menadžmenta u sklopu ekonomske politike.

---

<sup>1</sup> Dr Slaviša Tasić, naučni saradnik, Institut ekonomskih nauka, e-mail: [slavisa.tasic@ien.bg.ac.rs](mailto:slavisa.tasic@ien.bg.ac.rs)

Ovaj skok nije potekao iz akademskih debata, već je bio indukovano realnim događajima. Ekonomisti poput Johna Maynarda Keynesa i Mihala Kaleckog razvili su teoriju poslovnih ciklusa koja državi daje jasne preporuke u slučaju recesije izazvane padom agregatne tražnje. Promena se činila neminovnom jer su u borbi protiv tada sve dublje recesije nosioci ekonomske politike mnogih zemalja i sami već bili dolazili do sličnih zaključaka i preduzumali makroekonomske mere. Promene u ekonomskoj politici i shvatanjima došle su istovremeno, kao posledica eksternog šoka. Oganizacija i formalizacija promena u nauci, uključujući uspostavljanje makroekonomije kao zasebne discipline, uslediće u narednim decenijama. Sve do druge polovine 20. veka makroekonomske debate odvijale su se na istorijskom terenu Velike depresije i pitanja šta je adekvatan odgovor države na šokove takvog tipa.

Svetska ekonomska kriza započeta 2008. godine, ili Velika recesija, imala je mnogo toga zajedničkog sa Velikom depresijom. Snaga inicijalnog šoka bila je najverovatnije i veća 2008. godine. Međutim, zbog značajno boljih reakcija ekonomske politike – dobrim delom zahvaljujući znanju akumuliranom tokom makroekonomsih debata koje su usledile Velikoj depresiji – Velika recesija je na kraju bila daleko blaža.

Širenje krize iz 2008. godine i njen brzi prelazak na međunarodni i svetski nivo takođe su uporedivi sa događajima od osam decenija ranije. Izostao je, međutim, konkretniji odgovor ekonomske teorije. Uticaj kriznih događaja na ekonomska razmišljanja bio je mnogo manji. Možda je glavni razlog to što je Velika recesija bila manje traumatična od Velike depresije, ali jedan od razloga svakako je i to što je današnja ekonomska nauka na mnogo stabilnijim osnovama. To se može posmatrati kao prednost, ali i kao mana u smislu metodološke okoštalosti, nefleksibilnosti i nespremnosti na promene.

Konačno, pandemija iz 2020. godine doneće poslednji veliki ekonomski potres. U jednom trenutku ovaj najnoviji sunovrat pretio je da bude i gori od prethodnih. On je svakako naišao još naglije. Neki sektori uslužne privrede su u roku od samo nekoliko nedelja sa pune aktivnosti spali na nulu. Stope pada bruto domaćeg proizvoda su u velikim svetskim ekonomijama prelazile 30% na kvartalnoj osnovi. Sa boljim sagledavanjem zdravstvene situacije, sa razumevanjem potrebnih mera i rizika, ali i uz obilne reakcije ekonomske politike gotovo svuda u svetu, usledio je relativno brzi oporavak. Trenutno izgleda da će ekonomska katastrofa biti izbegnuta i da će sadašnja recesija i po dubini i po trajanju biti kraća od prethodno pomenutih.

## Velika recesija

Jedna od često diskutovanih tema po nailasku krize iz 2008. godine bila je nesposobnost ekonomske struke da predvidi njen dolazak. Nosioci ekonomske politike, analitičari i mediji kritikovali su ekonomiste zbog odsustva ako ne tačnih prognoza, onda bar upozorenja da do slične vrste krize može doći.

Odgovor ekonomista je generalno bio u skladu sa većinski prihvaćenim načelima ekonomske metodologije (videti, npr. Colander et al. 2014). Krize je, naime, po definiciji nemoguće predviđati jer kad bi se mogle predviđati onda ih ne bi ni bilo. Svi ekonomski akteri bi se unapred pripremili za dolazeći scenario, a to bi onda isključilo mogućnost krize. Ovo načelo je varijacija hipoteze efikasnog tržišta, koja je u svojim lakšim ili strožim oblicima takođe široko prihvaćena među ekonomistima. Sadašnje ekonomsko stanje, na finansijskim tržištima ili van njih, samo je prosek različitih očekivanja budućih stanja.

Ova vrsta argumenta je načelno ispravan odgovor ekonomista na pitanje o mogućnosti tačnog predviđanja ekonomskih kriza. Finansijsku krizu propustili su da predvide ne samo ekonomisti, već i finansijski stručnjaci, bankari ili eksperti za nekretnine koji su bili u središtu konkretnih događaja. Više naknadnih studija dokumentovalo je da finansijski eksperti i lideri finansijskih institucija ni sami nisu očekivali propast hipotekarnih obveznica pokrenut padom cena nekretnina (Fahlenbrach and Stulz 2011).

Ipak, prilikom takvog ekonomskog sloma ekonomska nauka ne može biti izuzeta od svake odgovornosti. Dok se objašnjenje da ekonomisti nisu mogli predvideti nastanak krize u smislu njenog datuma i konkretnog oblika može prihvatiti, ostala je problematična velika razdvojenost ekonomske nauke od finansijskih mehanizama koji su doveli do krize. Samo retki izuzeci među ekonomistima su se uopšte bavili konceptima koji su, kako se ispostavilo 2008. godine, sačinjavali ključnu infrastrukturu modernih finansijskih tokova: hipotekarnim obveznicama, finansijskom regulacijom, osiguranjem depozita, ili međubankarskim kreditnim tokovima kroz repo operacije (Gorton 2010). Umesto propusta da se sa preciznošću predvidi kriza, intelektualna odgovornost odnosi se na propust da se akademska istraživanja povežu sa stvarnim funkcionisanjem finansijskog sistema. Detalji funkcionisanja kreditno-finansijskog sistema bili su jedva poznati među ekonomistima, a njihova važnost daleko potcenjena.

Rasplamsavanje krize nakon 2008. godine izbacilo je upravo takve kritične detalje finansijskih tokova u prvi plan. Odjednom je postalo očigledno da se hipotekarne obveznice nalaze u samim temeljima finansijskih sistema razvijenih ekonomija. One su bile kritične za normalno funkcionisanje kreditnih tokova između banaka i drugih finansijskih institucija. Dok su ekonomski udžbenici podučavali o klasičnom

depozitnom bankarstvu koje štednju stanovništva plasira u kredite privredi, ispostavilo se da se u prethodnim decenijama razvio i ogroman paralelni kreditni sistem u kojem finansijske institucije pozajmljuju jedna drugoj uz kolateral.

Sa takvim razvojem krize, odgovori ekonomske politike na nju nisu proizlazili iz nekih posebnih teorijskih saznanja već su nosioci ekonomske politike u sadejstvu sa poslovnim svetom otkrivali rešenja u hodu. Kao i prilikom Velike depresije, nosioci ekonomske politike upustili su se u praktična rešenja i pre nego što su pouzdana akademska objašnjenja bila dostupna. Odgovor na krizu bio je kompleksan i ovde se ne možemo obazirati na sve detalje, ali se u osnovi sastojao iz tri vrste inicijativa.<sup>2</sup>

Najpre, države su vršile direktan otkup spornih hipotekarnih obveznica kada je u trenucima panike njihova vrednost bila neizvesna. Nepoznata tržišna vrednost obveznica u momentu panike poremetila je kreditne tokove i nastavak takve situacije pokrenio bi novi talas bankrotstava. Državna kupovina takvih obveznica po povoljnoj ceni imala je za efekat vraćanje kreditnih tokova u normalu, ali i spašavanje nekih od najvećih finansijskih institucija od bankrota.

Drugo, centralne banke odgovorile su na finansijsku krizu velikom monetarnom ekspanzijom. Ogromno povećanje monetarne baze bilo je informisano ranijom monetarističkom interpretacijom događaja iz Velike depresije, prema kojem prekomerna restriktivnost monetarne politike može nepotrebno produžiti recesiju. U takvim situacijama, nekonvencionalne mere povećanja monetarne baze mogu zaustaviti realni pad (Bernanke, Reinhart, and Sack 2013).

Konačno, u domenu fiskalne politike oprobani su budžetski stimulusi van tradicionalnih automatskih stabilizatora. Ideja fiskalnih stimulusa bila je podstaknuta tradicionalnom kejnzijanskom teorijom koja nalaže da u uslovima zamke likvidnosti, kada kamatne stope više nije moguće smanjivati, direktna državna potrošnja ostaje jedini preostali pokretač agregatne tražnje. U tome nije bilo konsenzusa jer teorijski scenario fiskalnog stimulusa podržavaju ekonomisti kejnzijanske i novokeynzijanske orijentacije, ali ne uživa univerzalnu podršku.

Ipak, gotovo sve veće ekonomije, uključujući SAD, Kinu i evropske zemlje u različitom stepenu, povećali su budžetske deficite da bi direktnom potrošnjom stimulisali rast. Koliko je rast na ovaj način stimulisan je empirijsko pitanje koje teško može biti razrešeno. Procene fiskalnog multiplikatora i u redovnim situacijama imaju veliki raspon, a Velika recesija je još atipičnije i složenije okruženje za kredibilnu procenu.

---

<sup>2</sup> Za detaljniji pregled videti Tasic (2012).

## Pandemija

Ekonomska kriza izazvana COVID-19 pandemijom drugačije je prirode od Velike recesije, ali i Velike depresije. Ključna razlika je da je pandemijska kriza izazvana potpuno neekonomskim eksternim šokom. Spoljni šok sačinjavali su kako sama pandemija i neizvesnost vezana za nju, tako i institucionalna reakcija država na pandemiju: uvođenje strogih karantinskih mera.

U prvoj fazi najdirektnije je pogođena strana ponude. Kao i u slučaju prethodne finansijske krize, neočekivanost i nedostatak presedana usloveli su donošenje nestandardnih ekonomskih mera koje nisu imale uporišta u nekom posebnom teorijskom okviru jer tako nešto nije ni postojalo. Spoljni šokovi ove veličine su jako retki i spremnog istorijskog primera nije bilo. Kod Velike recesije kritična je bila strana tražnje i nakon saniranja finansijskog sistema ekonomska politika bila je usmerena na oživljavanje platežno sposobne tražnje. Prilikom pandemijske krize primarni negativni šok bio je na strani ponude.

Ekonomske mere kojom su države reagovalе na pandemiju su u načelu bile jako slične u čitavom svetu. Glavni odgovor bio je fiskalni, ali se ovog puta, za razliku od politika fiskalnog stimulusa iz perioda Velike recesije nije moglo raditi o opštijem stimulanju tražnje. Fiskalne mere bile su usmerene na očuvanje strukture ponude, a to je, posredno, putem socijalne komponente održavalo i agregatnu tražnju u životu. Zajedno sa automatskim stabilizatorima i uračunatim padom bruto domaćeg proizvoda, obim fiskalnih mera je takav da se u najvećem broju zemalja u 2020. godini očekuju dvocifreni budžetski deficit.<sup>3</sup>

Srž fiskalnih mera bio je u pomoći zaposlenima direktno ili kroz finansijske podsticaje firmi da očuvaju zaposlenost. Osnovna ideja ove vrste pomoći, kao i mera poreskih olakšica i odlaganja, je sprečiti pomeranje krive agregatne ponude ulevo. Generalno gledano, u Evropi su mere podrške zaposlenosti bile usmerene prema firmama, sa ciljem da se firme stimulišu da radnike ostave na subvencionisanim platnim spiskovima i tako očuvaju strukturu zaposlenosti. U Sjedinjenim Američkim Državama su firme takođe bile stimulisane da ne otpuštaju, ali je veliki deo pomoći direktno usmeren ka nezaposlenima, uvođenjem značajnog vanrednog federalnog dodatka na već postojeće državne naknade za nezaposlenost. Ova razlika u pristupu će verovatno imati mikroekonomske efekte na strukturu privrede i zaposlenosti u narednom periodu. Na makroekonomskom planu razlika nije velika. U oba slučaja je kroz pomoć firmama, redovnu i dodatnu

---

<sup>3</sup> Trenutne prognoze budžetskih deficita Haver Analytics, koje prenosi list Economist od 21. avgusta 2020. iznose 5.3% BDP za Kinu, 9.3% BDP za evrozonu, 15.9% BDP za SAD i 18.1% BDP za Ujedinjeno kraljevstvo.

pomoć nezaposlenima, kao i univerzalnu podelu pomoći stanovništvu, agregatna tražnja takođe dobila fiskalni stimulans.

Imajući u vidu da tražnja nije bila primarni problem, obim monetarnih mera bio je iznenađujuće veliki. Velike svetske centralne banke su i sa nastupom krize iz 2008. godine brzo reagovala, a izvesno je da je ta reakcija utrla put ovogodišnjoj. Kako je kriza iz 2008. potekla iz finansijskog sektora, monetarna intervencija je tada bila prirodna i očekivana, iako u to vreme iznenađujuće velika. Kupovina sporne aktive iz finansijskog sektora je istovremeno označavala povećanje monetarne baze. U samim počecima tadašnje krize centralne banke su takve kupovine sterilizovale istovremenim umanjenjem novčane baze na drugoj strani, bojeći se prevelikog i inflatornog rasta novčane mase. Ubrzo se, međutim, uvidelo da inflacija neće predstavljati problem i rast primarne emisije se ubrzao kupovinom druge aktive kroz programe takozvanog kvantitativnog olakšanja.

Japan je već imao prethodnih iskustva sa programima kvantitativnog olakšanja zbog deflacije sa kojom se borio ranih 2000-ih godina, ali je Evropska centralna banka (ECB) bila nešto sporija od Federalnih rezervi po tom pitanju i više se pribojavala inflacije. Važna lekcija krize iz 2008. godine i mera koje su se nastavile narednih godina bila je da nagla monetarna ekspanzija u uslovima krize nije nužno inflatorna. Upravo to je doprinelo brznoj, odlučnoj, a potencijalno i prekomernoj reakciji centralnih banaka 2020. godine.

S obzirom da je virus potekao iz Kine i najpre pogodio njenu privredu, centralna banka ove zemlje je upadljivi izuzetak jer je pandemiju propratila bez dodatnih monetarnih intervencija. Sve ostale velike privrede imale su posebne programe stimulusa koje su uslovile veliki rast količine primarnog novca. Između marta i juna 2020. godine monetarna baza Sistema federalnih rezervi je zahvaljujući operacijama kupovine hartija od vrednosti porasla za približno 50%, odnosno 1.7 biliona dolara, pre nego što se njen rast zaustavio. ECB je reagovala na sličan način, povećavši svoju monetarnu bazu za 1.6 biliona evra na uporediv način. Kod ECB, međutim, na tu količinu treba dodati i povećane pozajmice bankama putem dugoročnih repo operacija, pa se tako u slučaju evrozone može govoriti o ukupnoj primarnoj emisiji od preko 3 biliona evra ove godine. Banka Engleske sa 300 milijardi funti ovogodišnje primarne emisije prati isti trend. Banka Japana, koja je posle veoma dugog perioda monetarnih stimulusa nameravala da stane, tokom ove godine je ipak bila primorana da poveća svoju monetarnu bazu za 60 triliona jena.<sup>4</sup>

Malo je verovatno da bi se takva ekspanzija dogodila bez prethodne slične reakcije centralnih banaka iz 2008. i 2009. godine. U vreme tadašnje krize, koja je bila

---

<sup>4</sup> Podaci su javni i dostupni na vebstranovima pomenutih institucija.

finansijska i monetarna u svom začetku, otpori monetarnoj intervenciji bili su ogromni jer takav obim intervencija nikada prethodno nije bio preduzet, pa je u delovima struke i javnosti bila prisutna bojazan od inflacije. Strah od inflacije, međutim, ni tada se nije preneo na finansijska tržišta i inflaciona očekivanja merena kamatnim stopama ili obveznicama indeksiranim inflacijom (poput TIPS, Treasury Inflation-Protected Securities) bila su i u jeku intervencija niska. Do inflacije u narednim godinama zaista nije došlo, što je pokazalo da centralne banke nisu pogrešile u tom pravcu i da čak i velike monetarne intervencije ne moraju nužno biti inflatorne. Takav razvoj događaja je sasvim sigurno razlog zašto snažna monetarna intervencija prilikom ovogodišnje krize nije izazvala istu vrstu protesta. Tržišna inflaciona očekivanja su takođe, kao i u periodu posle 2008. godine, ostala niska.

Sa druge strane, činjenica da velike monetarne intervencije već dva puta ne izazivaju rast potrošačkih cena može da polako dovede u pitanje tradicionalna merila inflacije. Nakon intervencija posle 2008. godine nisu rasle cene koje ulaze u klasičnu definiciju inflacije ili u deflator bruto domaćeg proizvoda, ali jesu porasle cene plemenitih metala, nekretnina i berzanske aktive. Štaviše, rast cena sve te aktive deo je „imovinskog kanala“ transmisije monetarnih intervencija, koji se zasniva na načelu da porast ukupne vrednosti imovine građana i privrede ohrabruje njihovu potrošnju i time podiže agregatnu tražnju. U tom smislu, rast cena aktive kod ovih intervencija nije nusproizvod već deo dizajna.

Brzi oporavak cena akcija i druge aktive, a zatim i nastavak njihovog rasta u vreme opšte ekonomske krize doveo je do toga da vlasnici aktive najjasnije osete koristi monetarne intervencije. Nešto slično se dešava već od aprila 2020. godine i na delu je ponovna razdvojenost između sumorne situacije u realnoj ekonomiji i optimistične slike koju daju berzanski indeksi. Kako su dve analogne situacije iz 2009. i 2020. godine povezane monetarnom ekspanzijom, postaje sve važnije ispitati kakve su posledice kvantitativnih popuštanja van tradicionalnih cenovnih indeksa.

Jedna značajna razlika između prethodnih ekonomskih kriza i ovogodišnje pandemijske krize odnosi se na institucionalne promene do kojih dolazi posle kriza. I Velika depresija iz 1930-ih i Velika recesija iz 2000-ih su, uz ekonomske, imale i institucionalne i političke posledice koje ovde možemo razmotriti samo u naznakama. Prvi odgovor na Veliku depresiju bio je povratak trgovinskog protekcionizma čije će otopljavanje početi tek nakon Drugog svetskog rata. Trajnija posledica od protekcionizma bio je ubrzani, mada već ranije otpočeti rast regulatorne države, makroekonomskog upravljanja, kao i odustajanje od zlatnog standarda. Raspad sistema zlatnog standarda počeo je još sa Prvim svetskim ratom ali je Velika depresija označila njegov konačni pad, ne računajući kasniji slabo disciplinovani bretonvudski pokušaj posrednog vezivanja valuta za zlato.

Institucionalne posledice Velike recesije iz 2000-ih bile su uže regulatorne prirode. Na finansijsku krizu odgovorilo se novom i izmenjenom finansijskom regulacijom, uključujući nacionalne zakone i novi skup međunarodnih Bazelskih standarda. Međutim, izmene u regulativi nisu bile revolucionarne već su ojačale već postojeće trendove. Novi Bazelski standardi su već bili na putu i pre nailaska Velike recesije, a nove i obimnije nacionalne regulacije nisu promenile suštinsku prirodu sistema. I pre i posle krize država figurira kao glavni regulator finansijskih rizika i osiguravač gotovo svih depozita, dok se finansijske institucije pre svega bave ispunjavanjem standarda zadate regulacije i arbitražom rizika u propisanim okvirima.

Institucionalne promene nakon pandemijske krize biće, po svemu sudeći, manje jer su i okolnosti drugačije. Najpre, trenutno izgleda da će ekonomska kriza i pored dubokog pada iz 2020. biti kratkotrajna i zbog toga ukupno gledano blaža. Takođe, nema raširene percepcije da je ekonomski sistem u nekom važnijem smislu krivac za privredni pad. Svetska ekonomija jeste ranjiva zbog velike međuzavisnosti i uvezanosti privreda. Ali ta ista uvezanost dovela je i do većeg stepena podele rada, produktivnosti i efikasnosti na svetskom nivou nego ikada ranije. Protekcionizam jeste bio inicijalna reakcija tokom rasplamsavanja ovogodišnje krize, ali on se svodio na medicinski sektor i njegovi motivi bili su javno-zdravstveni a ne trgovinski i ekonomski. Dalje institucionalne posledice mogle bi neke vrste inicijativa za lokalnu samodovoljnost u budućim pandemijskim situacijama, ali mali su izgledi da se to desi u obimu koji bi značajnije promenio globalne ekonomske odnose.

## ZAKLJUČAK

Najveća sličnost između Velike recesije započete 2008. godine i pandemijske krize iz 2020. godine bila je u reakcijama ekonomske politike i naročito monetarnih vlasti. Monetarne politike nakon dve krize bile su jako slične, a kvantitativna popuštanja otpočela tokom Velike recesije bila su model za slične reakcije u 2020. godini.

U oba slučaja bilo je *ad hoc* mera bez naglašenog akademskog porekla. U slučaju krize iz 2008. godine ključna mera bilo je spasavanje finansijskog sistema državnim otkupom spornih obveznica. U slučaju ovogodišnje pandemijske krize ključne mere bile su budžetska pomoć realnom sektoru u cilju očuvanja privredne strukture i radnih mesta. Zbog usredsređenosti na stranu ponude, ovaj oblik budžetske potrošnje treba razlikovati od fiskalnog stimulusa iz 2008. godine koji je po kejnzijanskom principu ciljao stranu tražnje.

Ekonomske posledice pandemije iz 2020. biće po svemu sudeći blaže nego posledice finansijskog potresa iz 2008. godine. Jedan razlog različitih posledica je svakako u različitoj prirodi dve krize. Ipak, za to što trenutno izgleda da se pandemijska kriza neće produbiti i produžiti zaslužna je i okolnost da su se reakcije

na ovogodišnju krizu mogle osloniti na lekcije iz mera preduzetih povodom prethodne krize. Moguće je, sa druge strane, da je obim monetarnih reakcija ovog puta bio i nepotrebno veliki ali to ćemo saznati tek sa protekom vremena.

## LITERATURA

- [1] Bernanke, Ben S., Vincent R. Reinhart, and Brian P. Sack. (2013). "Monetary Policy Alternatives at the Zero Bound: An Empirical Assessment." *Unconventional Monetary Policy and the Federal Reserve* 2004 (2): 69–144. <https://doi.org/10.17016/feds.2004.48>.
- [2] Colander, David, Hans Follmer, Armin Haas, Michael Goldberg, Katarina Juselius, Alan Kirman, Thomas Lux, and Brigitte Sloth. (2014). The Financial Crisis and the Systemic Failure of Academic Economics In *The Economics of Economists*, edited by Alessandro Lanteri and Jack Vromen, 344–60. Cambridge: Cambridge University Press. <https://doi.org/10.1017/CBO9781139059145.017>.
- [3] Fahlenbrach, R., Stulz, M.R. (2011). Bank CEO Incentives and the Credit Crisis. *Journal of Financial Economics*, Vol. 99, No.1 <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2010.08.010>.
- [4] Gorton, G. (2010). *Slapped by the Invisible Hand: The Panic of 2007*. New York: Oxford University Press.
- [5] Tasic, S. (2012). *Svetska ekonomska kriza: dileme i rešenja*. Beograd: Sluzbeni glasnik.