

Mr. sc. Dario Grgić

HT – Eronet, Tuzla, Bosna i Hercegovina

E-mail: dario.grgic@hteronet.ba

Dr. sc. Gordana Kordić

Docent

Katedra za financije, Ekonomski fakultet Zagreb

E-mail: gkordic@efzg.hr

ANALOGIJA KRIZE ZEMALJA S MARGINE EUROZONE S KRIZOM U BOSNI I HERCEGOVINI I HRVATSKOJ¹

UDK / UDC: 336.7(497.5+497.6)

JEL klasifikacija / JEL classification: G01

Pregledni rad / Review

Primljeno / Received: 7. ožujka 2011. / March 7, 2011

Prihvaćeno za tisak / Accepted for publishing: 30. svibnja 2011. / May 30, 2011

Sažetak

Financijska kriza koja je 2007. godine počela u Sjedinjenim Američkim Državama krizom tržišta sekundarnih hipotekarnih kredita, različitim se intenzitetom odrazila i na zemlje eurozone, što je uvjetovano nizom makroekonomskih, povijesnih i strukturnih faktora zemalja koje su u sastavu ove zajednice. U tom kontekstu, značajan dio ovog rada usmjeren je na analizu zemalja s margine Europske unije, koje je financijska kriza zatekla s relativno niskom razinom pripremljenosti. Time je i njihova mogućnost da se odupru ekonomskoj recesiji koja je uslijedila bila manja.

Komparativnom analizom ekonomske pozicije zemalja s margine eurozone ukazuje se kako na strukturalne probleme manjih i siromašnijih (također i slabije konkurentnih) članica Europske unije, tako i na potencijalne uzroke njihovih problema, što je prvi cilj ovog rada. Pri tome se težište usmjerava ka Grčkoj i Španjolskoj, uz istraživanje eventualnih sličnosti s gospodarstvima Bosne i Hercegovine i Hrvatske (kao potencijalnih budućih članica Unije), što je drugi cilj rada. Sličnosti među promatranim zemljama prikazane su kroz analizu konkurentnosti te monetarnog sustava i politika javnog sektora. Određena pozornost posvećena je i ograničenjima u vođenju suverene monetarne politike koja se javljaju kao posljedica sudjelovanja u monetarnoj uniji s jedne, odnosno ograničenja nacionalnih monetarnih sustava Bosne i Hercegovine i Hrvatske s druge strane, što situaciju čini još složenijom.

Konačno, rad završava analizom perspektiva Bosne i Hercegovine i Hrvatske u kontekstu događaja i rješenja u prikazanim zemljama eurozone te daje smjernice za budućnost.

Ključne riječi: financijska kriza, eurozona, Bosna i Hercegovina, Hrvatska.

¹ Autori se zahvaljuju anonimnim recenzentima čiji su komentari značajno doprinijeli kvaliteti ovoga rada.

1. UVOD

Financijska kriza koja još od 2007. godine uzrokuje probleme većini svjetskih gospodarstava, iako pokazuje tendenciju slabljenja, posebno u snažnijim svjetskim gospodarstvima koja imaju znatno više raspoloživih mehanizama i instrumenata za suzbijanje silaznog trenda konjunkturnog ciklusa, još je uvijek prisutna u značajnoj mjeri. Posebno se to odnosi na gospodarstva Sjedinjenih Američkih Država (SAD) i Velike Britanije. Naime, stopa nezaposlenosti u SAD-u, čak i nakon stotina milijardi dolara ubrizganih u gospodarstvo zemlje, još se uvijek kreće oko razine od 10%. Građevinski sektor u SAD-u, koji je uz automobilsku industriju bio jedna od najteže pogođenih grana gospodarstva, još uvijek ne pokazuje znakove značajnijeg oporavka, a dionice najvećih industrijskih kompanija u toj zemlji u posljednje vrijeme dodatno padaju zbog smanjenog optimizma u skoriji ubrzani gospodarski uzlet. „Tri godine nakon početka krize broj prodanih nekretnina za stanovanje je najniži u posljednjih deset godina, dok se stopa nezaposlenosti u SAD ponovo primaknula razini od 10%.“². Ni u Velikoj Britaniji, čija je ekonomija u velikoj mjeri kompatibilna s američkom, stanje još uvijek nije zadovoljavajuće. Naime, iako su u posljednje vrijeme evidentni pozitivni trendovi i u britanskom gospodarstvu, kriza financijskih izvedenica brzo se prenijela i u tamošnji financijski sektor te je ostavila dugotrajnije posljedice i na realno gospodarstvo. Dokaz za to je 2,5 milijuna nezaposlenih u Velikoj Britaniji u studenom 2010. godine. Iako je ova razina nezaposlenosti još uvijek niža u usporedbi s gospodarskom krizom koja je pogodila britansku ekonomiju 80-ih prošlog stoljeća, ipak je riječ o značajnijem povećanju u odnosu na predkrizno razdoblje.

Za razliku od SAD-a i Velike Britanije, zemlje kontinentalne Europe isprva nisu bile snažno pogođene slomom sustava sekundarnih hipotekarnih kredita (s obzirom da su u njihovim financijskim sustavima financijske izvedenice imale manji udio), međutim zbog globalnog usporavanja sektora realne ekonomije došlo je do pogoršanja i njihove ekonomske pozicije. Posebno su u ovom kontekstu zanimljive posljedice krize na Europsku monetarnu uniju, zbog kompleksnosti njenog uređenja i različitih stupnjeva razvoja između pojedinih članica. Tijekom prethodnog razdoblja, posebno unutar eurozone, povećavala se neravnoteža između bogatijih i siromašnijih članica koja je, u vremenu umjetno stvorenog blagostanja na globalnom tržištu, zamagljivana vanjskim zaduživanjem manje konkurentnih zemalja. Posljedice takve politike pojavile su se krahom svjetskog financijskog sustava, što je dovelo do zaoštavanja uvjeta zaduživanja na financijskom tržištu, nepovjerenja investitora i ostalih učinaka iznenadnog prestanka priljeva kapitala.

Probleme su ubrzo počele osjećati zemlje koje su se oslanjale na vanjsko zaduživanje ili su, poput Islanda, gospodarski razvoj zasnivale na potpunoj deregulaciji financijskog sustava. Pozornost je u ovom radu usmjerena na zemlje smještene u južnom dijelu Europe, za koje se uvriježio naziv „zemlje na margini

² dostupno na www.statistics.gov.uk na dan 13.12.2010.

eurozone“, odnosno riječ je o zemljama „drugog reda“, Španjolskoj, Grčkoj i Portugalu. Navedene su zemlje zbog manje konkurentnosti u odnosu na veće i snažnije članice, orijentiranosti na netrgovinske sektore i vanjsko zaduživanje te, na koncu, nemogućnosti utjecaja na vlastitu monetarnu politiku i neurednu fiskalnu poziciju, bile osobito izložene utjecaju financijske krize.

U ovom se radu analiza ograničava na Španjolsku i Grčku, a s obzirom na perspektivu članstva te snažnu gospodarsku povezanost s Europskom unijom, posebna je pozornost posvećena aktualnom položaju Bosne i Hercegovine i Hrvatske, kako bi se istražile pretpostavljene sličnosti između te dvije skupine zemalja. U okviru navedenog analizirane su i uspoređene trenutne makroekonomske pozicije u odnosu na parametre konkurentnosti, te monetarnog sustava i javnog sektora. Rad je strukturiran u šest međusobno povezanih poglavlja koja čine zasebne cjeline. Nakon uvodnog poglavlja u kojem se prikazuje opći okvir problema te se preciziraju ciljevi istraživanja i pisanja rada, slijedi prikaz teorijskog okvira ekonomskih (valutnih) kriza. Utjecaj financijske krize na odabrane članice Europske monetarne unije obrađen je u trećem poglavlju te se, kao što je ranije u tekstu navedeno, posebna pozornost posvećuje krizama u Grčkoj i Španjolskoj. Primjeri Bosne i Hercegovine i Hrvatske obrađeni su u četvrtom, odnosno petom poglavlju. Slijedi zaključak koji predstavlja sintezu rada te daje preporuke za budućnost. S obzirom da se analiziraju zemlje koje su međusobno prilično različite po nizu kriterija, za svaku se od njih prikazuju parametri za koje smatramo kako na najbolji način potkrepljuju teze iznesene u radu.

2. TEORIJSKI OKVIR EKONOMSKIH (VALUTNIH) KRIZA

Bez obzira je li riječ o ekonomskim, financijskim ili trgovinskim, krize koje izazivaju nestabilnost gospodarskog sustava uvijek su izazivale veliku pozornost i bile predmetom istraživanja. Međutim, tijekom 60-ih godina prošlog stoljeća smatralo se kako su ozbiljnije ekonomske krize stvar prošlosti te će se, zahvaljujući liberalizaciji tržišta kapitala i prilagođavanjima tečajne politike, tržišta uvijek vratiti u ravnotežu. Međutim, vrlo je skoro postalo jasno kako krize ne samo da nisu stvar prošlosti, nego se razdoblje između njih sve više skraćuje, a troškovi postaju sve veći.³ Nakon niza kriza, koje su uglavnom ostale vezane za sektor i/ili regiju, od 2007. godine svijet potresa kriza koja se po svom intenzitetu i posljedicama uspoređuje s Velikom depresijom koja je vladala 30-ih godina prošlog stoljeća.

³ Vidjeti više u Baletić, Z., *Kriza i antikrizna politika*, „Kriza i ekonomska politika: politika i ekonomija razvoja Hrvatske“ (ur. D. Radošević), naklada Jesenski i Turk, Zagreb, 2010.

Ekonomska se teorija dugo vremena bavila proučavanjem ekonomskih kriza, posebnu pozornost pridajući financijskim i valutnim krizama⁴. Proučavanje financijskih kriza rezultiralo je s tri generacije modela kojima se nastoje objasniti uzroci kriza te, sukladno tome, naći odgovarajuća rješenja. Poseban problem predstavlja definiranje modela i sustava ranog otkrivanja kriza, kako bi se na taj način moglo preventivno djelovati u njihovu suzbijanju.

Rana istraživanja obilježena su Krugmanovim modelom (1979.)⁵ koji je krize objasnio nekonzistentnim monetarnim i fiskalnim politikama. U pozadini krize nalazi se kreditna ekspanzija koja je ujedno i ublažavala proračunske (a nerijetko i političke) nestabilnosti, ali i učinila zemlju osjetljivijom na špekulativne napade iz okruženja koji rezultiraju devalvacijama nacionalne valute i trošenjem deviznih rezervi kako bi se održala stabilnost sustava. Nakon što više nema rezervi kojima bi mogla braniti tečaj (i stabilnost nacionalne politike), dolazi do sloma ekonomskog sustava i *de facto* bankrota zemlje. Iako su ovim modelom objašnjene krize u Meksiku (1973.-1982.) i Argentini (1972.-1981.), kao njegov nedostatak navodi se pretjerano pojednostavljenje problema.

Krize koje su se javile tijekom 90-ih godina prošlog stoljeća [prije svega kriza Europskog monetarnog sustava 1992. te *tequilla* (meksička) kriza] pripadaju tzv. drugoj generaciji modela koji proširuje postojeća objašnjenja te kao uzročnike kriza navodi niz faktora koji su primarno vezani uz očekivanja te analizu troškova i koristi zadržavanja postojećeg modela.

Azijska kriza iz druge polovice 90-ih godina prošlog stoljeća u razmatranjima financijskih kriza donijela je treću generaciju modela koji krize objašnjava efektom zaraze te prijenosom krize kroz negativne šokove na nacionalne ekonomije te, posljedično, pogoršavanjem uvjeta kreditiranja.

Globalna ekonomska kriza koja traje od 2007. godine otvorila je niz pitanja i problema. U prvom redu postavlja se pitanje stabilnosti pojedinih valuta, uključujući i najznačajnije svjetske valute kao što su dolar i euro, te njihove uloge na svjetskoj sceni. Ponovno jačaju strahovi od valutnih ratova i politika konkurentskih devalvacija, dok se u okviru globalne ekonomije preslaguju odnosi među velikim silama i uspostavljaju novi odnosi moći. U tom kontekstu postavlja se pitanje održivosti postojećih koncepata, uključujući i prednosti i nedostatke članstva u monetarnoj uniji. Ne smije se također zanemariti ni šire okruženje te politička nestabilnost, rast cijena nafte i hrane koji mogu dodatno produbiti postojeće nestabilnosti.

⁴ Za detaljan prikaz valutnih kriza pogledati: Reinhardt, C., Rogoff, K.: *This Time Is Different*, Princeton University Press 2009.; kao i Krznar, I., *Valutna kriza: teorija i praksa s primjenom na Hrvatsku*, Istraživanja Hrvatske narodne banke, 1 – 13, 2004.

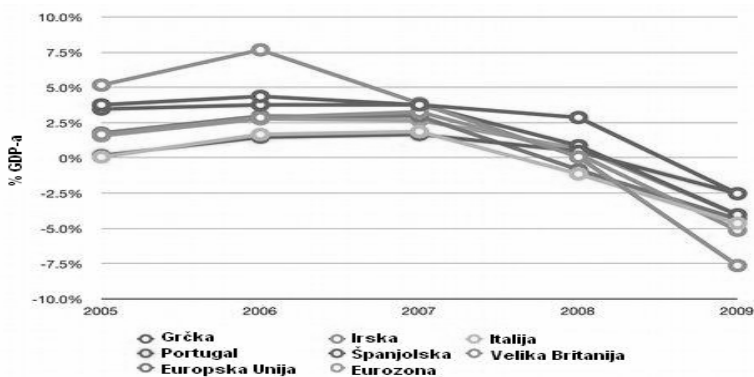
⁵ Krugman, P., *A Model of Balance-of-Payments Crisis*, Journal of Money, Credit and Banking, Vol 11, No. 3 (Aug 1979.), pp 311. – 325.

3. UTJECAJ FINANCIJSKE KRIZE NA ZEMLJE S MARGINE EUROPSKE MONETARNE UNIJE

U uvodu ovog rada naglašeno je kako je glavna istraživanja orijentirana prema zemljama eurozone koje su i u godinama prije financijske krize prema makroekonomskim pokazateljima ipak zaostajale prema gospodarski vodećim zemljama Europske unije. To se prije svega odnosi na Grčku i Španjolsku koje su se nakon 2008. godine počele suočavati s posljedicama dugogodišnjih strukturnih problema, a koji su bili potiskivani u drugi plan zbog rasta globalnog tržišta i dostupnosti međunarodnih izvora financiranja. Važno je naglasiti i činjenicu kako je Španjolska prije 2008. godine (iako još uvijek znatno iza gospodarski najsnažnijih zemalja Europske unije), ostvarivala stalne i značajne stope rasta te je slovila za nositelja razvoja. Međutim, početak krize nagovijestio je ozbiljne gospodarske probleme čiji su uzroci prikazani u nastavku. Naravno, Španjolska i Grčka nisu jedine zemlje u Europi koje se teško nose s financijskom krizom. Kao što je već spomenuto, primjerice, na Islandu je deregulacija financijskog sektora, koja nije bila utemeljena na realnim postavkama, dovela ne samo do sloma bankarskog sustava, nego je ugrozila i stabilnost cjelokupnog gospodarstva.

Iako problemi u financijskom sustavu Islanda nisu primarna tema ovog rada, neophodno je primijetiti da je slučaj Islanda navijestio poteškoće u zemljama koje se ovdje detaljnije analiziraju. Također, obrazac po kojem je kriza eskalirala na Islandu, sličan je promatranim zemljama. Suština leži u iskorištavanju blagodatne deregulacijske tendencije u svijetu, što je kasnije došlo na naplatu. Rezultat je bio očit. Problemi pojedinih sektora nacionalnih ekonomija ubrzo su postali težak teret za gospodarstva u cjelini.

Grafikon 1. pokazuje kako se nakon početka financijske krize 2008. godine stope pada BDP-a nisu značajno razlikovale između pojedinih zemalja EU, međutim, kako se kriza razvijala, došlo je do nesklada u mogućnostima promatranih zemalja da se odupru posljedicama krize, a time i snažnijeg pada BDP-a. To se u prvom redu odnosi na visoki udio javnog sektora, nisku konkurentnost u usporedbi s najznačajnijim trgovinskim partnerima, ograničenja u vođenju vlastite monetarne politike i dr..



Izvor: Eurostat, 2010.

Grafikon 1. Promjene stope BDP-a u pojedinim zemljama Europske unije od 2005. do 2009. godine

Težište je ove analize na primjeru Španjolske i Grčke, a s namjerom usporedbe s gospodarstvima Bosne i Hercegovine i Hrvatske.

3.1. Uzroci krize u Grčkoj

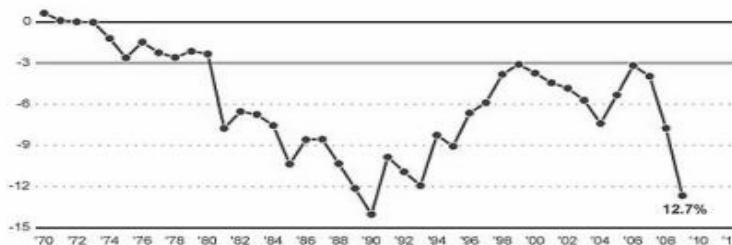
Obrazac koji je doveo do teške ekonomske pozicije Grčke može se objasniti kao posljedica pogoršavanja uvjeta zaduživanja na tržištima kapitala i nekontrolirano trošenje i zaduživanje u vrijeme obilja na svjetskom financijskom tržištu. U razdoblju između 2001. i 2007. godine Grčka je kršila sporazum iz Maastrichta kojim je definirana maksimalna razina vanjskog duga u odnosu na BDP, kao i gornja granica proračunskog deficita unutar zemalja eurozone. Proračunski i deficit platne bilance smatraju se najvažnijim uzrocima porasta vanjskog duga Grčke. Naime, nakon što je Grčka postala sastavni dio gospodarstva eurozone, konstantno je imala nisku konkurentnost ekonomije u odnosu na trgovinske partnere, uglavnom zbog niske produktivnosti i previsokih nadnica, naročito u javnom sektoru: „.. nadnice su u Grčkoj rasle po stopi od 5% otkad je država uvela euro. U istom razdoblju, izvoz u najvažnije trgovinske partnere rastao je po stopi od 3,8% što je duplo manje od uvoza tih zemalja od drugih trgovinskih partnera.“⁶ Općenito, kriza u Grčkoj rezultat je otvaranja tržišta i deregulacije koja je u Grčkoj uslijedila nakon ulaska u EU. Učinak integracije zemlje u međunarodno tržište bio je i rastući jaz između privilegiranih elita, koje su profitirale od neoliberalne globalizacije, i ostatka populacije koja trpi uslijed nezaposlenosti, nesigurnosti radnog mjesta i siromaštva.

⁶ Usporediti s Oxford Economics: *Is Greece headed to default?*, January 29, 2010. Dostupno na [http://www.oxfordeconomics.com/free/pdfs/greece_default\(feb10\).pdf](http://www.oxfordeconomics.com/free/pdfs/greece_default(feb10).pdf), na dan 1. lipnja 2011. godine.

Istovremeno, deficit tekućeg računa grčke platne bilance od 53 milijarde \$ ili 15% BDP-a, bio je najviši u eurozoni.⁷ Osim toga, Grčka je u posljednjem desetljeću poduzela niz kapitalnih projekata u infrastrukturi, obrazovanju i drugim sektorima koji su dodatno povećali javnu potrošnju⁸.

Uglavnom zbog činjenice kako je kao članica eurozone uživala povlašteni kreditni rejting među investitorima na razini AAA, Grčka je godinama imala pristup međunarodnim financijskim sredstvima. To je omogućilo relativno jeftino i neometano zaduživanje. Međutim, nakon sloma financijskog tržišta 2008. godine, koji se prenio i na realni sektor, pogoršali su se i uvjeti za odvijanje ekonomskih aktivnosti u Grčkoj. Negativne tendencije praćene su padom poreznih prihoda i porastom porezne evazije, uz kontinuirano visoku razinu potrošnje proračunskih sredstava na skupu i glomaznu administraciju i javni sektor te mirovinski i zdravstveni sustav.

Ovisnost o financijskim sredstvima s međunarodnog tržišta kapitala učinila je Grčku osjetljivom na promjene u povjerenju investitora. Upravo je to povjerenje značajno uzdrmano u listopadu 2009. godine kada je novoizabrana grčka vlada revidirala procijenjeni deficit proračuna sa 6,7% BDP-a na 12,7%, kao što je prikazano na grafikonu 2. (žuta linija na grafikonu označava kriterij iz Maastrichta).



Izvor: OECD Economic Outlook, 2010.

Grafikon 2. Proračunski deficit Grčke od 1970. do 2010. godine

Investitori su postali nepovjerljivi prema mogućnostima Grčke da otplati dospjele obveze po osnovi vanjskog duga koji je samo za tu godinu iznosio 72 milijarde \$.⁹

Unutar Europske unije javili su se i prijedlozi da Grčka, uz financijsku pomoć ostalih članica eurozone i restriktivne fiskalne mjere, napusti eurozonu

⁷ Fotopoulos, T., *A systemic crisis in Greece*, The International Journal of Inclusive Democracy, Vol.5., No.2, 2009.

⁸ Također treba spomenuti i značajna sredstva uložena u izgradnju objekata za Olimpijske igre 2004. godine koji se troškovno pokazali vrlo neisplativima.

⁹ Usporediti s Nelson, R. M., Belkin, P., Mix, D. E., *Greece's Debt Crisis: Overview, Policy, Responses, and Implications*, Congressional research service, Washington D.C., 2010.

kako bi mogla financirati proračunski deficit i povećati svoju izvoznu konkurentnost kroz povratak vlastitoj valuti te njezinu eventualnu devalvaciju radi uravnoteženja gospodarstva mjerama monetarne politike.¹⁰ Međutim, zaboravljaju se negativni aspekti takve odluke. Devalvacijom bi se mogla dodatno potkopati makroekonomska stabilnost zemlje, povećati razina inflacije kao izravna posljedica klizanja domaćeg tečaja, a mogle bi se povećati i kamatne stope i ugroziti ekonomska aktivnost te smanjiti ionako vrlo loša kreditna pozicija zemlje. Naime, s obzirom je Grčka dulje vrijeme ostvarivala trgovinski deficit sa zemljama Europske unije, ponovno uvođenje nacionalne valute i njena devalvacija učinile bi grčku robu jeftinijom za druge zemlje, ali istovremeno bi relativno poskupjela inozemna roba za grčko tržište, što bi pokrenulo lančani slijed negativnih događaja, uključujući i inflaciju. Nadalje, ne smiju se zanemariti ni negativne posljedice na stabilnost i povjerenje u euro te u novu/staru grčku valutu, koje bi svakako imale utjecaja na kretanja na svjetskim tržištima. Štoviše, bio bi to prvi slučaj nakon krize EMS-a da jedna valuta izlazi iz sustava.

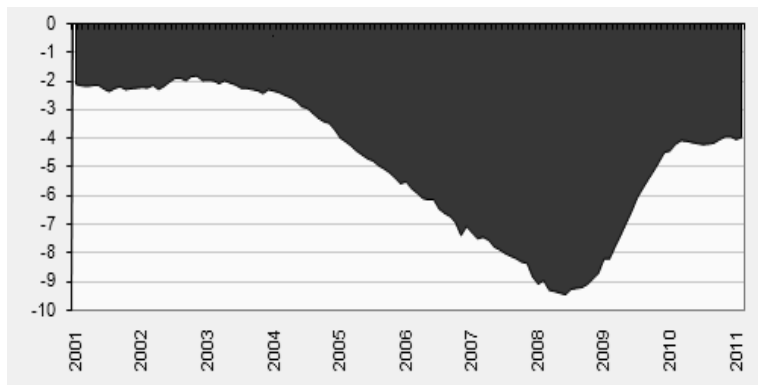
Iako postoje suprotstavljeni stavovi oko pitanja treba li Grčka ostati ili izaći iz monetarne unije, za monetarne autoritete unutar same zemlje takve su dvojbe suviše, uzevši u obzir niz prednosti članstva u zajednici.

Međutim, neosporna je činjenica kako Grčka u okviru monetarne unije, s nekonkurentnom i neproduktivnijom industrijom ne može kvalitetno parirati većini gospodarstava Zapadne Europe, što je jedan od glavnih razloga visokog deficita platne bilance. Nepostojanje suverene monetarne politike u uvjetima niske konkurentnosti gospodarstva analogan je slučaj (što je prikazano u nastavku rada) ekonomiji Bosne i Hercegovine i Hrvatske.

3.2. Uzroci španjolske krize

Problemi Španjolske također imaju dužu povijest, s obzirom da je zemlja, osobito nakon uvođenja eura, imala znatno nižu konkurentnost gospodarstva u odnosu na zemlje utemeljiteljice Europske unije, pa je i stalno prisutni deficit tekućeg računa platne bilance razumljiv. Na grafikonu 3. prikazano je kretanje deficita tekućeg računa platne bilance Španjolske u posljednjih deset godina.

¹⁰ Ibid, str. 7.



Izvor: *Bank of Spain, 2011.*

Grafikon 3. Deficit tekućeg računa platne bilance Španjolske u milijardama eura

U uvjetima zajedničke valute i odricanja od vlastite monetarne politike, jedna od mogućnosti povećanja konkurentnosti gospodarstva vidi se u rezanju plaća i troškova kako bi se poboljšala produktivnost, dok bi to s druge strane uzrokovalo niz drugih negativnih tendencija, uključujući i deflacijske. Nadalje, dodatni je problem Španjolske prevladavajući udio netrgovinskog sektora koji je zaštićen od međunarodne konkurencije, poput stambene izgradnje, uslužnog sektora i sl. Zbog toga je urušavanje građevinskog sektora posebno zabrinjavajuće jer je značaj ovog sektora počivao na temeljima domaće potražnje, koja je također značajno uzdrmana ekonomskom krizom.

Građevinski je sektor u Španjolskoj neposredno prije početka krize obuhvaćao 16% BDP-a, dok je u njemu bilo zaposleno 12% ukupnog broja radnika. Zbog toga se, nakon što je kriza dovela do njegove propasti, postavlja pitanje o mogućnostima oporavka gospodarstva, a koje ne bi vodilo dodatnom zaduživanju zemlje. Dakle, rast ekonomske snage Španjolske značajnim je dijelom u rukama inozemnih kreditora, čije je viđenje financijskog kredibiliteta ove južnoeuropske države u najmanju ruku upitno.

Španjolska nema zabrinjavajuće visok vanjski dug u odnosu na BDP, s obzirom da je 2009. godine iznosio oko 50% BDP-a. Međutim, problem Španjolske je u ubrzanom povećavanju duga te procjene govore kako će već 2011. godine iznositi 67% BDP-a.¹¹ Također, Španjolska ima i najviši kombinirani proračunski i deficit platne bilance od svih ranije spomenutih zemalja (osim Islanda). Ukoliko se uzme u obzir kako je ovo gospodarstvo četiri puta veće od grčkog, kao i činjenica da u 2010. godini Španjolska mora izmiriti 225 milijardi € duga, od kojih je 45% prema stranim investitorima, onda ne treba

¹¹ Wolverson, R., *The risk of Greek Contagion*, Council on foreign relations, 2010., dostupno na http://www.relooney.info/SI_FAO-Asia/Crisis_66.pdf, 3. lipnja 2011.

čuditi opasnost koju pad investitorskog povjerenja može izazvati za španjolsku ekonomiju.¹²

S druge strane, ono što razlikuje Španjolsku od drugih država pogođenih krizom, dobra je kapitaliziranost domaćih banaka koja osigurava stabilnost bankarskog sektora. Razlog tome vrlo su konzervativni zakoni i propisi, pogotovo u svezi stope obveznog držanja kapitala. Na taj su način domaće banke bile u poziciji ne samo uspješno prebroditi krizu, nego i sudjelovati u kupovini udjela u krizom pogođenim bankama drugih zemalja. Međutim, ostali financijski pokazatelji ne govore pretjerano u prilog domaćoj ekonomiji, pogotovo nakon što je kriza pogodila najveći segment gospodarstva, građevinarstvo, i doprinijela rastu nezaposlenosti na rekordnih 19%, što je dvostruko više od prosjeka Europske unije.

Kenedy, S. i Keene, T. R. (2010.) citiraju Nuriela Roubinija koji je upravo Španjolsku označio kao najveću prijetnju budućnosti monetarne unije. Rast proračunskog deficita u Španjolskoj i Irskoj, kao i nemogućnost Grčke da smanji isti, osnovni je razlog navedenog stava¹³.

4. UTJECAJ GLOBALNE KRIZE NA BOSNU I HERCEGOVINU

Analiza ekonomske krize u Grčkoj i Španjolskoj značajna je i u kontekstu promatranja makroekonomske pozicije Bosne i Hercegovine. Globalna kriza posredno je preko financijskih, odnosno tržišta kapitala utjecala na realne ekonomije ovih dviju zemalja, prije svega uslijed kontrakcije izvora financiranja na međubankarskom tržištu Europe. To je transmisijski utjecalo na mogućnosti financiranja realne ekonomije od strane domaćih banaka, a osobito je bilo ugroženo zaduživanje sektora države, dok su posljedice toga više nego vidljive, pogotovo na primjeru Grčke. Bosna i Hercegovina je kao mala otvorena ekonomija bila pogođena krizom uz manji vremenski odmak u odnosu na njene najvažnije trgovinske partnere koje, ako se zajedno promatraju, čine zemlje eurozone. Bosna i Hercegovina, odnosno njen bankarski sektor, uz nerazvijeno tržište novca i kapitala te sa strogom makroekonomskom politikom, bila je također orijentirana na korištenje izvora kreditnih sredstava s međunarodnog financijskog tržišta, što je omogućavalo i relativni prosperitet sektora realne ekonomije, usmjerenog k domaćoj potražnji.

Iako je gospodarstvo Bosne i Hercegovine i prije rasplamsavanja financijske krize pokazivalo znakove kronične neučinkovitosti, privid se ekonomske stabilnosti održavao zahvaljujući nekolicini faktora:

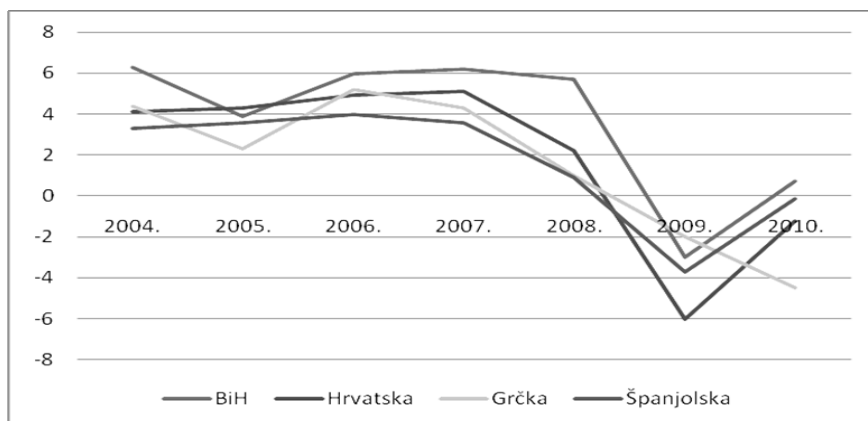
¹² Ewing, J., Healy, J., Jolly, D., *Spain's Debt Rating Cut as Finance Officials Meet*, The New York Times, 2010., Vol CLXX, No. 86 540

¹³ Kenedy, S., Keene, T. R., *Roubini pessimistic on euro area, calls Spain at risk*, Bloomberg, 2010., dostupno na www.bloomberg.com/apps/news?pid=newsarchive&sid=aVW11LBGT.08&pos=5, 3. lipnja 2011.

1. Uvođenjem valutnog odbora 1997. godine, primijenjen je rijedak i vrlo rigidan ustroj središnje banke Bosne i Hercegovine koji je vratio desetljećima odsutnu stabilnost tečaja i povjerenje u domaći novac. Drugim riječima, uveden je red u monetarnom sustavu Bosne i Hercegovine, ali na način da je Centralnoj banci oduzeto niz diskrecijskih ovlasti koje su uobičajene u monetarnim sustavima suvremenih i suverenih zemalja. Neke od najvažnijih novosti u novom funkcioniranju monetarne vlasti bile su: nemogućnost tiskanja novca bez pokrića u DEM, a potom u euru, stopostotna pokrivenost novca u optjecaju deviznim rezervama, kao i nemogućnost davanja posljednjeg utočišta bankama u nevolji. Nije potrebno niti napominjati kako banke u Bosni i Hercegovini nisu bile upletene u trgovanje financijskim izvedenicama, s obzirom je i sama kreditna makromultiplikacija bila vrlo ograničena. Zbog stroge regulative banaka u BiH, bankarski sektor sačuvao je stabilnost na domaćem tržištu te je izbjegnuta panika vlasnika depozita, odnosno *juriš na banke* na prve znakove krize.
2. Platna bilanca predstavlja jedan od najznačajnijih prikaza gospodarske pozicije zemlje, koja je u Bosni i Hercegovini još od stjecanja nezavisnosti vrlo nezavidna. Stalno pogoršanje vanjskotrgovinske bilance Bosne i Hercegovine kulminiralo je deficitom trgovinske razmjene s inozemstvom od 8.101,6 milijuna KM u 2007. godini (4.154,67 mil. €). Izrazito lošu makroekonomsku poziciju zemlje popravljale su stavke tekućih transfera iz inozemstva, među kojima su najvažniji novčane doznake iseljenika, koje se također reduciraju s obzirom na krizu. Razliku deficita po trgovinskoj bilanci pokrivali su kapitalni transferi iz inozemstva javnom sektoru, te manjim dijelom izravne strane investicije. Na ovaj način, platna bilanca Bosne i Hercegovine godinama se održavala u prividnoj ravnoteži, bez povećanja iznosa vanjskog duga, odnosno bez smanjivanja deviznih rezervi, što su dva preostala načina za stjecanje deviznih sredstava neophodnih za obnavljanje ciklusa ekonomskih odnosa s inozemstvom.
3. S obzirom kako javni sektor zauzima prevladavajući udjel u gospodarstvu Bosne i Hercegovine, prije svega zbog vrlo glomaznog administrativnog aparata na koji se troši preko 60% proračuna države, logičan je i vrlo respektabilan iznos potrošnje koja je generirana upravo iz djelatnosti unutar javnog sektora. Djelatnosti javnog sektora ne kreiraju robe i usluge kojima se trguje i ne mogu omogućiti rast gospodarstva na temelju inozemne potražnje, odnosno razmjene. Drugim riječima, prihodi državnog proračuna koji su ostvarivani prikupljanjem izravnih i neizravnih poreza, carina, trošarina i sl., koristili su se uglavnom za isplatu plaća i socijalnih transfera korisnicima proračuna. Veliki broj djelatnika te kontinuiran rast plaća u javnom sektoru stvorio je solidnu bazu potrošačke snage koja je godinama omogućavala stabilnu domaću potražnju, odnosno potrošnju i na taj način zagrijavala

nacionalnu ekonomiju, a koja je vrlo brzo reagirala na krizu negativnim trendovima i suzdržavanjem od potrošnje;

4. Iako finansijski sustav Bosne i Hercegovine nije bio involviran u trgovanje sekundarnim vrijednosnim papirima i finansijskim derivatima, osnovnim uzrocima finansijske krize u svijetu, ni Bosna i Hercegovina nije ostala imuna na usporavanje gospodarstva Europske unije, koje je ujedno i najvažniji trgovinski partner. Stoga je naglo smanjenje likvidnosti bankarskog sustava u Europi doprinijelo smanjenoj mogućnosti zaduživanja domaćih banaka u inozemstvu i, posljedično, do otežane opskrbe domaćeg gospodarstva svježim novcem. Zbog smanjene likvidnosti, pooštrena je kreditna politika komercijalnih banaka, što je značilo nove više kamatne stope na ionako nepovoljne kreditne uvjete. Smanjena opskrba gospodarstva novcem rezultirala je i slabljenjem potražnje kao i investicijskih aktivnosti, porastom nelikvidnosti i deflacijskim pritiscima. Drugim riječima, negativne tendencije u Europskoj uniji izravno su utjecale i na usporavanje gospodarstva Bosne i Hercegovine. Smanjivanje likvidnosti na međunarodnom tržištu utjecalo je na investicije i osobnu potrošnju, što je reduciralo rast. Između 2008. i 2009. godine BDP u Bosni i Hercegovini pao je s 5,5% na -3%, dok je nezaposlenost dosegla razinu od 24,1%. Također, iseljeničke doznake koje su značajno ublažavale izrazito nepovoljnu poziciju platne bilance Bosne i Hercegovine, pale su do 20%. Na grafikonu 4. prikazano je usporedno kretanje stope realnog BDP-a između Bosne i Hercegovine i Hrvatske kao i Grčke i Španjolske od 2004. do 2010. godine.



Izvor: Eurostat, 2011

Grafikon 4: Promjena realnog BDP-a u % od 2004. do 2010. u Bosni i Hercegovini, Hrvatskoj, Grčkoj i Španjolskoj

Građevinski sektor, koji je u godinama prije recesije ostvarivao izvrsne rezultate, najranije i vrlo intenzivno osjetio je zaoštavanje kreditne politike banaka. Ovdje se također može povući analogija sa španjolskim gospodarstvom, u kojem je građevinski sektor imao značajan udio u gospodarstvu te se kriza sektora prelila na cjelokupno gospodarstvo.

Osim toga, smanjena domaća potražnja, nakon intenziviranja krize krajem 2008. godine, doprinijela je padu uvoza, a time i smanjenju prihoda po osnovi PDV-a, carina i trošarina. Uz postojeće proračunske izdatke na državnu administraciju i plaće zaposlenih u javnom sektoru s jedne strane, te smanjene prihode središnje države s druge, proračun je Bosne i Hercegovine postao neodrživo neuravnotežen i intervencija Međunarodnog monetarnog fonda bila je neizbježna jer je alternativa bila bankrot države.

Bosna i Hercegovina je 2009. godine potpisala sporazum s MMF-om u kojim je zajamčen zajam od 1,2 milijarde €, međutim uz uvjet značajnih proračunskih rezova, što u konačnici vodi k uskraćivanju dosadašnjih prava mnogim povlaštenim skupinama koje su financirane iz proračuna. S obzirom na to da su sredstva od MMF-a praktično namijenjena popunjavanju proračunskih praznina, a ne razvojnim projektima koji bi omogućili rast zaposlenosti i gospodarstva, postavlja se pitanje o mogućnostima otplate budućih rata dospjelih kredita Bosne i Hercegovine, uzevši u obzir ionako teško stanje u gospodarstvu, visok deficit platne bilance i proračuna države.

Ovaj problem osobito dolazi do izražaja ukoliko se uzme u obzir vrlo niski kreditni rejting Bosne i Hercegovine na međunarodnom financijskom tržištu, što dodatno poskupljuje daljnje zaduženje. Iako je analogija Bosne i Hercegovine s Grčkom u pojedinim segmentima neupitna, ne treba zaboraviti kako je Grčka ipak članica eurozone i da za njenu makroekonomsku stabilnost jamči mnogo snažniji ekonomski sustav nego što je slučaj s Bosnom i Hercegovinom.

S druge pak strane, kod Bosne i Hercegovine se također uočavaju problemi opisani na primjerima zemalja s margine eurozone, ponajprije problem niske produktivnosti gospodarstva što izravno utječe na pogoršanje konkurentnosti zemlje spram trgovinski najvažnijih partnera. Naime, Bosna i Hercegovina izvezno je orijentirana uglavnom na stare članice Europske unije, čija su gospodarstva znatno konkurentnija i produktivnija. Trenutni problemi Grčke i Španjolske jesu izravna posljedica dugogodišnje gospodarske podređenosti u odnosu na bogatije članice Unije, pa je dugoročnu perspektivu Bosne i Hercegovine nužno promatrati i u ovom kontekstu. Iako Bosna i Hercegovina za razliku od Grčke i Španjolske ne posjeduje euro kao vlastitu valutu, sličnosti je više nego što se to na prvi pogled čini.

Bosna i Hercegovina praktično nema vlastitu monetarnu politiku, nego se količina novca u optjecaju determinira isključivo visinom deviznih rezervi te u tom smislu monetarni sustav funkcionira na temelju sidra fiksnog deviznog tečaja. Španjolska i Grčka, za razliku od Bosne i Hercegovine, jesu članice monetarne unije te kao zakonsko i definitivno sredstvo plaćanja koriste euro, međutim, mogućnosti su utjecaja na vlastitu monetarnu politiku isključene s obzirom da se ista provodi iz sjedišta monetarne unije.

Temeljno pitanje za gospodarstvo Bosne i Hercegovine, u uvjetima valutnog odbora, usmjereno je k podizanju vanjske konkurentnosti zemlje na višu razinu kako bi se umanjio deficit tekućeg računa. Nužan preduvjet za to upravo je prihvatljiv omjer rasta produktivnosti i shodno tome prihvatljivo prilagođavanje plaća. Drugim riječima, ukoliko bruto plaća u glavnim sektorima raste brže od produktivnosti u tim sektorima, to bi moglo pojačati rast inflacijskih pritisaka i destimulirati izvoz s jedne strane, pospješivši pri tome potrošnju i uvoz s druge strane, što bi u određenom trenutku moglo voditi k neodrživosti deficita tekućeg računa i time dovesti u pitanje ostanak aranžmana valutnog odbora te paritet između eura i konvertibilne marke.¹⁴

5. UTJECAJ GLOBALNE KRIZE NA HRVATSKU

Monetarna politika Hrvatske, u prethodnom razdoblju podjednako hvaljena i osporavana, zasnovana je na stabilnosti cijena kao krajnjem cilju monetarne politike te stabilnosti deviznog tečaja kao njezinog implicitnog cilja. Inzistiranje na stabilnosti tečaja stvorilo je stabilan monetarni okvir, ali, iako iznimno stabilna valuta, hrvatska se kuna nije uspjela nametnuti u svim funkcijama novca (ili, drugim riječima, šire od funkcije prometa i plaćanja) te je u sustavu prisutan i visok udio euroizacije koji dovodi u dilemu nacionalnu monetarnu suverenost. S obzirom na visok udio deviznih rezervi i stabilnost tečaja kao osnovni cilj monetarne politike, te devizne aukcije kao najznačajniji kanal kreiranja primarnog novca, hrvatski monetarni sustav u biti funkcionira kao *quasi* valutni odbor¹⁵, iako Hrvatska narodna banka službeno vodi politiku upravljanog fluktuiranja bez ranije objavljenog raspona fluktuacije.

S druge strane, zbog pasivnosti monetarne politike kao posljedice njezine orijentiranosti na stabilnost tečaja, ekonomska politika bila je u prethodnom razdoblju usmjerena na fiskalnu, primarno poreznu politiku. Porezni je sustav potrošno orijentiran, pri čemu se glavnina prihoda ostvaruje kroz porez na dodanu vrijednost i trošarine, uz visoku razinu doprinosa. Socijalna su davanja znatna te je proračun opterećen brojnim socijalnim zahtjevima i u stalnom je deficitu čime ispunjava svoju razvojnu funkciju.

Svjetska gospodarska kriza Hrvatsku je zatekla s više od 90%tnim udjelom stranog kapitala u bankarskom sektoru, previsokim, špekulativno napuhanim cijenama financijske imovine i nekretnina, snažnim priljevima kapitala iz inozemstva [od majki banaka ka kćerima, a namijenjeno kreditiranju u prvom redu (potrošnje) stanovništva] te valutnom neusklađenosti između obveza i

¹⁴ Kristić, I., *Održivost aranžmana valutnog odbora u BiH*, Direkcija za ekonomsko planiranje Vijeća ministara BiH-DEP, 2007.

¹⁵ Iako, pojava tzv. straha od fluktuiranja nije neuobičajena za ekonomije koje svoju ukupnu stabilnost značajnim dijelom zasnivaju na tečaju. Konkretnije, za zemlje koje dopuštaju tečaju fluktuaciju nije sigurno da to doista i provode u praksi. Štoviše, službeno objavljeni podatci o korištenom tečajnom režimu mogu se značajno razlikovati od stvarno korištenog režima te većina institucija koristi svoje vlastite procjene. Na postojanje *quasi* sustava valutnog odbora upućuje ne samo stabilan tečaj nego i visok iznos deviznih pričuva koji je viši od iznosa novčane mase.

potraživanja, osobito na razini sektora stanovništva. Probleme tečajnoj politici dodatno uzrokuje postojanje *valutne klauzule* na kreditna potraživanja banaka. Time se njihova potraživanja vezuju za kretanje tečaja kune prema drugim valutama te se valutni rizik za banke značajno smanjuje, odnosno prebacuje na korisnika kredita i na taj način možemo govoriti o *valutno induciranom kreditnom riziku*.

Monetarna politika u predkriznom razdoblju bila je orijentirana k pokušajima kontroliranja kreditne aktivnosti poslovnih banaka i to kroz uvođenje dodatnih obveznih pričuva te obvezu upisa blagajničkih zapisa iznad određene razine rasta plasmana uz ispunjavanje zadanog cilja, stabilnosti nacionalne valute.

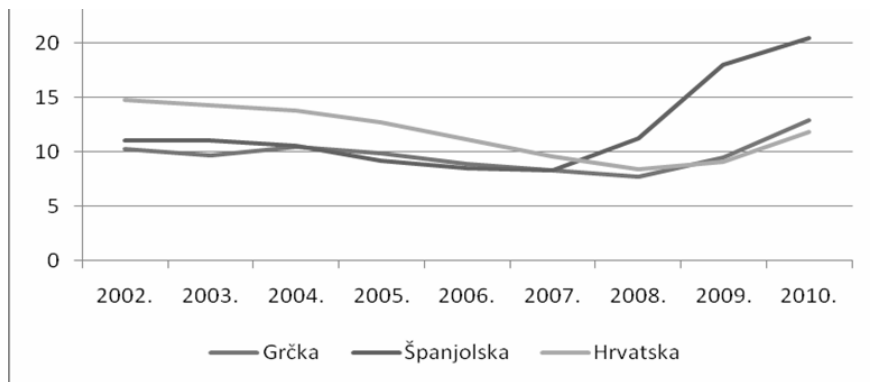
5.1. Pozadina krize i reakcija monetarnog i poreznog (fiskalnog) sustava Hrvatske

Gospodarska politika koja se zasniva na stabilnom deviznom tečaju tipičan je stabilizacijski model u okviru kojeg se očekuje kako će se, zahvaljujući stabilnom okviru, makroekonomska stabilizacija i restrukturiranje realnog sektora dogoditi samo po sebi. Međutim, kao i u nizu drugih tranzicijskih zemalja tijekom predkriznog razdoblja (primjerice u baltičkim zemljama), pozitivni aspekti sustava kao što su stabilan tečaj, prevladavajuće vlasništvo stranog kapitala u bankarskom sektoru, kamatni diferencijali te (relativno) dobra perspektiva europskih integracijskih procesa privukle su kapitalne priljeve koji su uglavnom bili usmjereni kreditiranju sektora stanovništva. Hrvatska ekonomija relativno je dobro reagirala na prvi udar vanjske krize. Reakcija monetarne politike imala je za cilj povećanje likvidnosti kroz ukidanje, odnosno snižavanje dijela obveznih pričuva te, u kasnijoj fazi, ukidanje obveznog upisa blagajničkih zapisa. Ipak, s obzirom na stabilan devizni tečaj i pasivnost monetarne politike koja proizlazi iz takve situacije, značajan dio prilagođavanja gospodarstva morao se provesti kroz fiskalnu politiku. U slučaju krize u Hrvatskoj, riječ je bila u prvom redu o poreznoj politici i to kroz izmjene poreza na dohodak¹⁶ i povećanje stope poreza na dodanu vrijednost.

U isto vrijeme stopa nezaposlenosti (grafikon 5.¹⁷) očekivano ima rastući trend, pri čemu se u Španjolskoj približava stopi od 20%.

¹⁶ Mjere koje su uvedene u porezni sustav i kojima se, u prvoj fazi kroz tzv. krizni porez, a nakon njegova ukidanja reforma sustava kojom je, između ostalog, ukinut niz dodatnih odbitaka koji su se mogli iskoristiti pri podnošenju godišnje porezne prijave. Povišena je također i stopa poreza na dodanu vrijednost s 22 na 23%.

¹⁷ Prikazani su podatci za Španjolsku, Grčku i Hrvatsku, dok Bosna i Hercegovina zbog specifičnosti entitetskog ustroja i gospodarstva nije uključena u ovaj dio razmatranja.



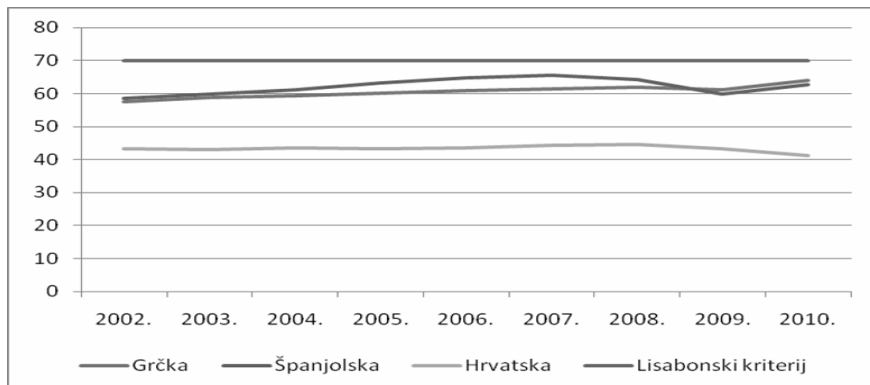
Izvor: Eurostat, *European Economic Statistics, 2010.* i *Basic Figures on the EU – First Quarter 2011.* (za Grčku i Španjolsku, podaci su zaključno s trećim kvartalom 2011.) i HNB, *Bilten 169.*, 2011. (za Hrvatsku)

Grafikon 5. – Stopa nezaposlenosti u Grčkoj, Španjolskoj i Hrvatskoj od 2002. do 2010.

U okviru navedenog, posebno je visoka stopa nezaposlenosti među mladima koji po prvi put traže posao. Osim što predstavlja ozbiljan ekonomski problem, također ima i socijalni, sociološki, politički itd. aspekt koji vodi velikom nezadovoljstvu i otvorenim prosvjedima¹⁸ i može snažno destabilizirati zemlju. U takvim okolnostima teže je provesti nužne ekonomske reforme i provoditi nepopularne mjere.

Ono što posebno treba zabrinjavati jest trend niske stope zaposlenosti koji je tijekom cijelog promatranog razdoblja među najnižima u Europi (prikazan na grafikonu 6.). Ukoliko se u taj broj uključe i oni koji su zaposleni na dio radnog vremena te na određeno vrijeme, udio se u Hrvatskoj povećava na 56,6% (Eurostat, 2010.), što je još uvijek ispod Lisabonskog kriterija od 70%.

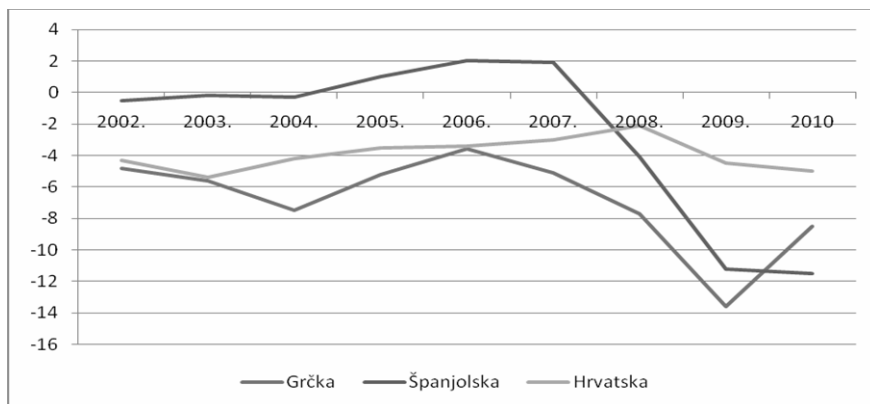
¹⁸ Kakvi su u trenutku pisanja ovog rada, svibanj/lipanj 2011. upravo u tijeku u Španjolskoj.



Izvor: Eurostat, *European Economic Statistics, 2010.* i *Basic Figures on the EU – First Quarter 2011.* (za Grčku i Španjolsku, podatci su zaključno s trećim kvartalom 2011.) i HNB, *Bilten 169.*, 2011. (za Hrvatsku).

Grafikon 6. – Stopa zaposlenosti u Grčkoj, Španjolskoj i Hrvatskoj od 2002. do 2010.

Kao i ostale zemlje koje su svoj ekonomski rast značajno vezivale za priljev stranog kapitala, i u Hrvatskoj je došlo do pogoršavanja fiskalne pozicije što je, usporedno s deficitima Grčke i Španjolske, prikazano na grafikonu 7.



Izvor: Eurostat, *European Economic Statistics, 2010.* i *Basic Figures on the EU – First Quarter 2011.* (za Grčku i Španjolsku, podatci su zaključno s drugim kvartalom 2011.) i HNB, *Bilten 169.*, 2011. (za Hrvatsku)

Grafikon 7. – Saldo opće države, Grčka, Španjolska i Hrvatska, % BDP od 2002. do 2010.

5.2. Utjecaj globalne ekonomske krize na Hrvatsku

Tečajna, ali i porezna politika Republike Hrvatske u središtu je interesa kako stručne tako i najšire javnosti. Zbog valutne neusklađenosti dugova i primanja te postojanja valutne klauzule stabilnost je tečaja (posebno za najšire slojeve stanovništva) postala pitanje od prvorazrednog značaja. Time je monetarnoj politici značajno sužen prostor djelovanja te je vrlo teško očekivati kako će doći do promjene tečajne politike, iako se takva mjera općenito percipira kao pozitivan impuls za realno gospodarstvo i izvoz.

S druge strane, u okviru porezne politike traju rasprave o uvođenju novih poreza, u prvom redu snažnije oporezivanje kapitalne dobiti i imovine (u smislu oporezivanja vlasništva¹⁹ nad imovinom), a potom i nužne izmjene u ostalim aspektima oporezivanja. Izvjesno je kako će se obuhvat porezne politike širiti, dodatno opterećujući porezne obveznike, što svakako izaziva nesigurnost i tjera (potencijalne) investitore na oprez.

Globalna financijska kriza je, međutim, ukazala na čitav niz problema u realnom sektoru hrvatskog gospodarstva koji su u prethodnom razdoblju donekle bili ublaženi priljevima (relativno) jeftinog kapitala iz inozemstva. Što tečajna i ekonomska politika može napraviti kako bi pomogla gospodarstvu u budućnosti? Površno gledano, čini se kako se ne može mnogo toga napraviti jer je manevarski prostor tečajnoj politici dosta sužen. Jasno je, međutim, kako je postojeći koncept neodrživ, a situaciju dodatno komplicira i činjenica kako je 2011. godina parlamentarnih izbora te se ne mogu očekivati značajniji rezovi. Smjernice oporavka koje je svojevremeno predstavila hrvatska Vlada dale su novu dozu optimizma, ali je on ubrzo splasnuo jer u njihovom provođenju nije pokazana zadovoljavajuća razina odlučnosti.²⁰ U međuvremenu raste nezadovoljstvo koje eskalira uličnim prosvjedima koji dodatno narušavaju kreditni rejting zemlje te imaju potencijalno negativne posljedice na trenutno najvažniji gospodarski sektor -turizam.

Buduća politika svakako treba uključivati fleksibilniju politiku tečaja, uz rizik kako će takva promjena potencijalno imati negativne posljedice na najšire slojeve stanovništva. Ulazak u Europsku ekonomsku i monetarnu uniju u ovom trenutku donekle je u drugom planu, iako je još uvijek jedan od najznačajnijih ciljeva službene politike. S jedne strane navodi se argument gubitka monetarne suverenosti, iako se (kao i kod svih visoko euroziranih zemalja s fiksnim deviznim tečajem) opravdano upitati koliko je taj gubitak doista prijetnja. S druge strane, iskustva zemalja koje su zadržale nacionalnu monetarnu suverenost (primjerice Češke) pokazuju kako ju je moguće upotrijebiti za podršku nacionalnom gospodarstvu. U suprotnom, prilagodba se umjesto tečajnom i

¹⁹I eventualno uvođenje imovinskih poreza, posebno ako bi uključilo i oporezivanje nekretnina u kojima se živi, značajno bi opteretilo građane, s obzirom na visok udio vlasništva nad nekretninama.

²⁰ Doneseni su, također, i modeli pomoći i restrukturiranja gospodarstvu, primjerice, u trenutku pisanja ovog rada Vlada je aktivirala i tzv. program C kojim svoja potraživanja pretvara u kapital i time stječe vlasnički udio nad poduzećem kojeg kani restrukturirati.

monetarnom politikom vodi unutarnjom devalvacijom, odnosno kroz plaće i cijene, što je višestruko bolan proces praćen negativnim reakcijama. Međutim, u tom slučaju bilo bi nužno redefinirati ciljeve monetarne politike te, umjesto *de facto* fiksnog tečajnog režima²¹, koristiti fleksibilniji oblik.

Stabilan devizni tečaj može se održavati dok središnja banka ima rezervi i tu je HNB u dobroj poziciji, ali promjena politike dogodit će se ili kao planirana akcija središnje banke ili će do nje doći u trenutku kada ponestane obrambenih sredstava. Potencijalne opasnosti od politike koja bi, primjerice, bila vezana za sidro inflacije i time dopustila prilagođavanje tečaja realnim gospodarskim kretanjima, leže u nestabilnosti osobnih bilanci stanovništva koje su vezane upravo za stabilnost tečaja. Slična negativna kretanja u ovom trenutku opterećuju dužnike koji su klauzulom vezani za švicarski franak i čije rate kredita rastu s obzirom na nepovoljna kretanja tečaja kune prema toj promatranoj valuti.

6. ZAKLJUČAK

Aktualna globalna kriza gurnula je u prvi plan niz strukturalnih problema u gospodarstvima pojedinih zemalja koji su tijekom prethodnog razdoblja bili potiskivani zbog povoljnih okolnosti koje su vladale na međunarodnom financijskom tržištu.

Ova se tvrdnja odnosi i na gospodarsku poziciju zemalja eurozone, pri čemu je vidljiva razlika između velikih i konkurentnijih članica, te manjih i siromašnijih država koje su smještene na južnom dijelu kontinenta, poput Grčke, Španjolske i Portugala. U ovom radu težište je usmjereno prema Grčkoj i Španjolskoj čija trenutna makroekonomska pozicija djelomično podsjeća na situaciju u kojoj se nalaze Bosna i Hercegovina i Hrvatska.

Kako se ulazak u ekonomske i monetarne integracije u (analiziranim) post-centralnoplanskim državama često i nekritički smatra ultimativnim ciljem, posebno s aspekta ulaska u eurozonu, zanimljivo je analizirati posljedice financijske krize na pojedine članice zajednice koje su se suočile s problemima slabljenja realnog sektora, nezaposlenosti te, posljedično, otplate dugova. Iako su nesumnjivo profitirale uključivanjem u europske integracije, ipak je potrebno osvrnuti se i na strukturne probleme njihovih gospodarstava koji su kulminirali nakon početka krize. Sukladno tome, postavlja se pitanje koristi od ulaska u monetarnu uniju te potrebe za (re)definiranjem srednjoročnih gospodarskih ciljeva.

Problemi poput velikog javnog sektora, visokog javnog duga i državne potrošnje u Grčkoj ili visokog udjela netrgovinskog sektora u Španjolskoj, ovisnog o domaćoj potražnji, još dugo vremena mučit će vlade ovih zemalja. Osobito ne treba zaboraviti ograničenja korištenja vlastite monetarne politike, što trenutnu situaciju čini još složenijom.

²¹ Iako je tečajni režim *de iure* upravljano fluktuirajući.

Iako se po nizu pokazatelja teško mogu uspoređivati sa zemljama eurozone, Bosnu i Hercegovinu i Hrvatsku također opterećuju problemi niskih stopa rasta, nedovoljne konkurentnosti te nemogućnost utjecaja monetarnom politikom na gospodarstvo. Osim navedenih problema, Bosna i Hercegovina ima i predimenzioniranu državnu administraciju i rastući vanjski dug koji, dodatno opterećen sredstvima posuđenima od MMF-a, prijeti da u narednom razdoblju postane ozbiljno i teško održivo opterećenje za slabo gospodarstvo. Svakako ne treba zaboraviti ni monetarni sustav kojem je, zbog pravila valutnog odbora, zabranjena bilo kakva intervencija instrumentima i mjerama monetarne politike.

Iako je po mnogim makroekonomskim pokazateljima u znatno boljoj poziciji nego Bosna i Hercegovina, u Hrvatskoj su također prisutni slični problemi. Međutim, s obzirom na visok vanjski dug i euroiziranost gospodarstva te nisku stopu rasta, pitanje tečaja je u Hrvatskoj postalo primarno. Pitanje se osobito nameće u prvi plan uzme li se u obzir pasivnost monetarne politike u Hrvatskoj koja neslužbeno funkcionira kao *quasi* valutni odbor. Takva politika opravdano otvara prostor raspravama o njenom razvojnom karakteru i mogućnostima.

Četiri europska gospodarstva analizirana u ovom radu naizgled imaju više razlika, nego sličnosti. Te su zemlje „s margine“ eurozone, a s druge su one koje članstvo u Uniji doživljavaju kao jedan od svojih glavnih srednjoročnih ciljeva. Međutim, postojeći problemi u strukturi gospodarstava, dodatno potencirani posljedicama globalne krize, promjenom percepcije investitora te (naglim) prestankom pritjecanja kapitala, a uz nestabilnu fiskalnu i pasivnu monetarnu politiku, doveli su ih do ruba bankrota. Analogija krize među zemljama tako svakako postoji, ali u isto vrijeme i otvara prostor raspravama o budućim politikama, kako na nacionalnim razinama, tako i na razini Europske unije koja je aktivirala niz novih (pokušaja) mehanizama zaštite od sličnih problema u budućnosti. Članice Unije mogu lakše proći kroz krizu zahvaljujući pomoći zajedničkih institucija, ali ne treba zaboraviti opasnost koju predstavljaju za stabilnost i održivost same zajednice.

LITERATURA

Baletić, Z., *Kriza i antikrizna politika*, „Kriza i ekonomska politika: politika i ekonomija razvoja Hrvatske“ (ur. D. Radošević), naklada Jesenski i Turk, Zagreb 2010.

Bank of Spain, službene web stranice, 2011.

Centralna banka Bosne i Hercegovine, službene web stranice, 2010.

Eurostat, Basic Figures on the EU – First Quarter, 2011.

Eurostat, European Economic Statistics, 2010.

Ewing, J., Healy, J., Jolly, D., *Spain's Debt Rating Cut as Finance Officials Meet*, The New York Times, New York, 2010., Vol CLXX, No. 86 540

Fotopoulos, T., *A systemic crisis in Greece*, The International Journal of Inclusive Democracy, Vol.5, No.2, 2009.

Hrvatska narodna banka, Mjesečni bilten 164, 2010.

Hrvatska narodna banka, Mjesečni bilten 169, 2011.

Kenedy, S., Keene, T.R., *Roubini pessimistic on euro area, calls Spain at risk*, Bloomberg, 2010., dostupno na: www.bloomberg.com/apps/news?pid=newsarchive&sid=aVW11LBGT.08&pos=5, 3. lipnja 2011.

Kristić, I., *Održivost aranžmana valutnog odbora u BiH*, Direkcija za ekonomsko planiranje Vijeća ministara BiH-DEP, 2007.

Krugman, P., *A Model of Balance-of-Payments Crisis*, Journal of Money, Credit and Banking, Vol 11, No. 3 (Aug 1979.).

Krznar, I., *Valutna kriza: teorija i praksa s primjenom na Hrvatsku*, HNB, I – 13, 2004.

Nelson, R.M., Belkin, P., Mix, D. E., *Greece's Debt Crisis: Overview, Policy, Responses and Implications*, Congressional research service, Washington D.C., 2010.

OECD Economic Outlook 2010.

Oxford Economics: *Is Greece headed to default?*, January 29, 2010., dostupno na [http://www.oxfordeconomics.com/free/pdfs/greece_default\(feb10\).pdf](http://www.oxfordeconomics.com/free/pdfs/greece_default(feb10).pdf), na dan 1. lipnja 2011.

Reinhardt, C., Rogoff, K., *This Time Is Different*, Princeton University Press 2009;

Stolberg, G. S., *Obama Weighs Smaller Measures on the Economy*, The New York Times, Vol.CLXX, No.65.250 , 2010.

Wolverson, R., *The risk of Greek Contagion*, Council on foreign relations, 2010., dostupno na http://www.relooney.info/SI_FAO-Asia/Crisis_66.pdf, 3. lipnja 2011.

Dario Grgić, M. Sc.

HT – Eronet, Tuzla, Bosnia and Herzegovina

E-mail: dario.grgic@hteronet.ba

Gordana Kordić, Ph. D.

Assistant Professor

Department of Finance

Faculty of Economics and Business Zagreb

E-mail: gkordic@efzg.hr

ANALOGY OF CRISIS IN SOME EUROZONE COUNTRIES WITH THE CRISIS IN BOSNIA AND HERZEGOVINA AND CROATIA***Abstract***

The financial crisis that started in the United States of America reflected with different intensity on the eurozone countries, depending on the numerous macroeconomic, historical and structural country specific factors. In that light, the significant part of the paper is focused on some eurozone countries with lower level of development. At the same time, they were less prepared for recession defence.

The aim of the paper is to analyse and compare the similarities between Bosnia and Herzegovina and Croatia with chosen eurozone countries. Special attention is given to the parameters of competitiveness, monetary system, public sector and foreign debt with guidelines for future development.

Key words: financial crisis, eurozone, Bosnia and Herzegovina, Croatia

JEL classification: G01