

Globalna financijska kriza - uzroci, tijek i posljedice¹

UDK: 338.124.4(100)

336.761.5(100)

Sažetak

Krajem 2008. godine financijska je kriza poprimila globalne razmjere i uzdrmla svjetsku ekonomiju. Neposredan pokretač krize bio je slom tržišta drugorazrednih hipoteka u SAD-u, no uzroci leže u doktrinarnim i pragmatičnim rješenjima koja su već duže vrijeme prevladavala na Zapadu. Intervencijama nacionalnih država, najprije u financijskom, uskoro i realnom sektoru, zaustavljen je daljnji pad gospodarske aktivnosti. Antirecesijske mjere sve se više promišljaju globalno, gdje se skupina G - 20 nameće kao glavni koordinator svjetske ekonomske politike. U uvjetima suvremene globalizirane ekonomije praktički nema nacionalne ekonomije koja bi bila imuna na eksterne poremećaje. Dugogodišnje odsustvo razvojne strategije i neodgovorno ponašanje nositelja izvršne vlasti, a potom i izostanak primjerene reakcije kada je kriza već nastupila, nacionalnu su ekonomiju učinili izrazito ranjivom u nastaloj kriznoj situaciji. Njene se posljedice po gospodarski napredak još uvijek ne mogu sa sigurnošću procjenjivati, kako na globalnoj, tako ni na nacionalnoj razini.

Ključne riječi: deregulacija, financijske inovacije, financijska kriza, recesija, anrirecesijske politike, reforme

1. Uvod

Nobelovac Joseph Stiglitz nas upozorava: "Iza rasprava o budućoj politici stoji rasprava o povijesti – rasprava o uzrocima naše sadašnje situacije. Bitka za prošlost odlučit će bitku za sadašnjost."² Danas je jasno da je neoliberalnoj koncepciji – viziji ekonomskog, odnosno društvenog razvoja koja je tridesetak godina prevladavala na Zapadu i imala odlučujući utjecaj na globalne ekonomske i financijske odnose – došao kraj. Svjetska ekonomija trenutačno je suočena s krizom dramatičnih razmjera: institucije poput UN-a, MMF-a i Svjetske banke govore o najdubljoj recesiji nakon Drugog svjetskog rata, čije se posljedice još uvijek ne mogu u potpunosti sagledati. Takav razvoj događaja neposredno je pokrenut

¹ Rad predstavlja izmijenjenu i dopunjenu verziju seminarskog rada iz predmeta Ekonomska politika nastalog pod mentorstvom dipl. oec. Ružice Šimić u ljetnom semestru ak. god. 2008./2009. Rad je dovršen 2009. godine.

² J. STIGLITZ, *Capitalist Fools*, <http://www.vanityfair.com/magazine/2009/01/stiglitz200901>, (03. 05. 2009.)

sломom tržišta hipotekarnih kredita u SAD-u u ljeto 2007., koji je u relativno kratkom roku doveo do sustavne krize i pada opće gospodarske aktivnosti na globalnoj razini. Stoga se, u želji da se naglasi upravo ta dimenzija, najčešće govori o financijskoj krizi. Povlačenje države iz ekonomskog života sve do jučer slavilo se kao nužan preduvjet zadovoljavajućeg gospodarskog napretka. Nasuprot tome, državne intervencije (kojima se spašavaju financijske institucije, ali sve više i sektori posrnule "realne ekonomije") posljednjih su mjeseci porezne obveznike stajale tisuće milijardi dolara, a aktivnijoj regulatornoj ulozi države i globalnih institucija sve se manje protive i gorljivi zagovornici liberalnih načela. Ovim će se radom nastojati ukazati na višegodišnje trendove u ekonomskoj politici razvijenih zemalja (osobito SAD-a) kojima su stvoreni preduvjeti za nastanak krize, a zatim će u osnovnim crtama biti prikazan njen početak i dosadašnji razvoj, s posebnim osvrtom na situaciju u Hrvatskoj.

2. Uzroci krize

Pored inherentne nestabilnosti financijskog sektora, korijene trenutačne krize nalazimo u negativnim posljedicama niza neoliberalnih reformi koje su dominirale ekonomskom politikom zapadnih zemalja od '80ih godina prošloga stoljeća, pri čemu se naglasak stavlja na odgovornost SAD-a. Neodrživ koncept razvoja temeljen na potrošnji i "financijalizaciji" ekonomije, deregulacija financijskog tržišta koja je pogodovala uvođenju niza rizičnih inovacija, smanjenje stope progresivnog poreznog opterećenja i politika niskih kamatnih stopa neke su od najčešće spominjanih pogrešaka u ekonomskoj politici SAD-a.

U potrazi za profitom razvijeni su brojni sofisticirani financijski mehanizmi, odnosno lansirani novi "proizvodi", poput ročnica ili terminskih poslova. Pritom je uveden niz inovacija (futures, swaps, options, itd), a najsnažniji poticaj razvoju terminskih tržišta dalo je kupovanje vrijednosnica na kredit ili uz marginu (udio koji kupac mora uplatiti u novcu pri kupnji vrijednosnica, dok brokeru kao osiguranje ostaje deponirana vrijednosnica, kolateral)³. Na taj način špekulanti su (financijskom polugom) određenim iznosom (ovisno o margini) mogli stjecati vrijednosnice višestruko većeg iznosa. Ako cijene vrijednosnica rastu, dužnosnicima se isplaćuju milijunske nagrade (primjerice, vrijednost isplaćenih bonusa na Wall Streetu iznosila je samo u 2007. 33 milijarde dolara,⁴ a Goldman Sachs, Merrill Lynch, Lehman Brothers i Bear Stearns isplatili su u 2008. 20 milijardi dolara bonusa zaposlenicima, iako su izgubili 26 milijardi dolara zbog čega ih je morala spašavati država⁵), što potiče daljnje špekulacije, odnosno potražnju vrijednosnica na terminskom tržištu. Međutim, ako cijene vrijednosnica iz različitih razloga u jednom trenutku padnu, može doći do naglog povećanja ponude i gubitka povjerenja, kao što smo se imali prilike uvjeriti, te u opasnost dolazi čitav sustav. Nakon pada cijena vrijednosnica, kolateral uz postojeću marginu postaje nedovoljan te je potrebno uplatiti dodatnu gotovinu. Ako se zbog previsokog ulaganja u vrijednosnice njome ne raspolaže, da bi se osigurao dovoljan polog potrebno je prodati dio vrijednosnica. Povećanjem ponude cijena vrijednosnica pada, postupak se ponavlja i cijene vrijednosnica naglo opadaju. Krediti se više ne mogu uredno otplaćivati, neki zajmovi postaju nenaplativi, pa je u tom slučaju banka prisiljena smanjiti kapital, što za posljedicu ima smanjeno davanje kredita. Ako je ukupna visina kredita koji se ne otplaćuju veća od kapitala, banka postaje nesolventna, odnosno proglašava stečaj. Stečaj neke velike banke može uzdrmati povjerenje u čitav bankarski sustav i dovesti do krize. Sposobnost banaka da kreditima servisiraju proizvodnu sferu utječe na angažman proizvodnih faktora pa u

³ prema: M. BABIĆ, Financijska (i ekonomska) kriza u svijetu, Informator 56/2008, 5701, str. 1

⁴ J. GAPPER, Big Freeze part 2: Banking, <http://cachef.ft.com/cms/s/0/cc160f46-624f-11dd-9ff9-000077b07658.html>, (07. 05. 2009.)

⁵ S. HALIMI, Nacionalizacija banaka, Le Monde diplomatique 6/2009, 4, str. 1.

slučaju krize bankarskog sustava dolazi do smanjenja proizvodnje i pada zaposlenosti, odnosno recesije.⁶

Deregulacija i nekontroliran priljev inozemnog kapitala na američko financijsko tržište stvorili su pogodno tlo za razvoj rizičnog špekulativnog poslovanja. Osvrnut ćemo se na dvije važne zakonske promjene. Godine 1980. djelomično su opozvane, a 1999. ukinute odredbe saveznog zakona iz 1933. godine (Glass – Steagall Act), čime je, uz specijalizirane institucije, komercijalnim bankama dopušteno da se bave investicijskim bankarstvom. To je za posljedicu imalo promjenu kulture poslovanja komercijalnih banaka - umjesto konzervativnog upravljanja novcem štediša, počele su poslovati poput investicijskih, ulazeći u visoko rizične poslove u potrazi za visokim profitima.⁷ Isti obrazac primjenjen je u dogovoru iz travnja 2004. između SEC-a (U.S. Securities and Exchange Commission) i pet velikih investicijskih banaka s imovinom većom od 5 milijardi američkih dolara. Banke su njime praktički oslobođene ograničenja iznosa duga s kojim se mogu nositi, čime su dobile priliku da investiraju velik dio rezervi - kapitala koji služi kao osiguranje u slučaju pada vrijednosti imovine banke, kako bi u slučaju krize raspolagali s dovoljno sredstava za isplatu depozitara (debt-to-capital-ratio porastao je s 12:1 na 30:1 i više). SEC nikada nije iskoristio mogućnost uvida u rastuće rizične investicije koje je zauzvrat stekao.⁸

Ukidanjem ranije navedenih i njima sličnih restrikcija bitno je povećan opseg aktivnosti koji je stajao na raspolaganju bankama. Takve se reforme od sredine '80ih provode i u europskim zemljama, primjerice Velikoj Britaniji i Francuskoj. Bilo bi pogrešno tvrditi da je to imalo samo negativne posljedice. Međutim, brzina kojom su inovacije uvedene i podcjenjivanje potencijalnih rizika spriječilo je razvijanje adekvatnih mehanizama koji bi u novim okolnostima rizike učinili prihvatljivim. Kakve to posljedice može imati pokazalo se 1998. pri više milijardi teškom bankrotu *hedge* fonda Long-Term Capital Management. Commodity Futures Trading Commission upozoravala je tom prilikom na opasnosti koje sa sobom donosi deregulacija, no primjerena reakcija države je izostala.⁹ Ona se nije libila intervenirati ili vratiti u igru kao regulator kada je to odgovaralo njenim trenutnim interesima, no nije osmišljena ni provođena sustavna politika, već je glavni tijek razvoja u potpunosti prepušten tržištu (točnije, najsnažnijim korporativnim igračima) i očekivanoj samoregulaciji što, kako se pokazalo, nije bilo dovoljno.

Niz okolnosti pogodovao je lakšem zaduživanju banaka i njihovoj spremnosti na dodjeljivanje kredita kućanstvima. Od '80ih godina u više je navrata provođeno smanjenje poreznog opterećenja snižavanjem najviše porezne stope na dohodak te poreza na kapital i imovinu. Posljednje reforme u tom smjeru provode se za vrijeme prvog mandata predsjednika Busha. Financijske krize iz proteklog desetljeća, poput one u istočnoj Aziji 1997. i Rusiji 1998., rezultirale su prilivom velike količine inozemnog financijskog kapitala na američko tržište. Ti su trendovi dodatno pothranjivani potrebama SAD-a za servisiranjem vanjskotrgovinskog deficita, koji u istom razdoblju poprima zabrinjavajuće razmjere. U ovom desetljeću, nakon terorističkih napada na New York i Washington u rujnu 2001. godine i sloma IT tržišta ("dot – com bubble"), Federalne su rezerve u strahu od recesije vodile vrlo labavu monetarnu politiku. Glavne su kamatne stope u dvije godine pale sa 6,25% na 1%,¹⁰ najnižu stopu u posljednjih pedeset godina.

⁶ prema: BABIĆ, op. cit., str. 1-2.

⁷ D. DEBOER, Understanding Financial Crisis: Origin and Impact, <http://www.ja.org/files/UnderstandingFinancialCrisis.pdf>, (07. 05. 2009.), str. 3.; STIGLITZ, op. cit.

⁸ M. VEDRIŠ, R. ŠIMIĆ, Svjetska financijska kriza i njene hrvatske refleksije, Računovodstvo i financije 54/2008, 12, str. 157.

⁹ STIGLITZ, op. cit.

¹⁰ A. BELKAID, Pluća i slaba karika svjetske ekonomije, Le Monde diplomatique 5/2008, 12, str. 7.

Smanjenje produktivnih investicija bilo je praćeno snažnim rastom potrošnje (pokriva dvije trećine američke ekonomije¹¹) i nekontroliranom kreditnom ekspanzijom, na čemu se, uz povlašten položaj dolara, temeljio brz ekonomski rast i održavanje visoke stope zaposlenosti, uz cijenu gomilanja vanjskog duga. Rast zaduženosti kućanstava u ozračju koje nije omogućavalo povećanje dohodaka, poticano od strane financijske industrije, bilo je dijelom i politički motivirano. U predsjedničkim kampanjama George W. Bush zalagao se za društvo vlasnika ("ownership society"), a isti je program preuzeo i Nicolas Sarkozy. Razloge nam objašnjava Alan Greenspan: „Bio sam u potpunosti svjestan da ublažavanje dodjele hipotekarnih kredita povećava financijski rizik i da stjecanjem vlasništva nad nekretninama zahvaljujući subvencioniranim posudbama iskrivljuje zakone tržišta. Ali sam isto tako smatrao, i još uvijek smatram, da povećanje broja vlasnika jača potporu tržišnom kapitalizmu. Smatrao sam, dakle, i još uvijek smatram da je širenje vlasništva nad nekretninama vrijedno povećanog rizika. Zaštita vlasničkog prava, s obzirom na njenu važnost u tržišnoj ekonomiji, traži kritičnu masu vlasnika da bi se sačuvala politička potpora.“¹² Ukupan dug gospodarstva SAD-a rastao je s 163% BDP-a 1980. do 346% BDP-a 2007. godine. Pri tom je značajno obratiti pozornost na strukturu duga. U istom razdoblju dug kućanstava porastao je s 50% na 100% BDP-a, a unutrašnji dug financijskog sektora porastao je s 21% na 116%.¹³

Stanogradnja kao radno intenzivna djelatnost snažno utječe na zaposlenost, time i na dohotke i potražnju. Na tržištu nekretnina uvijek je prisutna stvarna potražnja. Taj sektor, koji okuplja građevinarstvo izvan javnih radova, agencije, financiranje i posredovanje, uz sebe veže još nekoliko domena preko tekuće potrošnje, osiguranja, itd. te se smatra jednim od generatora gospodarskog rasta. Prosječne cijene stanova u SAD-u rasle su u razdoblju od 1994. do 2006. 200%,¹⁴ što je posljedica međudjelovanja niza razloga. Nasuprot smanjenju uloge države u preraspodjeli dohotka i socijalnom raslojavanju dramatičnih razmjera, niske su kamatne stope donjim slojevima društva omogućile s jedne strane lakši pristup potrošnim dobrima, a s druge podizanje kredita za kupnju automobila i stanova. Prirodnu želju za stjecanjem vlasništva u posljednje su vrijeme agresivnom politikom pothranjivali i institucionalni ulagači plasmanom dijela gotovine u obliku zajmova pojedinačnim korisnicima (u taj je sektor od početka stoljeća ubačeno više od deset tisuća milijardi dolara¹⁵). Kako je cijena nekretnina kontinuirano rasla u relativno dugom vremenskom periodu, očekivalo se da će se taj trend i nastaviti, što je također utjecalo na potražnju. Prilika da kreditom steknu nekretninu pružena je i kućanstvima s niskim prihodima, čija je mogućnost otplate od početka bila dvojbena te je to rezultiralo plasmanom velikog broja rizičnih bankarskih proizvoda – drugorazrednih hipoteka ("subprime mortgages"). Što je drugorazredna hipoteka? Pri podizanju stambenih kredita, zajmoprimac mora raspolagati s određenim instrumentima osiguranja, poput hipoteke, jamaca, sigurnosti prihoda i zaposlenja, postotka od dohotka koji rata kredita ne smije prelaziti, i sl.. Privlačeći nove klijente, banke su ublažavale uvjete koje je trebalo zadovoljiti pri podizanju kredita, čime se povećavao rizik ogluhe, ali je iz tog razloga rasla i cijena, odnosno profit.¹⁶

Popunjavajući svoje rezerve, banke su zatim prodavale ugovore o hipotekarnim zajmovima (hipoteke uz diskont) investicijskim bankama na sekundarnom tržištu, koje u normalnim okolnostima ostvaruju visoke profite čak i uz male diskonte jer se radi o vrlo visokim iznosima. Tako je na tržište plasiran velik broj drugorazrednih hipoteka – 2005. i 2006.

¹¹ Ibid.

¹² citirano u: Ibid., str. 6.

¹³ P. GOWAN, Crisis in the Heartland, <http://www.newleftreview.org/?view=2759>, (07. 05. 2009.)

¹⁴ DEBOER, op. cit., str. 4.

¹⁵ BELKAID, op. cit., str. 6.

¹⁶ BABIĆ, op. cit., str. 2.

oko 20% odobrenih hipoteka u SAD-u bilo je iz tog razreda, u vrijednosti većoj od tisuću milijardi dolara.¹⁷ Ti su zajmovi zatim sekurativizirani i prodani investitorima, odnosno iskorišteni kao ishodišna točka za plasman različitih deriviranih proizvoda¹⁸ (npr. Credit Default Swap – CDS, Collateralized Debt Obligations – CDOs,¹⁹ itd.), koje su procjenjivale kreditne agencije poput Moody's-a ili Standard & Poor's-a, čime su se početni investitori osigurali od rizika ogluhe, a koji su zatim dalje pakirani i preprodavani. Upravo tu leži odgovor na često postavljano pitanje kako su problemi s drugorazrednim hipotekama, ukupno gledano malim sektorom globalnog financijskog tržišta, mogli uzrokovati takve poremećaje. Gillian Tett, koja je među rijetkima predvidjela krizu, govori o tri pogrešne pretpostavke na kojima su se temeljile financije 21. stoljeća.²⁰ Vladalo je uvjerenje da su moderna tržišta kapitala postala toliko napredna da će se rizik uvijek moći prodati dalje, investitori su se oslanjali na izvještaje agencija za procjenu rizika koji su se pokazali krajnje nepouzdanima te (najvažnije) se vjerovalo da je proces *slicing and dicing* duga učinio financijski sustav stabilnijim. Njime je (navodno) rizik ogluhe raspoređen na milijune investitora, pa je stoga sustav postao sposobniji za amortizaciju eventualnih šokova.

3. Razvoj krize

Cijene nekretnina na američkom tržištu dosegle su vrhunac u srpnju 2006., nakon čega je slijedio ozbiljan pad, koji je uzrokovao slom tržišta drugorazrednih hipoteka (subprime mortgages) u kolovozu 2007. godine, zatim širenje ogluha na druge hipotekarne razrede i probleme u međubankovnoj trgovini. Tijekom 2008. zabilježen je daljni pad cijena nekretnina od 17%, a 40% drugorazrednih hipoteka iz 2006. postalo je problematično do druge polovice 2008.²¹ Unatoč energičnim intervencijama države, u SAD-u, Japanu i Europi, tijekom 2008. kriza se proširila i zahvatila globalno financijsko tržište. Upozorenje o ozbiljnosti situacije došlo je s krahom Bearn Stearnsa, pete najveće investicijske banke u SAD-u. Ona je u ožujku sanirana zajedničkom intervencijom Federalnih rezervi (u vidu jamstva na imovinu u iznosu od trideset milijardi dolara) i JPMorgan Chasea (koji je preuzima za dva dolara po dionici, nasuprot cijeni od šezdeset dolara nekoliko mjeseci ranije).²²

U rujnu 2008. kriza poprima dramatične razmjere, dolazi do teške kreditne kontrakcije, pada vrijednosti na burzama diljem svijeta i kolapsa nekih od najvećih financijskih institucija. Poljuljano je povjerenje u kreditnu sposobnost partnera, dolazi do pada cijena vrijednosnica, a kamatne stope na međubankovne kredite i državne vrijednosnice u rujnu i listopadu dosežu najviše razine u posljednjih nekoliko desetljeća. Daljnji pad povjerenja investitora, u kombinaciji sa sve lošijim rezultatima realnog sektora, vodio je u novu paničnu prodaju vrijednosnica diljem svijeta na kraju rujna i u listopadu. Na globalnoj razini, samo u prvih deset dana listopada, pad vrijednosti dionica iznosio je više od 10 000 milijardi dolara, a u 2008. zabilježen je ukupan pad od 40%.²³ Pred krahom su se našle najvažnije

¹⁷ A. FELTON, C. REINHART (ur.), Prva globalna financijska kriza 21. stoljeća, Zagreb, 2008., str. 235.

¹⁸ Warren Buffett nazvao ih je "financijskim oružjima masovnog uništenja" (prema STIGLITZ, op. cit.)

¹⁹ CDS: "Vrsta osiguranja od tvrtke koja ne otplaćuje svoje dugove. Prema banci za međunarodna poravnanja, nominalni iznos izdanih CDS-ova iznosio je 43 trilijuna \$ u lipnju 2007."; CDO: "Strukturirani financijski proizvod koji sadrži dužničke instrumente kao što su poslovni ili potrošački krediti, hipoteke i obveznice. Gotovina se otplaćuje iz duga putem tranši CDO-a u skladu s dospeljećem. Izdanja CDO-a su u prosjeku iznosila 500 milijardi \$ 2006. i 2007." Prema: A. FELTON, C. REINHART (ur.), op. cit., str. 235-236.

²⁰ G. TETT, Big Freeze part 1: How it began, http://www.ft.com/cms/s/0/a09f751e-6187-11dd-af94-000077b07658.dwp_uuid=13e90304-4dc0-11dd-820e-000077b07658.html, (03. 05. 2009.)

²¹ World Economic Situation and Prospects 2009., (u daljnjem tekstu: WESP 2009.) <http://www.un.org/esa/policy/wess/wesp2009files/wesp2009.pdf>, (06. 05. 2009.), str. 9.

²² A. FELTON, C. REINHART (ur.), op. cit., str. 227.

²³ WESP 2009., str. 9.

financijske institucije SAD-a: Fannie Mae i Freddie Mac²⁴ ("government-sponsored enterprises", koje su raspolagale s polovicom hipotekarnih zajmova u SAD-u, u vrijednosti od 5 000 milijardi dolara), zatim American International Group (AIG; jedno od najvećih osiguravajućih društava na svijetu, s više od tisuću milijardi dolara vrijednom imovinom), Citigroup, Lehman Brothers, Washington Mutual, itd.. Država je procijenila da su AIG i Citigroup "too big to fail" (odnosno da bi njihova propast imala nesagledive posljedice po američku i globalnu financijsku stabilnost) i najprije intervenirala s ukupnim sredstvima od 150 milijardi dolara u spašavnu AIG-a (time postala osamdesetpostotni vlasnik), a zatim s jamstvom teškim 306 milijardi dolara i izravnom investicijom od 20 milijardi dolara u Citigroup.²⁵ Nasuprot tome, Lehman Brothers i Washington Mutual proglasili su bankrot – prva kao najveća kompanija u američkoj povijesti, a druga kao najveća banka koja je ikad propala. Ti su događaji praktički označili kraj neovisnog investicijskog bankarstva u SAD-u, odnosno institucija koje su najviše profitirale od deregulacije financijskog sustava posljednjih desetljeća. Kriza je zahvatila japanski i europski financijski sustav, pa je samo u prosincu 2007. Europska središnja banka pozajmila europskim poslovnim bankama 500 milijardi dolara.²⁶ Pred bankrotom su se našle brojne financijske institucije: nizozemsko – belgijski Fortis, francusko – belgijska Dexia, britanski Bradford & Bingley i Northern Rock, njemački Hypo Real Estate, nizozemski ING i Aegon, itd.. Pomoć MMF-a zatražilo je više država, poput Islanda (kojega je kriza osobito teško pogodila, zbog čega je u srpnju ove godine predao zahtjev za članstvo u EU), Mađarske, Ukrajine, Bjelorusije i Srbije.

Krajem 2008. globalni financijski sustav našao se pred kolapsom i morao je biti spašavan daljnjim državnim intervencijama. Nastojeći ponovno pokrenuti financijski sustav, razvijene zemlje pružile su državna jamstva za štedne depozite i međubankovne posudbe, dokapitalizirale banke javnim fondovima i preuzimale rizične plasmane, odobrile fiskalne olakšice, utjecale na visinu kamatnih stopa te poduzele niz drugih mjera čija je vrijednost iznosila otprilike 4 000 milijardi dolara.²⁷ Najveću opasnost i dalje predstavljaju kreditni derivati, čija je nominalna vrijednost 400 000 do 500 000 milijardi dolara, a nitko zapravo ne zna koliko je udio "toksične aktive" i koliko će još sredstava poreznih obveznika biti potrebno da se saniraju posljedice krize. Početne unilateralne mjere u nacionalnom financijskom sektoru sve se više zamjenjuju koordiniranim akcijama na globalnoj razini. Spriječen je kolaps svjetskog financijskog sustava, došlo je do stabilizacije situacije, ali je budućnost i dalje neizvjesna. Kako to u krizama obično biva, najvažniji "igrači" koji su (uz pomoć državnih osiguranja) preživjeli, novonastale će okolnosti znati itekako iskoristiti.²⁸ Međutim, usprkos poduzetim mjerama, turbulencije unutar financijskog sustava proširile su se u druge sektore te se financijska kriza pretvorila u jednu od najgorih ekonomskih kriza u modernoj povijesti. Povlačenje kapitala i zaoštavanje kreditnih uvjeta globaliziranu je ekonomiju stajalo pada potrošnje, proizvodnje i opsega trgovine, uzrokujući rast nezaposlenosti s potencijalno opasnim posljedicama po socijalnu stabilnost velikog dijela nacionalnih država. Već krajem 2008. dolazi do smanjenja industrijske proizvodnje i opsega trgovine, a takvi se trendovi u 2009. dodatno zaoštavaju. Razvijene zemlje suočene su s recesijom, a zemlje u razvoju s znatnim usporavanjem gospodarskog rasta. Prema procjenama Svjet-

²⁴ "Organizacije SAD-a koje povećavaju kredite na hipotekarnom tržištu. Te ustanove otkupljuju hipoteke od banaka i štedionica te ih ilih upakirane u RMBS prodaju na sekundamom tržištu" (A. FELTON, C. REINHART (ur.), op. cit., str. 235.)

²⁵ WESP 2009., str. 11.

²⁶ A. FELTON, C. REINHART (ur.), op. cit., str. 231.

²⁷ M. VEDRIŠ, R. ŠIMIĆ, op. cit., str. 158.; WESP 2009., str. 12.

²⁸ vidi: R. REICH, Goldman and JPMorgan -- The Two Winners When The Rest of America is Losing, http://www.rgemonitor.com/financemarkets-monitor/257305/goldman_and_jpmorgan_-_the_two_winners_when_the_rest_of_america_is_losing, (02. 08. 2009.)

ske banke u 2009. doći će do pada svjetskog BDP-a od 2.9%, dok će volumen svjetske trgovine bilježiti pad od 10%.²⁹

Kriza financijskog sektora i njome izazvani poremećaji u opskrbi kreditima, uz povećane stope štednje, imali su za posljedicu smanjenje ulaganja u fiksni kapital i potrošačka dobra, čime se objašnjava ubrzan pad globalne potražnje. Posljedično, globalna industrijska proizvodnja bilježi pad od 13% u razdoblju od rujna 2008. do ožujka 2009. godine.³⁰ Postoje naznake stabilizacije potražnje, osobito potrošačkih dobara, kao posljedice vladinih mjera i smanjenja stope inflacije, ali razina štednje je i dalje visoka. Najveći problem postaje rast nezaposlenosti, osobito u SAD-u. Gospodarstvo SAD-a najviše je pogođeno padom na tržištu nekretnina i krahom financijskog sustava, koji nakon početnih znakova oporavka ponovno izazivaju zabrinutost. Vladin antirecesijski paket težak gotovo 800 milijardi dolara nije donio očekivane rezultate, državni su prihodi zbog pada gospodarske aktivnosti smanjeni, čemu treba dodati ambiciozan plan reforme zdravstvenog osiguranja predsjednika Obame i planirano povećanje vojnih izdataka, što dovodi državne financije u ozbiljne neprilike – federalni se deficit popeo na 12% BDP-a.³¹ Za novi paket poticaja nema previše prostora, a još manje političke volje. Europa i istočna Azija su, uz iste probleme nešto manjeg obujma, suočene i s poteškoćama koje proizlaze iz zastoja u međunarodnoj trgovini. Zemlje u razvoju, na koje se kriza proširila putem financijskog sustava i trgovine, susreću se s različitim problemima. Veliki izvoznici, poput Kine i Indije pokušavaju pad izvoza kompenzirati potenciranjem domaće potrošnje, u čemu prednjači sama država, dok je najveći dio ostalih zemalja u razvoju najviše pogođen padom stranih ulaganja i izvoza industrijskih proizvoda. Kao posljedica pada ekonomske aktivnosti, pada potražnje i rasta nezaposlenosti, došlo je do općeg smanjenja stopa inflacije, ali se strahovi od deflacije, čini se, ipak neće ostvariti.

Prema nekim procjenama došlo je do poklapanja dna Juglarova ciklusa (razmaka između dvije krize koje obično nastupaju svakih deset godina) i Kondratjevljeva (pedesetogodišnjeg) vala koji se povezuje s tehnološkim transformacijama koji mogu bitno utjecati na desetogodišnje cikluse (ovisno u kojoj se fazi susteknu), što bi situaciju moglo učiniti iznimno opasnom. Krize takvih razmjera događaju se jednom u ljudskom životu, a do sada su zabilježene 1820., 1873. i 1929. godine.³² Stoga se još uvijek ne može sa sigurnošću procijeniti kakve će biti posljedice, no njihovo će saniranje u svakom slučaju biti bolno i dugotrajano. Treba tek vidjeti hoće li nakon početnog oporavka induciranog državnim intervencijama nastupiti drugi val recesije. Epicentar krize – financijski sustav, polagano se konsolidira (iako u prvoj polovici 2009. bilježi gubitke) i od listopada prošle godine nije bilo kraha važnije financijske institucije. Skromni oporavak svjetske ekonomije s oprezom se prognozira tek za sljedeću godinu, kada bi svjetski BDP trebao porasti za 2%,³³ ponajprije zahvaljujući rastućoj Kini i Indiji. Prihvatljivije angažiranje proizvodnih potencijala i pad nezaposlenosti u razvijenim se zemljama očekuje tek 2011., a možda i kasnije.

²⁹ Global Development Finance: Charting a Global Recovery, (u daljnjem tekstu: GDF) http://sitere-sources.worldbank.org/INTGDF2009/Resources/gdf_combined_web.pdf, (02. 08. 2009.), str. 1.

³⁰ Ibid., str. 12.

³¹ B. EICHENGREEN, Povratak svjetske ravnoteže, povjerenja potrošača i investitora ne može doći samo ni iz Europe, Japana ili Amerike, već – Kine, <http://www.bankamagazine.hr/tabid/80/brojid/31/itemid/53299/Default.aspx>, (07. 08. 2009.)

³² Z. BALETIĆ, Kriza i antikrizna politika, *Ekonomski pregled* 60/2009, 1-2., str. 104.

³³ GDF, str. 26.

4. Hrvatska

Kriza nije zaobišla ni Hrvatsku, a poduzete mjere vlasti pokazale su se zakašnjelim i nedovoljnim da bi se izbjegla ozbiljna recesija. U listopadu 2008., dok je kriza još bila ograničena na financijski sektor, podignut je iznos jamčenih depozita građana sa 100 000 na 400 000 kuna, čime je osigurana stabilnost banaka i to se općenito smatra jednim od rijetkih uspješnih poteza Vlade od izbijanja krize. U studenom je Vlada iznijela šest mjera koje su većinom imale karakter neobaveznih preporuka. Još u veljači ove godine, dok su zemlje srednje i jugoistočne Europe već provodile financijske programe pomoći gospodarstvu, nije priznavala da smo suočeni s recesijom, da bi krajem mjeseca napokon izišla s paketom od deset antirecesijskih mjera.³⁴ Proračun se temeljio na projekciji rasta BDP-a od 2% i predviđao je deficit od 0.9%, dok je već tada bilo jasno kako su makroekonomska kretanja nepovoljna te da nas u 2009. očekuje pad BDP-a. Rebalans proračuna, najavljen antirecesijskim paketom, izglasan je početkom travnja i donio je smanjenje rashoda od 5,4 milijarde kuna, sa 126.9 na 121.5, uz planirani deficit od 1.4% BDP-a.³⁵ Apeli za hitnim restrukturiranjem javnog sektora, odnosno provođenjem niza nepopularnih mjera kako bi se obuzdala javna potrošnja stizali su s raznih adresa, ali se Vlada pred lokalne izbore na njih očekivano oglušila, čime je izgubljeno dragocjeno vrijeme. Krajem lipnja iznenadna ostavka premijera Sanadera šokirala je naciju i ulagače na Zagrebačkoj burzi (Crobex je ubilježio trenutačni pad od 4.5%).

I dok se na sve strane spekuliralo o pravim razlozima povlačenja, a nova premijerka Kosor popunjavala novi – stari kabinet, javnost je naglo postala svjesna ozbiljnosti situacije (čime su uglavnom i rasvijetljeni razlozi misteriozne ostavke). Guverner Rohatinski obavijestio nas je da bi fiskalni deficit ove godine mogao biti veći od 14 milijardi kuna te da treba refinancirati 28 milijardi kuna duga.³⁶ Ukupna industrijska proizvodnja u lipnju pala je za 13.7%, a broj zaposlenih u istom sektoru za 9.5% u odnosu na isti mjesec prošle godine.³⁷ Prema procjenama Ekonomskog instituta, ove nas godine očekuje pad BDP-a od 5%, smanjenje potrošnje kućanstva od 9%, smanjenje investicija i izvoza od gotovo 15% (uz još veći pad uvoza), dok će jedino potrošnja država ostati na prošlogodišnjoj razini.³⁸ Sve to ipak nije bilo dovoljno za pravo otrežnjenje. Nova je Vlada od početka suočena s nepopustljivošću socijalnih partnera, stoga se morala odlučiti za vatrogasne mjere na prihodovnoj strani proračuna. Uz drug i treći ovogodišnji ("light") rebalans povećana je stopa PDV-a na 23% i uveden tzv. krizni porez od 2% na primitke (plaće, mirovine, dividende, udjele u dobiti) u visini od 3 000 do 6 000 kuna te od 4% na one iznad 6 000 kuna.³⁹ Veće rezanje troškova u ovom se trenutku teško može očekivati jer su već najavljeni socijalni nemiri. U demokratskim zemljama vlast koja se nalazi pred provođenjem neizbježnih nepopularnih odluka uvijek se može odlučiti na prijevremene izbore na kojima bi za njih dobila mandat. U ovako kritičnoj situaciji Hrvatska si to teško može priuštiti jer bi oni praktički paralizirali državu na pola godine. Osim toga, pitanje je ima li premijerka za njihovo provođenje potporu vlastite stranke. Na sreću, čini se da je turistička sezona nadmašila očekivanja - po broju noćenja ostvareni su rezultati usporedivi s rekordnom prošlogodišnjom sezonom, iako va-

³⁴ vidi: Vlada predstavila 10 antirecesijskih mjera, <http://www.poslovni.hr/109602.aspx>, (02. 08. 2009.)

³⁵ Sabor donio rebalans proračuna, <http://www.poslovni.hr/112753.aspx>, (02. 08. 2009.)

³⁶ E. VLAHOVIĆ ŽUVELA, Misli li Kosor požar ugasiti kerozinom, <http://www.ekonomist.com/index.php/Ekonomiska-politika>, (02. 08. 2009.)

³⁷ Priopćenje Br. 2.1.1/6 od 21. 07. 2009. i Br. 2.1.4/6 od 29. 07.2009., <http://www.dzs.hr/>, (02. 08. 2009.)

³⁸ Priopćenje za javnost, <http://www.eizg.hr/AdminLite/FCKeditor/UserFiles/File/Priopcenje-EIZOutlook39.pdf> (10. 08. 2009.)

³⁹ Sabor: od sutra na snazi tzv. krizni porez, <http://www.legalis.hr/modules/news/article.php?storyid=3267>, (31. 07. 2009.)

lja upozoriti kako financijski pokazatelji još uvijek nisu poznati.⁴⁰ Međutim, sve poduzete kratkoročne mjere, kojima se osigurala kakva – takva kontrola nad stanjem javnih financija, nisu dovoljne i potrebno je hitno započeti s provođenjem dalekosežnijih reformi. Djeluje ohrabrujuće što se javljaju prve naznake takvog kursa – prema posljednjim informacijama, planira se smanjenje glomazne javne uprave, koji si Hrvatska ni u boljim vremenima stvarno nije mogla priuštiti, a koja je glavni izvor političke korupcije u ovoj zemlji. Govori se o ukidanju trećine općina, smanjenju broja gradova i ukidanju županija.⁴¹

Uzroci trenutačne krize u Hrvatskoj samo su djelomično rezultat globalnih poremećaja – strukturni su preduvjeti već postojali. To valja zahvaliti brojnim okolnostima. Uz tranziciju, ratna razaranja i kriminalno provedenu privatizaciju, pogrešno koncipirana ekonomska politika (usmjerena na stabilnost cijena i tečaja umjesto na razvoj) koja se u bitnome nije mijenjala od osamostaljenja, pa i ranije, pokazuje se kao glavni uzrok trenutačne situacije.⁴² Neodrživ koncept razvoja dodatno je opterećen ubrzanom rastom inozemnog duga i vanjskotrgovinskog deficita proteklih godina. Uz to, kreditna ekspanzija i priljev inozemnog kapitala u uvjetima niske inflacije mjerene indeksom potrošačkih cijena doveli su do napuhivanja “balona” na tržištu vrijednosnih papira i nekretnina. Stoga su naznake zastoja postojale i prije nego što su odjeci globalne krize stigli do nas u vidu pada izvozne potražnje, drastičnom smanjenju stranih ulaganja i otežanom inozemnom zaduživanju.⁴³ Uz skuplje zaduživanje na domaćem tržištu i povećanje financijskih potreba države, čime je sužena mogućnost kreditiranja ostalih sektora, ti su trendovi doveli do jačanja nelikvidnosti. Tako smo najzad stigli do završetka razdoblja kontinuiranog, no dvojbenog rasta, temeljenog prije svega na potrošnji onoga što nije bilo zarađeno te je vrijeme da se prestanemo zavaravati. U međuvremenu je kratkovidna politika kupovanja izbornih pobjeda privilegiranjem različitih interesnih skupina teško opteretila državni proračun sa raznih strana i postala sama svojim taocem. “Što je zajedničko umirovljenicima, braniteljima, zaposlenicima javnih službi i lokalnih samouprava, poljoprivrednicima, radnicima u brodogradilištima i Hrvatskim željeznicama? Odgovor je očit: život ovih ljudi i njihovih obitelji uvelike ovisi o stanju državnih financija.”⁴⁴ A one su teško bolesne i građani moraju postati svjesni vlastite odgovornosti. Gotovo svakodnevno otkrivanje korupcijskih afera vezanih uz gospodarenje državnim poduzećima sasvim sigurno ne djeluje pozitivno na njihovu sklonost odricanju.

5. Zaključak

Globalna financijska kriza ukazuje na nepomirljive unutrašnje proturječnosti jednog modela razvoja. Kapitalizam, osobito onaj koji se s neoliberalnim reformama odrekao izgradnje društvene kohezije, osuđen je na stalno poboljšavanje materijalnih uvjeta života građana jer je to jedini legitimacijski mehanizam koji mu stoji na raspolaganju. Vladalo je uvjerenje da je to jedini mogući put u bolje sutra, no svijet se suočio s opasnošću od gospodarskog kolapsa koji bi imao nesagledive socijalne posljedice, što je jasan znak da taj model nije funkcionirao. Goleme državne intervencije bile su jedini način da se izbjegne potpuna katastrofa. Međutim, takav razvoj događaja stavlja nas pred niz dvojbi. Našli smo se u situaciji da posljedice neodgovornosti pojedinaca (koji su takvim ponašanjem gomilali nezamislive profite) mora snositi čitavo društvo. Drugim riječima, dok su se profiti jučer privatizirali, gubici se danas socijaliziraju, iz čega proizlazi često spominjani “moralni hazard”:

⁴⁰ Bajs sezonu proglasio uspješnom, <http://business.hr/hr/Naslovnica/Ekonomija/Bajs-sezonu-proglasio-uspjesnom>, (10. 10. 2009.)

⁴¹ Vlada napokon ukida trećinu općina?, <http://business.hr/Default2.aspx?ArticleID=fd2b9a98-fc4e-4691-9967-5a0e633f7e1e&open=sec>, (10. 08. 2009.)

⁴² Taoci socijalnog mira, <http://www.bankamagazine.hr/tabid/80/brojid/31/itemId/53253/Default.aspx>, (07. 08. 2009.)

saniranje posljedica takvog razvoja, bez provođenja strukturnih reformi, nakon čega će slijediti povratak na staro, otvara mogućnost njihova ponavljanja u budućnosti. Onima koji su do krize doveli vlada je (odnosno društvo) dala do znanja da je spremna intervenirati kada stvari pođu po zlu. Stoga se sve češće mogu čuti radikalni glasovi kritike osnovnih pretpostavki na kojima počiva socio – ekonomsko uređenje današnjeg, u ideološkom smislu ipak uglavnom uniformiranog svijeta. Zadržavanje faktički nacionaliziranog financijskog sustava u državnom vlasništvu i nakon konsolidacije bio bi prvi korak u smjeru radikalne reforme. Iako je izvjesno da se to neće dogoditi, oko potrebe za reformom svjetskog financijskog sustava vlada konsenzus na svim relevantnim adresama. U suvremenom svijetu uspjeh takvih nastojanja ovisi o njihovom uspješnom koordiniranju na globalnoj razini. Rujanski sastanak skupine G20 u Pittsburghu najavljuje kraj razdoblja neodgovornosti. Zemlje članice obavezale su se da će nastaviti provoditi poticajne mjere sve dok ne nastupi razdoblje trajnog oporavka. Postignut je dogovor o institucionalnim reformama, kao i o provođenju prvih konkretnih mjera. Uvažavajući novu ulogu zemalja u razvoju u svjetskom gospodarstvu, G20 bi trebao postati glavni koordinator svjetske ekonomske politike, dogovorena je reforma upravljačke strukture MMF-a i Svjetske banke, a osniva se Financijsko Stabilizacijsko Vijeće sa širokim nadzornim ovlastima (prema Timu Geithneru uz MMF, Svjetsku Banku i WTO "četvrti stup" globalne ekonomije). Uz povećanje kapitalnih zahtjeva, postignut je kompromis (bliži angloameričkim nego njemačko – francuskim shvaćanjima) i oko strožeg vezanja visine bonusa uz rezultate poslovanja.⁴³ To bi trebali biti tek prvi koraci pri uspostavljanju transparentnijeg sustava u kojem bi mogućnosti za izbjicanje novih "Velikih depresija" bile minimalizirane. Kako će on u konačnici izgledati tek treba vidjeti.

Potrebno je mnogo više odgovornosti, ali tržišna ekonomija u ovom trenutku nema alternative. Bilo je mnogo "lijevog trijumfalizma" povodom trenutačne krize. No ne treba se zavaravati, samo po sebi država nije čarobni štapić koji će riješiti sve probleme – ako su ekonomisti zakazali, ne znači da će političari biti uspješniji, upozorava *The Economist*.⁴⁴ Nije prvi put da je važeća doktrina ekonomske politike pokazala svoja ograničenja i u kriznoj situaciji morala biti prevladana, no to još uvijek ne govori mnogo o tome na koji će način i koliko uspješno biti zamijenjena. Osim toga, čini se da ovaj put kriza ubrzava eroziju jedne globalne hegemonije⁴⁵ (što situaciju čini kompleksnijom), koja gubi gospodarsku osnovu i u svojoj se završnoj fazi primarno oslanja na vojnu superiornost. Ostaje nejasno u kojem će se smjeru razvijati globalizirani svijet: hoćemo li uskoro svjedočiti dislokaciji svjetskog centra moći s američkih na azijske obale Indijskog oceana ili će se iskristalizirati nekoliko glavnih aktera, (ne nužno) upućenih na suradnju pri rješavanju globalnih problema? Kriza je uvijek i prilika; no - nije na odmet podsjetiti se - povijest nije linearna.

To u svakom slučaju vrijedi i za Hrvatsku. Ona će dijeliti sudbinu Europe kad su u pitanju globalni odnosi moći, ali je za kvalitetu života vlastitih građana sama odgovorna. Iako se nazire izlazak iz recesije, hrvatski oporavak pokazuje slabije rezultate od usporedivih zemalja u okruženju. Izlazak iz slijepe ulice u pregovorima s Europskom Unijom trebao bi donijeti određene pozitivne rezultate. Od jačanja povjerenja stranih investitora, još je važniji pritisak Bruxellesa da se ozbiljnije krene u borbu s korupcijom na svim razinama i reformu državne uprave. Kako je i najavljivano, izbjegnuto je novi aranžman s MMF-om (Hrvatska je tek prihvatila sredstva koja se temelje na općoj i posebnoj alokaciji specijalnih prava vučenja (SDR), čime je omogućen prihvat sredstava ukupne vrijednosti 450 milijuna

⁴³ The Pittsburgh Summit: Key Accomplishments, <http://www.pittsburghsummit.gov/resources/129665.htm>, (02. 10. 2009.); The G20 summit: Regaining their balance, http://www.economist.com/businessfinance/displaystory.cfm?story_id=14530394, (02. 10. 2009.)

⁴⁴ What went wrong with the economics, http://www.economist.com/displayStory.cfm?story_id=14031376&source=most_commented, (19. 07. 2009.)

⁴⁵ Znakovite su sve češće rasprave o statusu dolara kao svjetske valute, iako po svemu sudeći još uvijek nema ozbiljnog konkurenta.

dolara na temelju mogućnosti korištenja 74,15% njezine kvote, koja su alocirana na središnjem depozitarnom računu kod HNB-a i ne bi se trebala koristiti sve dok postoji mogućnost povoljnijeg zaduživanja⁴⁶), ali većinu mjera koje bi on donio ionako je potrebno provesti. To znači radikalnan zaokret, provođenje korijentih reformi koje će biti bolne za sve, osobito za sve na ovaj ili onaj način privilegirane kategorije društva. Čini se da je nova Vlada toga svjesna, no pitanje je ima li dovoljno snage da poduzme potrebne mjere i odupre se pritiscima interesnih skupina i političkih struktura kojima to ne ide u prilog.

Summary

At the end of 2008. the financial crisis had reached global dimensions and shaken the world economy. Although the imminent trigger of the crisis was the breakdown of the subprime mortgage market, the real causes are to be found in doctrinaire and pragmatic solutions that have been dominant in the West for a considerable period of time. Interventions of nation states, first in the financial, and soon afterwards in the real sector as well, prevented the further reduction of economic activity. Antirecessionary measures are now increasingly being considered on a global scale with the group G-20 as the logical main coordinator of global economic policy. In the context of modern globalized economy there is practically no national economy which would be immune to external disruption. The lack of development strategy and the irresponsibility of politicians in the executive power, and then the absence of an appropriate reaction after the onset of the crisis, made the national economy extremely vulnerable in the ensuing breakdown. The consequences of the downfall for economic progress cannot be evaluated with certainty, either on the global or national level.

Keywords: deregulation, financial innovation, financial crisis, recession, antirecessionary policies, reforms

⁴⁶ Vlada donijela odluku o prihvatanju sredstava MMF-a temeljem opće i posebne alokacije, <http://www.mfin.hr/hr/novosti/vlada-donijela-odluku-o-prihvatanju-sredstava-mmf-a-temeljem-opce-i-posebne>, (02. 10. 2009.)

