

# Financijska previranja u središnjoj i istočnoj Europi i fiskalna politika u Hrvatskoj

---

**Mihaljek, Dubravko**

*Source / Izvornik:* **Newsletter : povremeno glasilo Instituta za javne financije, 2009, 11, 1 - 14**

**Journal article, Published version**

**Rad u časopisu, Objavljena verzija rada (izdavačev PDF)**

*Permanent link / Trajna poveznica:* <https://um.nsk.hr/um:nbn:hr:242:343364>

*Rights / Prava:* [Attribution-NonCommercial-NoDerivatives 4.0 International/Imenovanje-Nekomercijalno-Bez prerada 4.0 međunarodna](#)

*Download date / Datum preuzimanja:* **2024-04-22**



*Repository / Repozitorij:*

[Institute of Public Finance Repository](#)

# NEWSLETTER

Br. 40

Svibanj 2009.

ISSN 1333-4263

Institut za javne financije • 10000 Zagreb, Smičiklasova 21, Hrvatska  
p.p. 320; tel: (385 1) 4886 444; fax: 4819 365; e-mail: ured@ijf.hr; www.ijf.hr

Dubravko Mihaljek<sup>1</sup>

## Financijska previranja u središnjoj i istočnoj Europi i fiskalna politika u Hrvatskoj

*Središnja i istočna Europa (SIE) regija je tržišta u nastajanju koja je dosad najsnažnije pogođena preljevanjem financijske krize iz gospodarski razvijenih zemalja. Razlog tako snažnom utjecaju jest činjenica da je ta regija svoju dugogodišnju ekspanziju uglavnom financirala stranim zaduživanjem, pa su tijekom toga procesa mnoge zemlje, među kojima i Hrvatska, znatno produbile svoju vanjsku i unutarnju neravnotežu. Budući da su vanjski izvori financiranja u drugoj polovici 2008. počeli presušivati, bilo je samo pitanje vremena kada će početi prilagodba privatne potrošnje i ulaganja u toj regiji. Prilagodba je ubrzana krajem 2008. i početkom 2009. kada su zapadnoeuropske zemlje potonule dublje u recesiju i znatno smanjile potražnju uvozne robe iz SIE-a. U mnogim zemljama SIE-a javni je sektor nekoliko mjeseci uglavnom ignorirao te događaje, ali se na kraju i on počeo prilagođivati. Poglavitno je u Hrvatskoj prilagodba javnog sektora odgađana do proljeća 2009, što je nepotrebno ugrozilo makroekonomsku i financijsku stabilnost. Iako su poduzeti neki početni koraci za rješavanje te situacije, treba vidjeti kako će se provoditi rebalans proračuna za 2009. i kako će se financirati nastali deficit u vrlo teškomu globalnom financijskom okružju.*

### 1. Uvod

Ideja za ovaj *Newsletter* nastala je u ožujku 2008, kada je Hrvatski sabor donio proračun za 2008, a Institut za javne financije objavio svoj prvi *Aktualni osvrt* (Bajo, 2008). U to je vrijeme Hrvatska, poput ostalih zemalja središnje i istočne Europe, još bila pošteđena ozbiljnijih učinaka širenja financijskih potresa s američkih i europskih financijskih tržišta. Rast je bio relativno visok, a glavni razlog političke zabrinutosti bila je inflacija koja je ubrzano rasla zbog povećanja cijena hrane i nafte te viška radnih mjesta na tržištu rada.

Proračun za 2008. predviđao je smanjenje deficita opće države sa 2,7%, koliko je iznosio u 2007, na 2,3% BDP-a. To se postupno smanjenje smatralo odgovarajućim. Nekoliko analitičara zagovaralo je oštrije smanjenje (v. Pavić, 2008), ali velik broj komentatora i političara pozivao je na *povećavanje* deficita, tvrdeći da proračun nije dovoljno »razvojan« (v. Varošaneć, 2008). Moju je pozornost privukla potpuna nepovezanost takvih zahtjeva i jasnih naznaka zaoštavanja na globalnim financijskim tržištima. Stoga sam kolegama u Institutu za javne financije predložio da sastavim kratki osvrt o toj temi. Namje-

<sup>1</sup> Visoki ekonomski analitičar (Senior Economist) u Banci za međunarodna plaćanja (BIS) u Baselu. Mišljenja iznesena u ovom radu mišljenja su autora i ne trebaju se pripisivati BIS-u. Autor zahvaljuje Katarini Ott i Thomasu Reininggeru na korisnim komentarima, Jimmyju Sheku na efikasnoj pomoći s podacima i Ankici Zerec na izvrsnom prijevodu na hrvatski.

ra mi je bila da se založim za oštrije smanjenje deficita, uz obrazloženje da je to i moguće i učinkovitije: moguće zato što se polazni scenarij temeljio na postupnom usporavanju izvoza, domaće potražnje i rasta kredita, a učinkovitije jer je bilo bolje konsolidirati javne financije dok su vremena još dobra nego kasnije, kada će financiranje deficita postati teže i skuplje.

Međutim, kao što su vlasti odugovlačile s provedbom fiskalnih prilagodba, tako sam i ja odgađao pisanje ovog *Newslettera*. Tri mjeseca nakon što je odobren izvorni proračun, Vlada je usvojila rebalans proračuna za 2008. na osnovi nove metodologije evidentiranja državnih transakcija, usklađene sa standardima EU (tj. Europskim sustavom nacionalnih računa, ESA 95). To je otežalo usporedbe s proračunima iz prethodnih godina i omogućilo povećanje ukupne potrošnje, uz istodobno održavanje smanjenja deficita na istoj razini, 0,3% BDP-a. Naime, prema metodologiji ESA 95, projicirani je deficit opće države u 2007. iznosio 1,6% BDP-a, a za 2008. predviđen je deficit od 1,3% BDP-a iz 2007, iako su rebalansom proračuna povećani rashodi za zdravstveno osiguranje i uvedene nove subvencije za stanovništvo i poduzeća pogođena rastom cijena hrane i energije.

U drugoj polovici 2008. proračun je uglavnom bio izvan pozornosti medija. Objavljivani podaci pokazivali su da je u prvoj polovici godine naplata prihoda bila vrlo dobra, što je išlo u prilog vlastima i pridonijelo smirivanju zabrinutosti nekih analitičara oko neuobičajenoga, 24-postotnog povećanja subvencija te tekućih i kapitalnih transfera (EIZG, 2008). Osim toga, scenarij postupnog usporavanja rasta do rujna 2008. tekao je približno točno. To je dodatno smanjilo hitnost da dovršim ovaj *Newsletter*.

Ali počevši od listopada 2008, regija SIE-a sve je više tonula u vrtlog globalne financijske i ekonomske krize. Budući da su zbog propasti Lehman Brothersa kreditna tržišta u cijelom svijetu otežano funkcionirala, počela je masovna, a povremeno i nekritična prodaja vrijednosnica tržišta u nastajanju.<sup>2</sup> To je posebno teško pogodilo SIE, jer je on svoju dugogodišnju ekspanziju uglavnom financirao inozemnim zaduživanjem.

Ovaj put potresi na financijskom tržištu počeli su relativno brzo utjecati na fiskalne rezultate i politiku u Hrvatskoj. Podaci za treće tromjesečje pokazali su znatan pad naplate prihoda (s 8,1% u drugom tromjesečju na 2,4% u trećem). Pritom su rashodi opće države ostali visoki i rasli su po godišnjoj stopi od 8% u trećem tromjesečju (u usporedbi sa 6,8% u drugom tromjesečju). Ministarstvo financija pribjglo je vrlo čestom i obilnom izdavanju trezorskih zapisa u posljednjem tromjesečju

2008. i u siječnju 2009, pokazujući da se počelo suočavati s problemima likvidnosti (EIZG, 2009b).

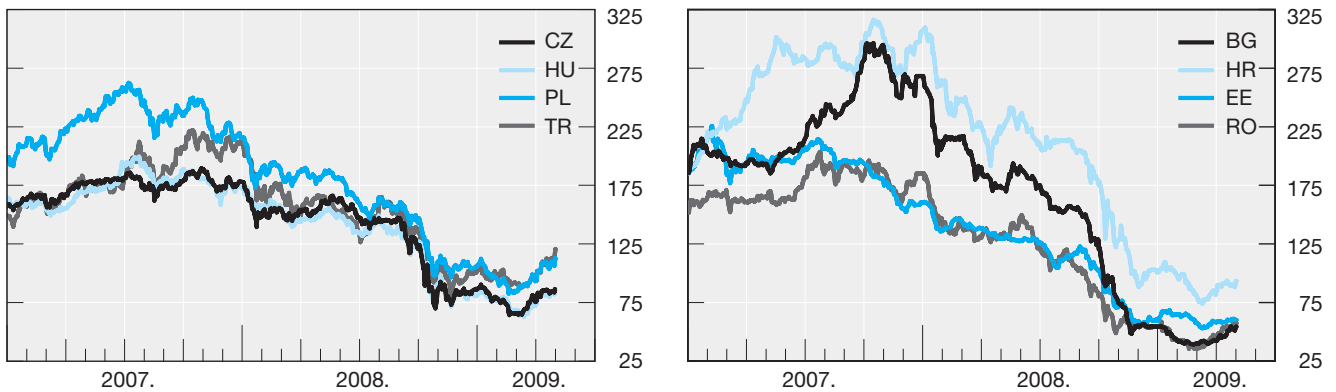
U takvoj situaciji Vlada je u početku predložila smanjenje proračunskog deficita u 2009. na nulu. Međutim, rasprava socijalnih i koalicijskih partnera, ekonomista, te Vlade i saborskih zastupnika o tom prijedlogu pokazala se žešćom nego što se očekivalo. Najkontroverznije teme bile su povećanje plaća u javnom sektoru i reforma sustava zdravstva (Ott, 2008). Sindikati javnog sektora žestoko su se protivili svakom ograničavanju dogovorenog povećanja plaća za 6%. A kao i 2008, mnogi su komentatori i političari i dalje zagovarali povećanje proračunskog deficita (v. npr. Šajatović, 2008), unatoč jasnim znakovima pogoršanja krize. Njihovi su se argumenti kretali od krajnje pojednostavnjenoga kejnzejanskog razmišljanja do naivnog oponašanja («Sva razvijenja gospodarstva čine isto»). Vlada je na kraju odlučila da za volju »socijalnog mira« neće kršiti kolektivni ugovor sa sindikatima javnog sektora. Tako je proračunom za 2009. predviđen deficit opće države od 1,2% BDP-a, uz projicirani rast prihoda i rashoda po stopi od 5,2%.

Međutim, kritike ponovljenog odgađanja fiskalne prilagodbe nisu jenjavale niti su se poboljšali izgledi za realni sektor gospodarstva i financijsko tržište. Upravo suprotno, u siječnju i veljači 2009. postalo je jasno da se stanje realnog sektora pogoršava mnogo brže nego što je itko pretpostavljao i da bi mnogi korisnici kredita, uključujući i državu, mogli zapasti u teškoće s otplatom ili obnavljanjem svojih zaduženja. Sredinom veljače financijska su tržišta u regiji SIE-a dospjela na rub panike. Odavno postojeće ranjivosti iznenada su se pokazale u dotad najgorem svjetlu od ruske krize 1998.

Čini se da je tada hrvatska vlast konačno priznala ono što su neki analitičari tvrdili od samog početka – da treba ili smanjiti rashode ili povećati poreze (Ott, 2009; EIZG, 2009a). U skladu s tim, Vlada je pokrenula rebalans proračuna za 2009. te je krajem ožujka uputila nacrt rebalansa u Sabor. Nacrt rebalansa proračuna predviđa smanjenje prihoda za 6,4% i rashoda za 4,3% u usporedbi s proračunom usvojenim u prosincu 2008. Dok ovo pišem nije moguće procijeniti kako će izgledati rebalans proračuna koji će Sabor na kraju usvojiti. U svakom slučaju, pojedinosti o prihodima i rashodima u rebalansu proračuna nisu glavna tema ovog *Newslettera*. Umjesto toga, ovaj se rad bavi dvama važnim pitanjima koja u novijim raspravama o proračunskoj politici još nisu bila temeljito analizirana: prvo su mogućnosti inozemnog financiranja proračunskog deficita, a drugo mogućnosti uspostave fiskalne politike koja potiče gospodarski rast.

<sup>2</sup> Investicijska banka Lehman Brothers bila je jedna od najznačajnijih protustranaka (*counterparties*) na globalnim tržištima *swap* transakcija i izvedenica, bez kojih je funkcioniranje klasičnih tržišta vrijednosnih papira danas nezamislivo. Stoga je bankrot te banke doveo do golemih poremećaja na svjetskim financijskim tržištima.

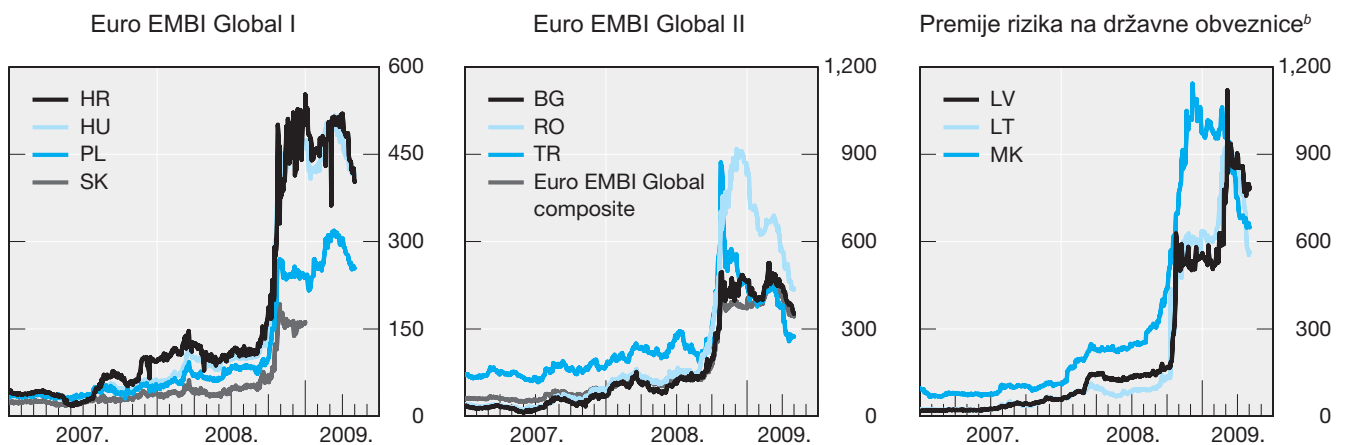
Grafikon 1. Cijene dionica<sup>a</sup>



BG – Bugarska; CZ – Češka; EE – Estonija; HR – Hrvatska; HU – Mađarska; PL – Poljska; RO – Rumunjska; TR – Turska  
<sup>a</sup> Siječanj 2005. = 100; u lokalnoj valuti.

Izvor: Datastream

Grafikon 2. Premije rizika na obveznice u promatranim zemljama<sup>a</sup>



BG – Bugarska; CZ – Češka; EE – Estonija; HR – Hrvatska; HU – Mađarska; LV – Latvija; LT – Litva; MK – Makedonija; PL – Poljska; RO – Rumunjska; TR – Turska

<sup>a</sup> Premije rizika iznad referentnih obveznica eurozone, u baznim bodovima.

<sup>b</sup> Za Latviju 5-godišnja obveznica; za Litvu 4-godišnja obveznica; za Makedoniju 6-godišnja obveznica.

Izvori: Datastream; JPMorgan Chase

Drugi odjeljak donosi prikaz situacije i pregled najnovijih kretanja na financijskim tržištima. U trećem se odjeljku analiziraju najnovija kretanja i izgledi za tokove kapitala. Četvrti odjeljak završava raspravom o usklađivanju mjera monetarne i fiskalne politike te makroekonomskim i financijskim rizicima moguće fiskalne ekspanzije.

## 2. Širenje krize na Središnju i Istočnu Europu

Kriza u glavnim svjetskim financijskim središtima, koja je započela u kolovozu 2007, dulje je od godinu dana samo umjereno utjecala na SIE. Međutim, od listopada 2008. SIE postaje jedna od najpogođenijih regija tržišta u nastajanju. Kriza se u brzom slijedu širila tržištem dionica i obveznica te deviznim i međubankovnim tržištem, do-

vodeći do znatnog pooštavanja uvjeta inozemnog financiranja i masovnog ukidanja inozemnih kredita.

**Tržište dionica** prvo je osjetilo svu žestinu krize. Smanjenje cijena dionica, koje je na raznim tržištima započelo sredinom ili krajem 2007. te se nastavilo više-manje postupnim tempom sve do kolovoza 2008, preraslo je u njihov nagli pad u rujnu i listopadu, kada su cijene u prosjeku pale za 50%, a za gotovo 60% u Hrvatskoj (graf. 1, desno polje). Do sredine veljače 2009. cijene dionica u SIE-u prosječno su pale za 75% s obzirom na najviše vrijednosti ostvarene u 2007, vrativši se na razine iz 2004. ili prije. Valja naglasiti da je Hrvatska postigla najveći rast cijena dionica od svih zemalja SIE-a: od siječnja 2005. do sredine listopada 2007. cijene dionica u Hrvatskoj porasle su za 316% (graf. 1, desno polje) u usporedbi s prosjekom od 230% u drugim zemljama u regiji.

Sljedeći domino koji je pao bilo je **tržište državnih eu-roobveznica** SIE-a. Nakon izbijanja krize u kolovozu 2007. premije rizika na srednjoeuropske državne obveznice kojima se trguje u većem opsegu ispočetka su rale postupno, s oko 30-45 baznih bodova na 50-100 baznih bodova u rujnu 2008. (graf. 2, lijevo polje). U jugoistočnoj Europi i baltičkim zemljama premije rizika u istom su razdoblju povećane za dodatnih 50-100 baznih bodova i odražavale su veću zabrinutost za inozemno financiranje (graf. 2, srednje i desno polje).

Međutim, pogoršanje krize u rujnu i listopadu 2008. dovelo je do neočekivano snažnog rasta premija rizika na obveznice. U zemljama s većom vanjskom neravnotežom do skoka premija rizika došlo je nakon zaoštavanja problema na tržištu mađarske forinte (v. dalje), u slučaju Hrvatske, sa 100 baznih bodova početkom rujna na 550 bodova krajem prosinca (graf. 2, lijevo polje). Na tržištu osiguranja kredita premije rizika na *swapove* (engl. *Credit Default Swap*, nap. prev.) u slučaju nenaplativosti kredita za državne obveznice visoko zaduženih zemalja poput Hrvatske, Mađarske, Rumunjske i Turske skočile su u roku nekoliko dana, u Hrvatskoj najprije sa 100 na 450 baznih bodova, a početkom ožujka 2009. na gotovo 600 bodova (graf. 3, desno polje).<sup>3</sup>

Promjene u listopadu brzo su se proširile na **devizna tržišta**. Propast islandskih banaka dovela je do drastičnog pada cijena dionica mađarske OTP banke (koja se smatrala ranjivom jer nije u većinskom stranom vlasništvu) i kolapsa inozemne potražnje državnih obveznica denominiranih u forintama. Budući da banke na tržištima de-

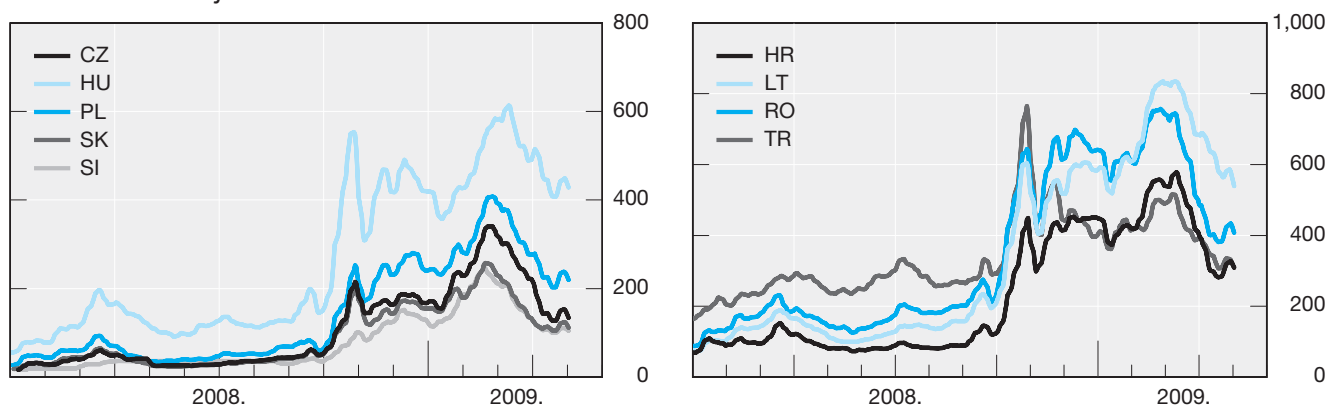
viznih swapova više nisu htjele mijenjati eure za forinte, došlo je do snažne deprecijacije forinta, što je izazvalo financijsku »zarazu«, tj. dovelo do deprecijacije na deviznim tržištima u cijeloj regiji (graf. 4).<sup>4</sup> Tijekom četvrtog tromjesečja 2008. poljski je zlot, na primjer, deprecirao prema euru za više od 20% (lijevo polje).

Zajmoprimci – stanovništvo i poduzeća s velikim deviznim izloženostima – pretrpjeli su gubitke kada su lokalne valute oslabjele prema euru, švicarskom franku i dolaru. Mnogi su ulagači s dospjelim deviznim dugovima bili prisiljeni nabavljati devize prodajom imovine denominirane u lokalnim valutama po znatno nižim cijenama, povećavajući pad deviznih tečajeva i cijena kapitala na vrlo nelikvidnim tržištima. Likvidnost se također odlijevala s međubankovnih tržišta, a kamatne stope na tržištu novca u Hrvatskoj i Rumunjskoj povremeno su skakale na 40%.

Nekoliko središnjih banaka reagiralo je pozajmljivanjem eura svojim bankama. ESB je odobravao refinanciranje u eurima (uz visokokvalitetna osiguranja) Mađarskoj i Poljskoj. Hrvatska narodna banka izravno je intervenirala na deviznom tržištu i oslobodila deviznu likvidnost ukidanjem granične i snižavanjem minimalne obvezne pričuve na inozemno zaduživanje banaka. Kao rezultat toga, kuna je od kraja rujna 2008. do kraja siječnja 2009. deprecirala prema euru za samo oko 4%.

Posljednja oluja koja je pogodila tržišta SIE-a započela je 17. veljače, kada je kreditna agencija Moody's (2009) upozorila da bi mogla sniziti rejtinge bankama koje posluju u SIE-u zbog njihove velike izloženosti u toj regiji. Iako

Grafikon 3. Premije rizika na CDS<sup>a</sup>



CZ – Češka; HR – Hrvatska; HU – Mađarska; LT – Litva; PL – Poljska; RO – Rumunjska; SK – Slovačka; SI – Slovenija; TR – Turska  
<sup>a</sup> Prosječna premija rizika na referentni 5-godišnji CDS, u eurima. Petodnevni pomični prosjeci iskazani baznim bodovima.

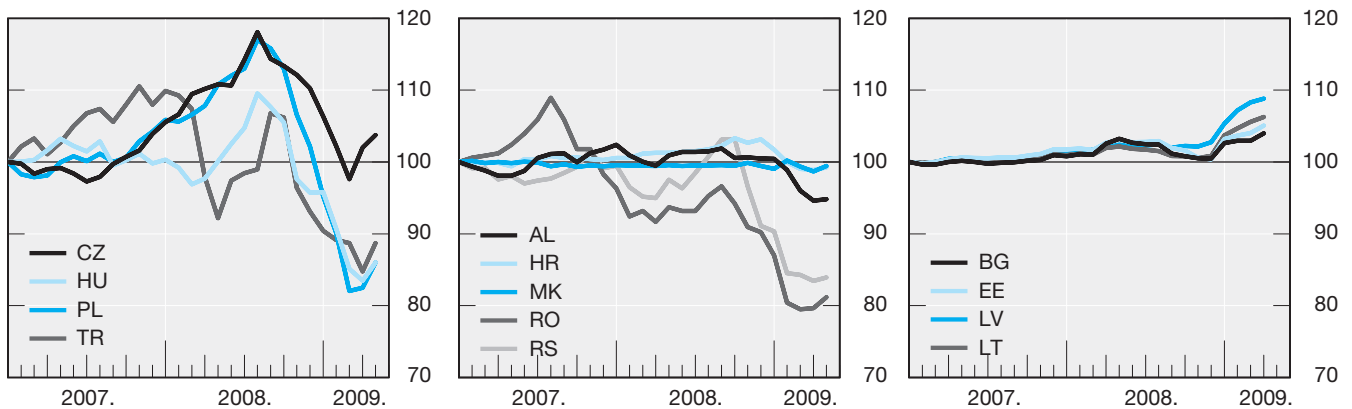
Izvor: Datastream

<sup>3</sup> Do kraja travnja 2009. premije rizika na CDS u Hrvatskoj su ponovno pale na oko 300 baznih bodova, nakon što je počelo određeno smirivanje na tržištima SIE-a. Međutim, 300 baznih bodova još uvijek je velika premija osiguranja: ulagač koji kupuje hrvatske državne obveznice u vrijednosti od 10 milijuna USD mora platiti 300.000 USD za osiguranje od rizika nenaplate tih obveznica.

<sup>4</sup> Na tržištu deviznih *swapova* dvije stranke, obično banke, razmjenjuju višak stranih valuta na određeni rok i po fiksnim ili plivajućim kamatnim stopama te ugovaraju obrnutu transakciju na neki kasniji datum.



Grafikon 4. Devizni tečajevi<sup>a</sup>

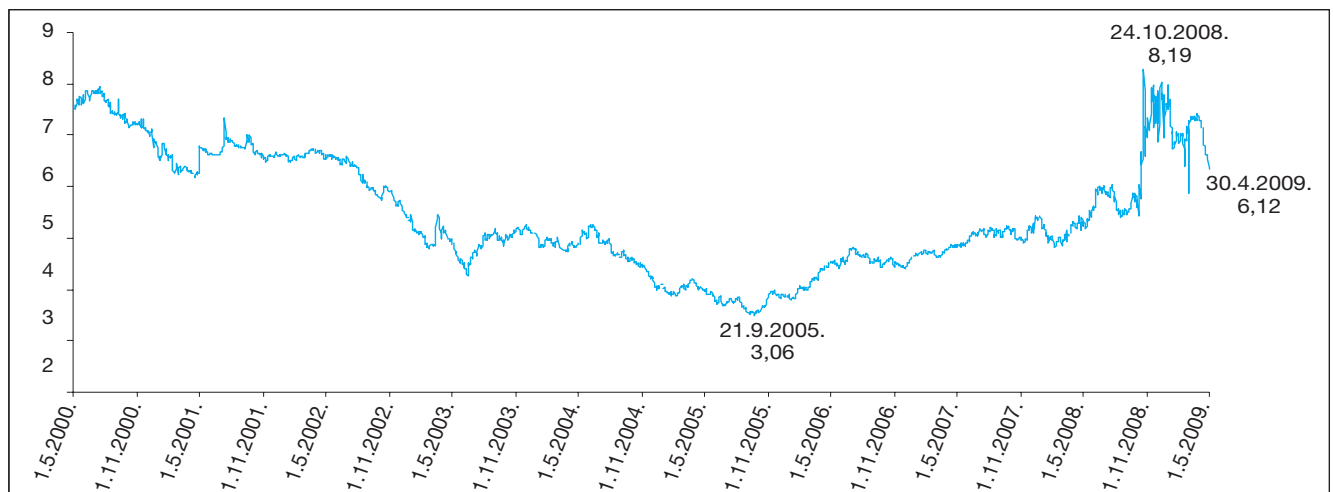


AL – Albanija; BG – Bugarska; CZ – Češka; EE – Estonija; HR – Hrvatska; HU – Mađarska; LT – Litva; LV – Latvija; MK – Makedonija; PL – Poljska; RO – Rumunjska; RS – Srbija; TR – Turska

<sup>a</sup> Prosinac 2006. = 100; u eurima po jedinici lokalne valute (nominalni efektivni tečajevi za Bugarsku, Estoniju, Latviju i Litvu). Povećanje označava aprecijaciju, mjesečni prosjeci.

Izvori: ESB, Datastream, nacionalni podaci, BIS

Grafikon 5. Prinos na hrvatske državne obveznice (Euro EMBI Global HR) (u %)



Izvor: JP Morgan

to izvješće nije donijelo nikakve nove informacije o ranjivosti matičnih banaka ili njihovih podružnica, ono je uzdrmalo povjerenje ulagača. U roku tjedan dana cijene dionica pale su za više od 10% (graf. 1); premije rizika na obveznice skočile su na 300 baznih bodova u Poljskoj te na 500 u Hrvatskoj i Mađarskoj (graf. 2); valute su bile izložene dodatnom pritisku (graf. 4), a premije rizika na CDS--ove matičnih banaka znatno su porasle. Ukupno gledano, takva su kretanja izazvala opću zabrinutost vezanu za neizbježan početak financijske krize u regiji.

Ubrzo nakon tih događaja pokazalo se da su izvješće Moodys'a i naknadna izvješća u tisku (poglavito u *Financial Timesu* i *Economistu*) sadržavala pogreške u navođenju i interpretaciji podataka koje su mogle utjecati

na tržišno odlučivanje. Poglavito su pogrešno prikazani podaci BIS-a o zajmovima stranih banaka, koji su obuhvaćali ne samo prekogranične zajmove matičnih banaka njihovim podružnicama u SIE-u, nego i zajmove koje su podružnice odobravale lokalnim klijentima u SIE-u na osnovi depozita u domaćim i stranim valutama. To je navelo središnje banke Češke, Mađarske, Poljske i Rumunjske da koordiniraju objavljivanje izjava za tisak kojima se tržišta informiraju o stvarnom stanju zajmova stranih banaka u njihovim zemljama.<sup>5</sup> Agencija Standard and Poor's (2009) objavila je 23. veljače izvješće kojim je uvedena veća diferencijacija među zemljama u regiji. Približno u isto vrijeme Austrijska narodna banka iznijela je nekoliko ključnih argumenata za svoju paneurop-

<sup>5</sup> Vidjeti npr. [http://www.cnb.cz/en/public/media\\_service/press\\_releases\\_cnb/2009/090224\\_statement\\_FT.html](http://www.cnb.cz/en/public/media_service/press_releases_cnb/2009/090224_statement_FT.html)

sku inicijativu, pokrenutu krajem siječnja, s ciljem pružanja pomoći zemljama SIE-a radi izbjegavanja krize (OeNB, 2009).

Ukratko, financijska tržišta SIE-a i Hrvatske vrlo su snažno pogođena globalnom financijskom krizom. Zemlje s velikim deficitom tekućeg računa platne bilance i subjekti privatnog sektora čije bilance karakterizira valutna i ročna neusklađenost izloženi su znatnim pritiscima na svoje valute i mnogo većim troškovima inozemnog financiranja. U Hrvatskoj je premija rizika na inozemno zaduživanje države (mjerena indeksom likvidnijih obveznica tržišta u nastajanju Euro EMBI Global) od sredine 2008. porasla približno pet puta, odnosno 20 puta od sredine 2007. (graf. 2). Trošak vanjskog zaduživanja, mjeran prinosom na državne obveznice (tj. stopom povrata na uložena sredstva koju zahtijevaju ulagači u hrvatski državni dug), porastao je s 3% u rujnu 2005. na 6% krajem travnja 2009. (graf. 5). Osim strahova zbog mogućeg utjecaja na njihove bankovne sustave, ti su problemi već naveli Mađarsku, Latviju, Srbiju, Rumunjsku, Tursku i Ukrajinu da zatraže pomoć od MMF-a. U ovom se trenutku još ne zna hoće li mjere što su ih poduzele vlasti zemalja SIE-a i pomoć izvana spriječiti, uz već postojeću globalnu krizu, i širenje potresa specifičnih za zemlje SIE-a.

### 3. Tokovi kapitala i vanjske ravnoteže

Krajem 2008. financijska se kriza proširila i na realni sektor gospodarstva. Prema tzv. konsenzusnoj prognozi (*consensus forecast*) za Središnju i Istočnu Europu iz travnja 2009. očekuje se da će BDP u cijeloj regiji u 2009. pasti za -3,2%, a u Hrvatskoj za -2,9% (Consensus Economics, 2009). Radi usporedbe, u prosincu 2008. konsenzusna prognoza rasta u Hrvatskoj bila je 1,8%. Pogoršanje u realnom sektoru, koje je sada u tijeku, bez sumnje će se u idućim mjesecima ubrzati, te će u drugom krugu imati ozbiljne učinke na banke. To će biti dodatna ozbiljna provjera financijske stabilnosti, kako u Hrvatskoj, tako i u SIE-u.

U veljači 2009. kao jedna od glavnih prijetnji gospodarskoj budućnosti regije, uz oštar pad inozemne potražnje i proizvodnje, ponovno su ojačali izgledi za snažno i razorno smanjenje raspoloživih tokova kapitala. Rast **međunarodnih bankovnih kredita** SIE-a u prvoj polovici 2008. bio je još vrlo snažan. U tom razdoblju, kada su se zajmovi drugim tržištima u nastajanju već počeli smanjivati, zajmovi banaka razvijenih zemalja (koje podnose izvješća BIS-u) prema nebankovnom su sektoru u

SIE-u iznosili 75% ukupnih zajmova za 2007, a zajmovi prema bankama u SIE-u iznosili su 55% ukupnih zajmova za 2007. godinu (tabl. A1. i A2. u dodatku).<sup>6</sup>

Međutim, tijekom trećeg tromjesečja 2008. banke koje podnose izvješća BIS-u smanjile su zajmove bankama u svim zemljama SIE-a, osim Bugarskoj, Litvi i Turskoj (tabl. A1. u dodatku). Na sličan je način došlo do smanjenja inozemnih kredita nebankovnom sektoru u svim zemljama SIE-a, osim Mađarskoj, Rumunjskoj, Srbiji i Slovačkoj (tabl. A2. u dodatku). Takav preokret nije bio ograničen samo na zemlje s velikim deficitom platne bilance i znatnim valutnim i ročnim neusklađenostima u bilancama privatnog sektora. Inozemni krediti najviše su smanjeni, među ostalima, bankama u Češkoj, Poljskoj i Slovačkoj, što pokazuje da su neke matične banke možda pribjegle internom zaduživanju kod svojih filijala u SIE-u, nastojeći smanjiti financijsku polugu i učiniti svoje bilance likvidnima.

U Hrvatskoj su bonitetne mjere središnje banke u 2007. gotovo potpuno uspjele ograničiti rast inozemnih kredita bankama (tabl. A1. u dodatku), ali su se poduzeća okrenula izravnom zaduživanju u inozemstvu, povećavši svoje inozemne dugove za 6,6 milijardi USD (tabl. A2. u dodatku). U prvom su tromjesečju 2008. naglo porasli bruto inozemni krediti, kako bankama (za 2 milijarde USD), tako i nebankovnom sektoru (za 2,3 milijarde USD). Međutim, inozemni krediti bankama počeli su se smanjivati već u drugom tromjesečju, a taj je odljev ubrzan u trećem tromjesečju (za 2,5 milijardi USD). Inozemni krediti nebankovnom sektoru u drugom su tromjesečju još uvijek bili pozitivni, ali su se u trećem tromjesečju također smanjili. Iznenaduje da je u četvrtom tromjesečju došlo do novog priljeva inozemnih kredita, osobito bankama (2,1 milijardi USD) i nebankovnom sektoru (0,4 milijarde USD), po čemu je Hrvatska slična drugim manjim gospodarstvima u regiji. Nasuprot njima, u većim gospodarstvima u regiji, poput Češke, Poljske, Rusije i Turske, inozemni su krediti u posljednjem tromjesečju 2008. znatno smanjeni. No vjerojatno će podaci za prvo tromjesečje 2009. pokazati smanjenje inozemnih kredita zbog produblivanja krize.<sup>7</sup>

Podaci o **izdavanju međunarodnih obveznica** i sindiciranim zajmovima daju istu sliku. Nakon rekordno intenzivnog izdavanja međunarodnih dužničkih vrijednosnih papira u 2007. i u prvoj polovici 2008. (u neto iznosima od 15 odnosno 10 milijardi USD), neto izdavanje obveznica u SIE-u smanjeno je u drugoj polovici 2008. na samo 0,3 milijarde USD. U prvom tromjesečju 2009. došlo je do manjeg neto porasta zahvaljujući novim izdanjima obveznica u Poljskoj i Turskoj, iako su premije rizika bile znatno više nego prethodne godine. Hrvatska

<sup>6</sup> Banka za međunarodna plaćanja (BIS) još od 1964. godine prikuplja i distribuira podatke o međunarodnim bankarskim transakcijama. Izvješća o transakcijama podnose banke iz 41 razvijene zemlje, podaci se objavljuju kvartalno, a pokrivaju više od 90% ukupnih međunarodnih bankarskih transakcija. Više informacija na [www.bis.org/statistics](http://www.bis.org/statistics)

<sup>7</sup> Podaci za četvrto tromjesečje 2008. objavljeni su krajem travnja 2009, a podaci za prvo tromjesečje 2009. bit će objavljeni početkom srpnja 2009.

je otplaćivala dospjele obveznice i tijekom 2008. i u prvom tromjesečju 2009. (u iznosu od 1 milijarde odnosno 0,7 milijardi USD).

Odobranje sindiciranih zajmova zemljama u regiji usporeno je već u prvoj polovici 2008, i to na 17 milijardi USD (sa 39 milijardi USD u 2007), te je dodatno smanjeno u drugoj polovici godine (na 12 milijardi USD). U prvom tromjesečju 2009. u regiji je odobreno manje od 3 milijarde USD sindiciranih zajmova, od čega je na Hrvatsku otpalo 700 milijuna USD.

U usporedbi s priljevima kapitala po osnovi inozemnih kredita i izdanih obveznica, procjenjuje se da su priljevi kapitala po osnovi **stranih izravnih ulaganja** u SIE prethodne godine bili relativno solidni. Međutim, većina priljeva ostvarena je u prvoj polovici godine. Najnoviji podaci pokazuju znatno usporavanje priljeva u trećem i četvrtom tromjesečju. Na primjer, neto priljev neto stranih izravnih ulaganja u Hrvatsku pao je s 3 milijarde USD u prvoj polovici na 1,2 milijarde USD u drugoj polovici 2008, odnosno za ukupno više od 10% u odnosu prema 2007.

U međuvremenu, unatoč znakovima drastičnog smanjenja kapitalnih priljeva, podaci iz **platne bilance** pokazuju da je vanjski deficit tekućeg računa platne bilance u Hrvatskoj povećan sa -7,6% BDP-a u 2007. na -9,4% u 2008. Projekcije deficita, pa tako i potreba za inozemnim zaduživanjem, u 2009. su za sada vrlo nesigurne, jer je izuzetno teško procijeniti koliko će duboka i trajna biti silazna faza inozemne potražnje. Također je nesigurno koliko će padati prihodi stanovništva i zaposlenost u zemljama EU, iz kojih tradicionalno dolazi najviše turista u Hrvatsku. U svakom slučaju, prilično je sigurno da će se ove godine deficit tekućeg računa platne bilance smanjiti, jer će veća oskudica i skupoća inozemnog financiranja uzrokovati pad uvoza robe i usluga. Tako Ekonomski institut Zagreb (2009c) u travanjskom broju svojega tromjesečnika *Croatian Economic Outlook* predviđa smanjenje deficita tekućeg računa platne bilance na -4,7% BDP-a.

Taj bi deficit u postojećim uvjetima još uvijek moglo biti teško financirati. Radi usporedbe, ograničenja na inozemno financiranje prisilila su Estoniju da smanji svoj deficit tekućeg računa platne bilance s gotovo 17% BDP-a u posljednjem tromjesečju 2007. na 6% u posljednjem tromjesečju 2008. S tim u vezi valja naglasiti da Estonija ima znatno solidniju proračunsku bilancu nego Hrvatska: u razdoblju od 2001. do 2008. država je stalnim ostvarivanjem proračunskih viškova nagomilala pričuve u visini oko 10% BDP-a.

Ukratko, preokret u velikim priljevima kapitala, kojima se od 2002. uvelike financirao gospodarski rast u SIE-u i Hrvatskoj (v. Mihaljek, 2008), započeo je u ljeto 2008. i najvjerojatnije se krajem 2008. i početkom

2009. ubrzao. Taj je preokret negativno utjecao ne samo na eksterno i fiskalno ranjive zemlje kao što je Hrvatska, nego i na zemlje čvršćih financijskih temelja kao što su Češka, Poljska i Slovačka. Inozemno financiranje postalo je ne samo skuplje nego i oskudnije. Ti se uvjeti vjerojatno neće znatnije mijenjati u idućih nekoliko godina – izuzetno povoljni uvjeti zaduživanja kakvi su prevladavali na svjetskim financijskim tržištima do 2007. možda se prilično dugo neće vratiti. Uz neposredne probleme u vezi s obnavljanjem dospjeloga inozemnog duga u 2009, to znači da je cijelo hrvatsko gospodarstvo – sektor poduzeća, banke, stanovništvo i javni sektor – suočeno s izazovom prilagodbe na novome modelu rasta, koji će se morati ponajprije temeljiti na domaćim, a ne na stranim izvorima štednje (v. Čičin-Šain, 2008).

#### 4. Usklađivanje mjera makroekonomske politike

Posljednjih nekoliko mjeseci bilo je za zemlje SIE-a jedno od najtežih razdoblja za makroekonomsku politiku od početka tranzicije sa socijalističkog sustava gospodarstva 1989. Unatoč brzom povećanju inflatornih pritisaka, tijekom većeg dijela 2008. fiskalna je politika u Hrvatskoj i drugim zemljama SIE-a uglavnom nastavila poticati agregatnu potražnju, prepuštajući glavninu odgovornosti za borbu protiv inflacije središnjim bankama. U isto su vrijeme poremećaji na međunarodnim kreditnim tržištima, koji su u rujnu 2008. prerasli u globalnu financijsku krizu, a u veljači 2009. gurnuli tržišta SIE-a u metež, u početku prisilili središnje banke da slijede konfliktne ciljeve osiguranja likvidnosti bankovnog sustava te da rješavaju još uvijek snažne inflatorne pritiske. Tijekom prošla dva mjeseca žarište monetarne i financijske politike ponovno je pomaknuto – ovaj put u samo nekoliko tjedana – s ublažavanja oštrog pada proizvodnje na sprečavanje financijskog sloma.

##### *Monetarna politika: brza prilagodba novim okolnostima*

Zemlje čija se strategija monetarne politike bazira na ciljanju inflacije (*inflation targeting*) (Češka, Mađarska, Poljska, Rumunjska, Srbija i Turska) uglavnom su se uspjele lakše prilagoditi promjenama makroekonomskih uvjeta nego zemlje s fiksnim deviznim tečajem (Bosna i Hercegovina, Bugarska, Estonija, Latvija i Litva), ili s upravljanim tečajnim režimima (Hrvatska i Makedonija), djelomično zato što su središnje banke tih država usmjerene na ciljanje inflacije, uz pomoć čvrsto definiranih institucionalnih okvira, mogle reagirati na rastuće inflatorne pritiske povećanjem kratkoročnih nominalnih (i realnih) kamatnih stopa. Stoga su mnoge od



tih zemalja do sredine 2008. doživjele znatan rast deviznog tečaja, što je pak pomoglo u ograničavanju »uvezene« inflacije.

U zemljama s fiksnim deviznim tečajem mogućnosti povećanja kamatnih stopa – i učinci što bi ih takav korak uzrokovao – bili su ograničeni ne samo deviznim režimima nego i visokim stupnjem valutne supstitucije. Posljedica toga je činjenica da su se vlasti morale boriti protiv inflatornih pritisaka indirektno, npr. pokušavajući ograničiti brzi rast kredita uz pomoć bonitetne regulative. Tako su središnje banke u Bugarskoj i Hrvatskoj tijekom druge polovice 2008. povećale obvezne pričuve i pooštrile ostalu bonitetnu regulativu. U nekim su slučajevima primijenjene i dodatne administrativne mjere kao što su ograničenja kredita za svaku banku posebno (npr. u Hrvatskoj i Crnoj Gori).

Počevši od listopada, žarište politike prebačeno je s borbe protiv inflacije na osiguranje likvidnosti domaćemu bankovnom sustavu. Slom Lehman Brothersa utjecao je na mnoge matične banke koje posluju u SIE-u, prisiljavajući ih da smanje vlastitu zaduženost i učine svoju imovinu likvidnom. Kao što je rečeno u odjeljku 2, to je imalo znatne posljedice za likvidnost tržišta u SIE-u, poglavito u zemljama koje su financijski usko povezane sa Zapadnom Europom. Budući da su u isto vrijeme osjetno pale cijene nafte, čime je prestala jedna od glavnih prijetnji inflaciji, središnje banke koje teže ciljanju inflacije reagirale su snižavanjem kamatnih stopa u brzom slijedu koraka.

U zemljama s fiksnim ili kontroliranim deviznim tečajem reakcija monetarne politike ovisila je o stupnju prelijevanja krize s globalnih tržišta na domaće bankovne sustave. Ondje gdje je bila ugrožena stabilnost bankovnog sektora to je postalo prioritet monetarne politike. Na primjer, banke u Bosni i Hercegovini, Crnoj Gori i Srbiji (te, donekle, u Hrvatskoj) bile su tijekom jeseni 2008. pogođene opsežnim povlačenjem deviznih depozita. Središnje banke tih zemalja odgovorile su snižavanjem stopa obveznih pričuva (poglavito na inozemno zaduživanje) kako bi osigurale likvidnost bankama te, zajedno s fiskalnim vlastima, povećanjem limita osiguranog depozita.

Ondje gdje stabilnost bankovnog sustava nije bila neposredan problem (npr. u Bugarskoj, Hrvatskoj i Litvi), središnje su banke povećale opseg repo-poslova, snizile obvezne pričuve ili ublažile razne bonitetne propise o bankovnim kreditima. Tako je Hrvatska narodna banka u listopadu 2008. ukinula graničnu obveznu pričuvu na inozemno zaduživanje banaka, nastojeći povećati likvidnost poslovnih banaka, a u studenome je smanjila stopu obvezne pričuve za 3 postotna boda kako bi osigurala dodatnu likvidnost.

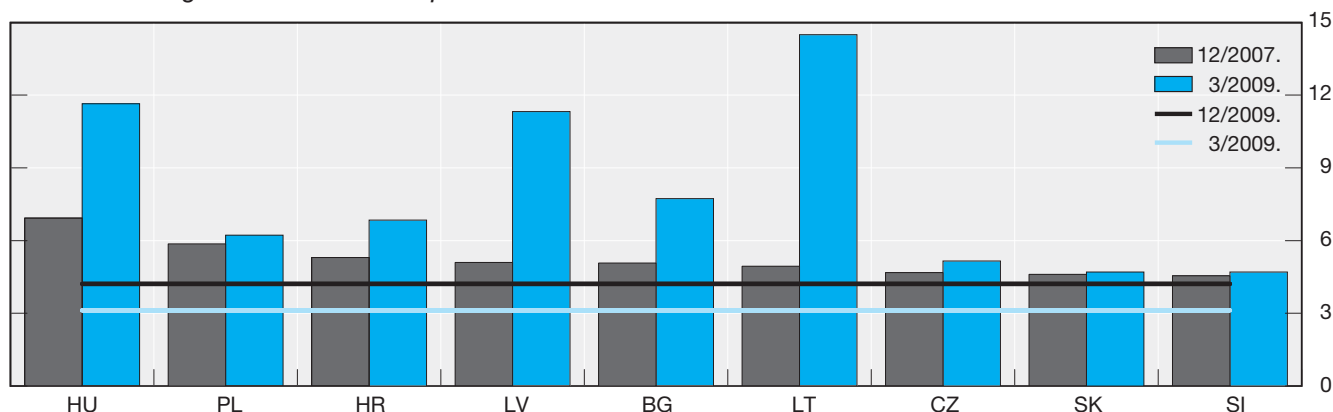
Zbog ozbiljnog pogoršanja izgleda realnog sektora gospodarstva, većina tržišnih analitičara još je sredinom veljače očekivala da će središnje banke nastaviti snižavati kamatne stope i provoditi druge mjere za poboljšanje likvidnosti. Međutim, zbog tržišnih potresa nastalih nakon upozorenja agencije Moody's da će sniziti rejting

Tablica 1. Odabrani fiskalni pokazatelji, 2007-2009.<sup>a</sup> (u postocima BDP-a)

	Saldo opće države			Struktura proračuna 2008.		Javni dug 2008. <sup>b</sup>
	2007.	2008.	2009.	Prihodi	Rashodi	
Češka	-0,6	-1,5	-4,3	40,9	42,4	29,8
Mađarska	-4,9	-3,4	-3,4	46,5	49,9	73,0
Poljska	-1,9	-3,9	-6,6	39,2	43,1	47,1
Slovačka	-1,9	-2,2	-4,7	32,7	34,9	27,6
Slovenija	0,5	-0,9	-5,5	42,7	43,6	22,8
Estonija	2,7	-3,0	-3,0	37,9	40,9	4,8
Latvija	-0,4	-4,0	-11,1	35,5	39,5	19,5
Litva	-1,0	-3,2	-5,4	34,0	37,2	15,6
Bugarska	0,1	1,5	-0,5	38,9	37,4	14,1
<b>Hrvatska</b>	<b>-1,6</b>	<b>-1,3</b>	<b>-1,4</b>	<b>45,0</b>	<b>46,3</b>	<b>35,6</b>
Rumunjska	-2,5	-5,4	-5,1	33,1	38,5	15,2
Turska	-1,0	-2,1	-4,6	21,4	23,5	39,5
Albanija	-3,8	-5,2	-3,9	27,5	32,7	52,6
Bosna i Hercegovina	-0,1	-1,9	-3,1	47,8	49,7	34,3
Makedonija	0,6	-1,0	-3,5	35,6	36,6	21,4
Crna Gora	6,4	1,5	-6,2	44,4	42,9	32,3
Srbija	-1,9	-2,3	-1,8	42,0	45,2	33,8
<b>Prosjek</b>	<b>-0,7</b>	<b>-2,3</b>	<b>-4,3</b>	<b>38,0</b>	<b>40,3</b>	<b>30,4</b>
Eurozona	-0,6	-1,9	-5,3	44,7	46,6	69,3

<sup>a</sup> Službene procjene i projekcije. Za Hrvatsku, EIZG (2009b i 2009c). <sup>b</sup> Bruto dug na razini opće države.

Izvori: Europska komisija, Spring 2009 Forecast, svibanj 2009; MMF-ova izvješća za pojedine zemlje; nacionalni podaci

Grafikon 6. Dugoročne kamatne stope<sup>a</sup>

BG – Bugarska; CZ – Češka; HR – Hrvatska; HU – Mađarska; LT – Litva; LV – Latvija; PL – Poljska; SI – Slovenija; SK – Slovačka  
<sup>a</sup> Dugoročne državne obveznice u domaćoj valuti; horizontalna crta odnosi se na 10-godišnju njemačku referentnu obveznicu; podaci s kraja mjeseca; u postocima.

Izvori: Datastream; ESB; nacionalni podaci

matičnim bankama koje posluju u SIE-u, ponovo je došlo do pomaka žarišta politike u nekolicini zemalja. Narodna banka Češke najavila je povećanje kamatnih stopa kako bi spriječila daljnje klizanje krune, a Narodna banka Poljske, koja nije intervenirala na deviznom tržištu dulje od deset godina, prodala je dio sredstava koja poljska vlada dobiva od EU kako bi ojačala padajući zlot. Veći broj vlada najavio je početak intenziviranja pregovora s MMF-om o kreditima u slučaju nužde, a središnje banke i vlade nekolicine drugih zemalja pozvale su na koordinirani pristup EU kao pomoć stabiliziranju tržišta SIE-a.

### **Fiskalna politika: nedovoljna potpora makroekonomskoj stabilizaciji**

Poput monetarne politike, i fiskalna se politika tijekom prošle godine morala suočiti s nekoliko velikih izazova. Tijekom prve polovice 2008. kada je inflacija bila glavni izvor zabrinutosti, fiskalna je politika u većini zemalja SIE-a, uključujući i Hrvatsku, reagirala većom potrošnjom umjesto restriktivnijim mjerama (v. odjeljak 1). To je očito bio rezultat uvjerenosti da će rast inflacije biti privremen i da neće utjecati na očekivanja u vezi s plaćama. Inflatorna su očekivanja, međutim, i dalje rasla.

U jesen 2008. žarište fiskalnih mjera prebačeno je na osiguranje stabilnosti banaka povećanjem jamstava na bankovne depozite. Krajnja posljedica tih mjera bilo je pogoršanje fiskalnih rezultata u 2008. u gotovo svim zemljama SIE-a (tabl. 1). Samo su Mađarska i Bugarska prošle godine znatno poboljšale svoje fiskalne pozicije. Iako je Hrvatska prošle godine neznatno smanjila fiskalni deficit, valja napomenuti da su njezini udjeli prihoda i rashoda u BDP-u (45 odnosno 46%) još uvijek među

najvišima u regiji, te se mogu usporediti samo s onima u Bosni i Hercegovini, Crnoj Gori, Mađarskoj i Srbiji.

Dodatni problemi pojavili su se potkraj 2008. i početkom 2009. usred sve većih zahtjeva za fiskalnim poticajima. Kao što je već rečeno, djelomično kao reakcija na pakete koje su najavile vlade zapadnoeuropskih zemalja, neki su oporbeni političari i posebne interesne skupine tvrdili da bi hrvatska vlast trebala uvesti vlastite programe pomoći za odabrane sektore gospodarstva ili za razvoj javne infrastrukture. Ni ostale zemlje SIE-a nisu bile imune na takve zahtjeve. Prema najnovijim predviđanjima Europske komisije (2009), proračunski deficiti u 2009. povećat će se prosječno za 2% BDP-a, te čak za 7-8% u Latviji i Crnoj Gori (tabl. 1). U Češkoj, Poljskoj, Slovačkoj i Sloveniji proračunski će se deficiti povećati za 2,5-4,5% BDP-a, što će dijelom biti posljedica planiranog povećanja javnih rashoda. Mogući odgovor fiskalne politike na posljednji val nestabilnosti koji je poharao financijska tržišta u veljači 2009. tek treba razraditi.

Ostaje nepoznanica kako će se financirati veći proračunski deficiti u regiji. Visok stupanj nepovjerenja u sposobnost vlada u SIE-u da osiguraju sredstva za financiranje djelomično se odražava u znatnom povećanju dugoročnih kamatnih stopa (graf. 6). Stoga ne čudi posebice snažan porast dugoročnih kamatnih stopa za baltičke zemlje, Bugarsku, Hrvatsku i Mađarsku, čija je eksterna ranjivost najizraženija u regiji. Također ne čudi da su od listopada 2008. smanjeni rejtinzi državnog duga baltičkih država i Mađarske (kao i duga Hrvatske u domaćoj valuti).

Ukratko, fiskalna politika u Hrvatskoj, kao i drugdje u regiji, pruža samo ograničenu potporu monetarnoj politici u postojećim problematičnim uvjetima. U razdoblju koje je pred nama fiskalna bi politika trebala osigurati

potporu monetarnoj politici usmjeravanjem na konsolidaciju, a ne na ekspanziju. U zemljama poput Hrvatske prostor za poticanje gospodarstva fiskalnom ekspanzijom ograničen je prije svega načinom na koji strani i domaći ulagači gledaju na fiskalnu solventnost zemalja SIE-a. Ta je percepcija ozbiljno narušena tijekom posljednjeg kruga krize i vjerojatno se neće uskoro popraviti. Ali, kao što će biti govora u idućem odjeljku, čak ako i ne postoje financijska ograničenja, sama fiskalna ekspanzija nosi neke ozbiljne provedbene rizike.

### *Koji su rizici fiskalne ekspanzije?*

U uvjetima najdublje recesije u posljednjih nekoliko desetljeća, kada je monetarna politika dosegla granice održivosti snižavanjem nominalnih kamatnih stopa na razinu blizu nule, vlade mnogih velikih zemalja počele su uvoditi pakete fiskalnih poticaja kako bi osnažile proizvodnju i suzbile rastuću nezaposlenost. Procjenjuje se da će fiskalni poticaji u Europi u ovoj godini iznositi gotovo 3% BDP-a (Saha i von Weizsäcker, 2009). IMF (2008) očekuje da će globalni troškovi smanjenja poreza i povećanja javne potrošnje u 2009. iznositi 1,5% BDP-a.

Fiskalna je ekspanzija zapravo znatno odstupanje od prijašnjega, općeg konsenzusa protiv diskrecijskih fiskalnih politika. Prema tom stajalištu, fiskalna bi politika trebala podupirati gospodarstvo tijekom njegova usporavanja isključivo s pomoću automatskih stabilizatora, uz uvjet da je temeljna fiskalna pozicija bila stabilna. U vrijeme usporenog rasta gospodarstva fiskalni bi se deficit zbog smanjenja poreznih prihoda i rasta socijalnih transfera automatski povećavao. Opseg i snaga automatskih stabilizatora u pojedinim zemljama varira i ponajprije ovisi o progresivnosti poreznog sustava i prilagodljivosti naknada iz socijalnog osiguranja na rast BDP-a. Prema OECD-u (2008), ciklička komponenta proračunskog deficita, tj. nediskrecijska kolebanja prihoda i rashoda tijekom poslovnog ciklusa, povećala bi se za zemlje eurozone u 2009. godini za oko 1% BDP-a. Automatski bi stabilizatori, prema tome, trebali dati važan doprinos održavanju agregatne potražnje u gospodarstvu. Međutim, oni će istodobno dovesti do ozbiljnog narušavanja fiskalnih pozicija zemalja u eurozoni.

Konsenzus je također podrazumijevao da bi se primjena diskrecijskih financijskih poticaja velikih razmjera trebala ograničiti na izuzetno teške recesije. Sadašnja kriza, bez sumnje, pripada toj kategoriji: prijenosni mehanizam monetarne politike u mnogim je zemljama postao neučinkovit, te se čini kako je potrebno aktivirati dodatne mjere ekonomske politike da bi se ojačala proizvodnja i ublažile posljedice još dublje i trajnije recesije. Međutim, države koje razmišljaju o fiskalnoj ekspanziji trebaju voditi brigu o mogućim kratkoročnim i dugoročnim rizicima takvih mjera.

**Rizici održivosti.** Svaka fiskalna ekspanzija nosi u sebi potencijalnu prijetnju dugoročnoj održivosti javnih financija. Mnogo toga ovisi o početnom stanju javnih financija i problemima održivosti koji su postojali prije početka krize. U mnogim zemljama, uključujući i Hrvatsku, takvi problemi zasigurno postoje zbog prijašnjih visokih proračunskih deficita i visokoga javnog duga. Osim toga, aktivnosti koje države trenutačno poduzimaju kako bi spasile financijske institucije u teškoćama također će povećati javni dug. I, na kraju, glavno ograničenje za fiskalnu održivost jest utjecaj starenja populacije na rashode za mirovine i zdravstvenu zaštitu.

Sadašnja kriza pokazala je da su izgledi za fiskalnu održivost u mnogim zemljama znatno lošiji nego što se mislilo. Zemlje koje su proteklih godina bilježile vrlo snažan rast i fiskalne viškove, npr. Irska, Španjolska i Latvija, sada prolaze kroz vrlo oštru recesiju, što rezultira drastičnom revalorizacijom njihovih izgleda za rast, a time i njihove fiskalne održivosti. Na primjer, u siječnju 2009. agencija S&P snizila je dugoročni rejting državnih kredita Španjolske sa AAA na AA+. Taj je rejting za Latviju do listopada 2008. snižen već tri puta, a onda opet u veljači 2009. Jedna od sličnosti tih zemalja s Hrvatskom jest činjenica da su se njihova gospodarska ekspanzija i rast proračunskih prihoda znatnim dijelom oslanjali na građevinski sektor i sektor kupoprodaje nekretnina, koji upravo proživljavaju razdoblje izrazito loše konjunktura. Prijašnja iskustva pokazuju da su razdoblja loše konjunktura u građevinskom sektoru obično dugotrajna i teška. Nakon procvata gradnje, potaknutoga ponovnim ujedinjenjem početkom 1990-ih, proizvodnja i zaposlenost u građevinskom sektoru Njemačke padali su tijekom deset godina (od 1994. do 2004), a kumulativna kontrakcija u objema kategorijama iznosila je 30% (BIS, 2006).

Ponovna procjena solventnosti zemalja poput Hrvatske, koju su provela financijska tržišta, neizbježna je popratna posljedica postojećega sve većeg izbjegavanja rizika i tzv. bijega u sigurnost svjetskih ulagača. U sadašnjoj nesigurnoj situaciji ulagači prelaze na obveznice najpouzdanijih izdavatelja. Taj je prijelaz olakšan zahvaljujući znatnom porastu broja obveznica što su ih izdale države kojima je dodijeljen rejting AAA, kao što su SAD, Velika Britanija, Francuska i Njemačka. Stoga su premije rizika na državne obveznice i swapove u slučaju nenaplativosti kredita u zemljama eurozone poput Grčke i Irske, čije se fiskalne pozicije smatraju posebno krhkima, kao i u zemljama SIE-a, znatno porasle. Zabrinutost koju su izrazili investitori u vezi s posljednjim zemljama odnosi se i na goleme vanjske neravnoteže, veliku vanjsku zaduženost privatnog sektora i velike razmjere korištenja deviznih stambenih kredita. U takvim okolnostima dodatne bi fiskalne poticaje tržište moglo smatrati neodgovornom politikom i to bi moglo dovesti do

zatvorenog kruga daljnje deprecijacije valute, koja bi rezultirala neplaćanjem deviznih kredita i, u konačnici, bankovnom krizom.

**Učinkovitost planova fiskalnih poticaja.** Učinkovitost diskrecijskih aktivnosti fiskalne politike ovisi o načinu na koji se paket poticaja oblikuje i obznanjuje javnosti. Nedosljedni i nejasni planovi uzrokuju nesigurnost među privatnim subjektima, tako da krajnji učinak može biti štetan, umjesto da podupire gospodarsku aktivnost. Osim toga, za primjenu diskrecijskih fiskalnih aktivnosti obično treba podosta vremena, poglavito kad je riječ o infrastrukturnim projektima. Tako poticaj može početi djelovati tek u trenutku kada je gospodarstvo već oporavljeno, dodatno povećavajući njegov rast i rizik »pregrijavanja«.

Početno stanje javnih financija i način na koji potrošači i ulagači gledaju na buduće troškove poticaja imaju jak utjecaj na učinkovitost fiskalnog paketa. Privatni subjekti često racionalno očekuju pooštavanje fiskalne politike nakon recesije, znajući da će država morati otplatiti nagomilani dug, te će morati ili povećati poreze ili smanjiti javnu potrošnju. Njemačka je i ovaj put dobar primjer: nakon fiskalne ekspanzije 1990-ih, kojom je financirano ponovno ujedinjenje, njemačka su kućanstva znatno usporila rast potrošnje u ranim 2000-ima, očekujući smanjenje budućih mirovinskih i zdravstvenih naknada. Drugim riječima, stanovništvo se može odlučiti na štednju umjesto na trošenje dodatnog novca dobivenog privremenim povećanjem državne potrošnje ako očekuje da će država u budućnosti smanjiti socijalna davanja da bi mogla vratiti taj dug. Empirijska istraživanja pokazuju da se takvo ponašanje, koje se uklapa u tzv. Ricardo-vu ekvivalenciju, češće pojavljuje pri relativno visokom stupnju tzv. fiskalnog stresa što ga predstavlja razina državnog duga.

Diskrecijski fiskalni poticaj također je povezan s velikim brojem političkih rizika. Zbog političkih pritiska poticajna se sredstva često ne usmjeravaju prema onim

sektorima gospodarstva u kojima bi donosila najveće koristi za proizvodnju i zaposlenost, nego prema sektorima poput infrastrukturne izgradnje, gdje iskorištavanje poticajnih sredstava naširoko prate mediji, pa ono stoga ima najveću vrijednost za političare, da ne spominjemo posebne interesne skupine kao što su građevinski lobiji.

U opsegu u kojemu je fiskalnu ekspanziju moguće financirati bez znatnijeg povećanja rizika održivosti, Svjetska banka preporučuje usmjeravanje fiskalnih poticaja na siromašne i socijalno ranjive slojeve stanovništva te na privremeno povećanje (npr. na 12 mjeseci) socijalnih davanja poput dječjeg doplatka, naknada za nezaposlene i najnižih mirovina. Takvi su poticaji usmjereni na dijelove stanovništva s najvišom sklonošću potrošnji domaćih proizvoda, čime se ujedno pomaže domaćoj proizvodnji u vrijeme recesije (v. World Bank, 2009).

Učinkovitost proračunske ekspanzije u ublažavanju recesije također ovisi o otvorenosti ekonomije. Fiskalni multiplikatori obično su niži u malim i otvorenijim gospodarstvima, gdje se relativno velik dio sredstava namijenjen privatnim subjektima troši na uvoz umjesto na robu i usluge domaće proizvodnje (MMF, 2008). Čini se da se Hrvatska prilično dobro uklapa u taj opis.

Osim toga, veće zaduživanje države uključuje istiskivanje privatnog sektora iz ponude domaćih kredita. Banke i drugi domaći ulagači za vrijeme recesije često daju prednost posjedovanju državnih obveznica kao relativno sigurnoj imovini koja daje visoke prinose. To pak istiskuje ulaganje u privatnu imovinu kao što su zajmovi poduzećima i stanovništvu.

Ukratko, rizici za održivost i učinkovitost fiskalne ekspanzije u Hrvatskoj trenutačno su vrlo veliki. Popuštanje pred populističkim pritiscima i upuštanje u fiskalnu ekspanziju u sadašnjoj situaciji, na rubu krize, moglo bi opasno ugroziti makroekonomsku i financijsku stabilnost te gurnuti gospodarstvo još dublje u krizu umjesto da ga iz nje izbavi.



## Dodatak

 Tablica A1. Rast inozemnih kredita bankama u središnjoj i istočnoj Europi<sup>a</sup>

	Promjene bruto neplaćenih iznosa na kraju razdoblja								
	u mil. USD						u % BDP-a		
	2006.	2007.	1. tr./08.	2. tr./08.	3. tr./08.	4. tr./08.	2006.	2007.	2008.
Češka	1.631	5.966	3.872	338	-2.659	-3.094	1,1	3,4	-0,7
Mađarska	5.142	7.425	4.763	3.301	-2.575	3.904	4,5	5,4	6,0
Poljska	5.216	20.807	15.317	5.078	-4.768	-5.551	1,5	4,9	1,9
Slovačka	-2.817	5.393	510	2.518	-1.267	572	-5,0	7,2	2,4
Slovenija	4.021	6.453	2.659	1.507	-2.293	-1.283	10,3	13,7	1,1
Estonija	2.093	4.873	1.644	385	-1.080	178	12,7	23,3	4,9
Latvija	4.972	6.227	2.516	429	-716	-379	24,9	21,6	5,4
Litva	3.242	5.423	697	1.141	458	278	10,8	13,9	5,4
Bugarska	420	3.616	1.106	2.731	992	-369	1,3	9,1	8,6
Hrvatska	2.798	65	2.010	-620	-2.539	2.075	5,7	0,1	1,3
Rumunjska	4.872	17.053	4.061	3.823	-538	500	4,0	10,1	3,9
Turska	4.832	4.169	8.268	-4.404	7037	-7.138	0,9	0,6	0,5
Albanija	-380	165	-121	-27	-25	-1	-4,2	1,5	-1,3
Bosna i Hercegovina	442	844	180	407	-443	184	3,6	5,6	1,8
Makedonija	1	40	-10	6	-15	-39	0,0	0,5	-0,6
Srbija	2.486	-672	-43	112	-55	684	8,4	-1,7	1,4
Crna Gora	53	528	108	114	19	19	2,0	13,7	5,4

<sup>a</sup> Inozemni krediti banaka koje podnose izvješća BIS-u.

Izvori: BIS; MMF

 Tablica A2. Rast inozemnih kredita nebankovnom sektoru u središnjoj i istočnoj Europi<sup>a</sup>

	Promjene bruto neplaćenih iznosa na kraju razdoblja								
	u mil. USD						u % BDP-a		
	2006.	2007.	1. tr./08.	2. tr./08.	3. tr./08.	4. tr./08.	2006.	2007.	2008.
Češka	3.465	3.514	2.325	1.076	-1.939	-72	2,4	2,0	0,6
Mađarska	1.284	7.087	3.624	5.292	438	-622	1,1	5,1	5,6
Poljska	6.242	6.432	4.405	1.960	-1.880	-1.573	1,8	1,5	0,6
Slovačka	915	2.391	1.053	267	801	-79	1,6	3,2	2,1
Slovenija	1.108	2.984	892	619	-540	592	2,8	6,3	2,9
Estonija	1.292	574	188	69	-364	-179	7,9	2,7	-1,2
Latvija	668	2.532	394	233	-368	-40	3,4	8,8	0,6
Litva	1.448	1.543	934	691	-703	-143	4,8	4,0	1,6
Bugarska	2.786	2.188	1.600	1.147	-360	577	8,8	5,5	5,7
Hrvatska	2.794	6.569	2.293	1.439	-480	358	5,7	11,2	5,2
Rumunjska	4.354	7.096	3.275	2.071	291	996	3,5	4,2	3,3
Turska	16.229	22.058	7.306	6.842	192	-3.460	3,1	3,4	1,5
Albanija	-462	-19	16	191	22	296	-5,1	-0,2	4,0
Bosna i Hercegovina	-39	348	164	111	-62	-30	-0,3	2,3	1,0
Makedonija	37	98	61	27	35	21	0,6	1,2	1,5
Srbija	2.016	3.427	781	-193	120	-395	6,8	8,5	0,6
Crna Gora	104	222	50	154	-2	16	3,9	5,8	4,5

<sup>a</sup> Inozemni krediti banaka koje podnose izvješća BIS-u.

Izvori: BIS; MMF

## Literatura

- Bajo, A., 2008.** »Državni proračun za 2008. godinu – socijalni mir i ekspanzija javnog sektora«. *Aktualni osvrt* [online]. Zagreb: Institut za javne financije. Dostupno na: [<http://www.ijf.hr/osvrti/1.pdf>].
- BIS, 2006.** »Residential investment and housing markets« in: *76<sup>th</sup> Annual Report, 2005/06*, Chapter 2. Basel: Bank for International Settlements. Dostupno na: [[www.bis.org](http://www.bis.org)].
- Consensus Economics, 2009.** *Eastern Europe Consensus Forecasts*. London: Consensus Economics.
- Čičin-Šain, A., 2008.** »Nakon financijske, velika gospodarska kriza«. *Jutarnji list*, 29. studenog 2008.
- EIZG, 2008.** *Croatian Economic Outlook Quarterly*, No. 36. Dostupno na: [<http://www.eizg.hr/AdminLite/FCKeditor/UserFiles/File/CEO36-October08.pdf>].
- EIZG, 2009a.** *Mjere za ublažavanje posljedica gospodarske krize*. Zagreb: Ekonomski institut Zagreb. Dostupno na: [<http://www.eizg.hr/Item.aspx?Id=488&lang=1>].
- EIZG, 2009b.** *Croatian Economic Outlook Quarterly*, No. 37. Dostupno na: [<http://www.eizg.hr/AdminLite/FCKeditor/UserFiles/File/CEO37-January09.pdf>].
- EIZG, 2009c.** *Croatian Economic Outlook Quarterly*, No. 38. Dostupno na: [<http://www.eizg.hr/AdminLite/FCKeditor/UserFiles/File/CEO38-April09.pdf>].
- Gatarić, Lj., 2008.** »Šukerov paket mjera: kritika ekonomista«. *Večernji list*, 25. svibnja.
- IMF, 2008.** »Fiscal policy as countercyclical tool«. *World Economic Outlook*, Chapter 5, October. Washington: International Monetary Fund.
- Mihaljek, D., 2008.** »The financial stability implications of increased capital flows for emerging market economies«. *BIS Papers*, (44), 11-44.
- Moody's Investors Service, 2009.** *West European ownership of east European banks during financial and macroeconomic stress* [online]. Available from: [[www.moodys.com](http://www.moodys.com)].
- OECD, 2008.** *Economic Outlook*, No. 84. Paris: OECD.
- OeNB, 2009.** »Facts and figures on economic developments and the financial sector in an increasingly integrated Europe« [online]. Vienna: Austrian National Bank, March 9.
- Ott, K., 2008.** »Da se smrzneš« [online]. *Banka*, prosinac. Dostupno na: [<http://www.bankamagazine.hr/Naslovnica/Kolumne/KatarinaOtt/tabid/136/View/Details/ItemID/45748/ttl/Da-se-smrznes/Default.aspx>].
- Ott, K., 2009.** »Fiskalna destimulacija umjesto fiskalne stimulacije«. *Aktualni osvrt* [online]. Zagreb: Institut za javne financije. Dostupno na: [<http://www.ijf.hr/osvrti/9.pdf>].
- Pavić, A., 2008.** »Stručnjaci: glavni cilj u ovoj godini je borba s rastućom inflacijom« [online]. *Poslovni dnevnik*, 14. ožujka. Dostupno na: [<http://www.poslovni.hr/73651.aspx>].
- Saha, D. and Weizsäcker, J. von., 2009.** »Estimating the size of the European stimulus packages for 2009: an update«. Bruegel Note, February 20.
- Standard and Poor's, 2009.** *Market dislocation exposes vulnerability of eastern European economies* [online]. February 23. Dostupno na: [[www.standardandpoors.com](http://www.standardandpoors.com)].
- Šajatović, M., 2008.** »Štednja u proračunu za 2009. pogrešna mjera u pogrešno vrijeme«. *Lider*, 16. listopada.
- Varošaneć, S., 2008.** »Ekonomisti nude recept rasta od 7%«. *Poslovni dnevnik*, 8. veljače 2008.
- World Bank, 2009.** *Russian economic report*, No. 18. Dostupno na: [[www.worldbank.org.ru](http://www.worldbank.org.ru)].

**Poštarina plaćena  
u poštanskom uredu  
10000 ZAGREB**

**TISKANICA**