

# STRATEGIJA FINANCIRANJA FISKALNIH I VANJSKIH NERAVNOTEŽA TIJEKOM DUŽNIČKE KRIZE U EUROZONI

Alka OBADIĆ, Tomislav GLOBAN\*

*Financijska i ekonomska kriza koja je započela u Sjedinjenim Američkim Državama nije bila uzrok, već samo okidač dužničke krize u eurozoni. Pritisnute negativnim gospodarskim kretanjima i visokim razinama duga koje su godinama bivale akumulirane konstantnim deficitima na tekućem računu platne bilance, pojedine zemlje eurozone suočile su se s otežanom mogućnošću vraćanja preuzetih inozemnih obveza. Na vidjelo su tada izašli duboki strukturni problemi i ozbiljne manjkavosti monetarne unije u Europi. U ovom radu istražuju se uzroci i posljedice aktualne dužničke krize u eurozoni kroz prizmu kretanja salda tekućeg računa platne bilance u odabranim zemljama Europske unije i u Hrvatskoj te se analiziraju implikacije takvih kretanja na razvojnu strategiju malog otvorenog gospodarstva.*

**Ključne riječi:** *dužnička kriza, eurozona, tekući račun platne bilance, razvojna strategija, Hrvatska*

## 1. UVOD

Financijska kriza uzrokovana propašću američke investicijske banke *Lehman Brothers* 15. rujna 2008. godine, paralizirala je globalni financijski sustav te se ubrzo prelila u globalnu ekonomsku krizu. Usporavanje ekonomskog rasta reflektiralo se u smanjenoj agregatnoj potražnji (prije svega smanjenoj količini

---

\* Prof. dr. sc. Alka Obadić, Tomislav Globan, univ. spec. oec., Ekonomski fakultet Sveučilišta u Zagrebu, Hrvatska

proizvodnje, a time i potrebom za radnom snagom) te postepeno i fiskalnoj krizi, koja je dovela do rastućih proračunskih deficita, kao i javnog i privatnog zaduživanja. Kao odgovor na krizu, zemlje eurozone mobilizirale su velike iznose javnih sredstava za spašavanje posrnutih poduzeća još od svibnja 2010. godine. Ukoliko u takvim situacijama kreatori ekonomske politike izgube svoj kredibilitet, De Grauwe (2011) smatra da ekonomija može biti pod utjecajem špekulativnih napada, koji mogu ozbiljno oštetiti kreditnu sposobnost vlade. Ako neki investitori posumnjaju da zemlja neće moći vratiti svoj javni dug, oni će prodati pojedine državne obveznice koje posjeduju, što će dovesti do pada njihove cijene i rasta efektivnih kamatnih stopa.

Trenutna kriza na području Europe ipak se ne može pripisati isključivo faktorima (ne)povjerenja, već je rezultat niza godina iskrivljenog rasta tijekom kojeg su neke europske zemlje imale velike deficite tekućih računa i/ili državnih proračuna i dozvolile su porast jediničnih troškova rada u odnosu na druge članice eurozone. Tako su se stvorile nezanemarive razlike između sjevera i juga Europe, odnosno centra Europske unije i njene periferije, gdje su periferne zemlje, prije svega Portugal, Irska, Italija, Grčka i Španjolska - tzv. PIIGS zemlje - gomilale negativne pokazatelje deficita tekućeg računa, visine vanjskog duga i proračunskog deficita. Pojava deficita tekućeg računa platne bilance u konačnici utječe na smanjivanje međunarodnih rezervi zemlje i onemogućuje daljnja plaćanja prema inozemstvu. Stoga se uspostavljanje ravnoteže platne bilance smatra dugoročnim ciljem svake ekonomske politike te bi od strateškog interesa svake vlade trebalo biti nastojati eliminirati neravnotežu platne bilance i osigurati njenu dugoročnu ravnotežnu održivost.

Svrha je ovog rada istražiti uzroke i posljedice aktualne dužničke krize u eurozoni, koja je započela krajem prošlog desetljeća. Analiza rada koncentrirana je na kretanja salda tekućeg računa platne bilance u odabranim zemljama Europske unije i u Hrvatskoj te na implikacije takvih kretanja u okviru razvojne strategije malog otvorenog gospodarstva.

Rad je strukturiran na sljedeći način:

Nakon uvodnog dijela, u drugom dijelu rada dan je teorijski pregled mehanizama tekućeg računa platne bilance i međunarodnih transakcija. U trećem dijelu naglasak je na komparativnoj analizi tekućeg računa platne bilance i pokazatelja zaduženosti u odabranim zemljama Europske unije i u Republici Hrvatskoj. U četvrtom, posljednjem dijelu, sumiraju se zaključci analize te se iznose njihove implikacije na kreiranje nove razvojne strategije u malom otvorenom gospodarstvu u uvjetima krize.

## 2. TEORIJSKI PREGLED

Tijekom 2005. godine Europska unija ublažila je prvotno definirana pravila Pakta o stabilnosti i rastu (engl. *Stability and Growth Pact*)<sup>1</sup>, a labavljenje obveza održavanja fiskalne discipline zemalja članica nije dovelo do poboljšanja njihove fiskalne pozicije. Dapače, takva situacija omogućila je mediteranskim zemljama održavanje režima inflacije<sup>2</sup>, tj. visoke cijene rada i slabe relativne konkurentnosti gospodarstva. Umjesto da su povremeno devalvirale te time nastojale učiniti svoja gospodarstva konkurentnijima, one su akumulirale sve veće javne dugove koji nisu bili održivi. Iako su se spomenuti dugovi smatrali ozbiljnom povredom pravila iz Maastrichta, nitko nije želio vjerovati da bi na kraju to moglo dovesti do nemogućnosti ispunjavanja obveza po osnovi državnih obveznica (Blankart, 2012, 25).

Kao što je istaknuto, ako u nacionalnim državama postoji režim inflacije, javlja se slijed inflacije i devalvacija, s obzirom na to da vlade ne mogu vjerodostojno izdržati zahtjeve sindikata. U takvim situacijama može pomoći sustav fiksnih tečajeva. Vlada tada više ne može koristiti tečaj kao rješenje te joj, ako želi zadržati visoku internu razinu cijena i troškova rada, preostaje akumulirati javni dug. U takvim situacijama primjenjuju se tradicionalni makroekonomske modeli Ricarda-Barra i Keynesa, prema kojima u slučaju proračunskog deficita stupaju na snagu samoispravljajući mehanizmi, tako da javni dug ne raste bez granica i proračun se vraća u ravnotežu. U slučaju SAD-a, tada se paralelno javlja dvojni deficit (engl. *twin deficit*), odnosno proračunski deficit zajedno s deficitom platne bilance. Elmendorf i Mankiw (1999) objašnjavaju odnos između dvaju deficita na sljedeći način: domaća kućanstva podliježu proračunskom ograničenju, koje je dano sljedećim jednadžbama:

$$Y = C + S + T \quad (1)$$

gdje je  $Y$  nacionalni dohodak,  $C$  potrošnja,  $S$  štednja domaćih kućanstava i  $T$  porezi umanjani za državne transfere.

---

<sup>1</sup> Detaljnije o Paktu o stabilnosti i rastu (engl. *Stability nad Growth Pact*) vidjeti na: [http://ec.europa.eu/economy\\_finance/economic\\_governance/sgp/index\\_en.htm](http://ec.europa.eu/economy_finance/economic_governance/sgp/index_en.htm) (pristupljeno: 31.5.2012.)

<sup>2</sup> Režim inflacije karakteriziraju jaki sindikati, slaba vlada i slaba snaga središnje banke. Nakon raspada sustava iz Bretton Woods-a (14.03.1973.) takav režim razvio se na području Francuske i mediteranskih zemalja (Grčka, Italija, Španjolska i Portugal), (Blankart, 2012).

Na drugi način nacionalni dohodak se može zapisati i kao:

$$Y = C + I + G + NX \quad (2)$$

gdje  $I$  označava domaće investicije,  $G$  državne izdatke i  $NX$  neto izvoz.

Kombinacijom jednadžbe (1) i (2) dobiva se:

$$S + (T - G) = I + NX \quad (3)$$

pri čemu zbroj privatne štednje ( $S$ ) i javne štednje ( $T-G$ ) na lijevoj strani jednadžbe mora biti jednak zbroju investicija i neto izvoza na desnoj strani jednadžbe (3).

Neto izvoz odgovara neto uvozu kapitala (NKI), koji obuhvaća domaće strane investicije umanjene za domaće investicije u inozemstvu:

$$NX = NKI \quad (4)$$

ili kako slijedi iz jednadžbe (3):

$$S + (T - G) = I + NKI \quad (5)$$

Iz jednadžbe (5) proizlazi da se platna bilanca može prikazati kao odnos između domaće štednje i investicija te iz nje proizlazi kako do kreiranja proračunskog deficita dolazi uslijed konstantnih državnih izdataka uz smanjivanje poreznih prihoda, tj. ako dođe do opadanja javne štednje ( $T - G$ ). Postoje razni načini uravnoteženja mehanizma iz jednadžbe (5). Prema rikardijanskoj teoriji, pojedinci mogu povećati svoju štednju. Prema kejnzijanskom pristupu, pojedinci također mogu smanjiti ulaganja ili mogu (putem rasta uvoza) pokušati smanjiti neto uvoz kapitala (NKI). Proračunski deficit ogleda se u deficitu platne bilance i time stvara problem dvojnog deficita (Blankart, 2012, 25). Iz jednadžbe (5) također proizlazi da pogoršanje salda tekućeg računa platne bilance može nastati kao posljedica smanjenja štednje i/ili porasta investicija. Nadalje, porast investicija dovodi do povećanja deficita tekućeg računa platne bilance zbog sve većih zahtjeva za financiranjem. Na taj način su deficititi na tekućem računu potaknuti zaduživanjem privatnog i javnog sektora u zemljama PIIGS-a, što će se detaljnije analizirati u trećem dijelu ovoga rada.

Ako postoji deficit na tekućem računu platne bilance, financirat će se suficitom, odnosno priljevom financijskih sredstava na kapitalnom računu. Dakle,

održavanje deficita tekućeg računa platne bilance znači da se zemlja sve više zadužuje u inozemstvu. Obrnuto, zemlje sa suficitom tekućeg računa svojim plasmanima kapitala u inozemstvo, povećanjem deviznih i zlatnih rezervi ili drugim metodama postižu uravnoteženje, odnosno eliminiranje viškova tekućeg računa platne bilance. Ako je saldo kapitalno-financijskog računa platne bilance pozitivan (kao u slučaju Republike Hrvatske), tada on prikazuje strukturu financiranja deficita tekućeg računa (npr. smanjenje sredstava na deviznim računima, smanjenje razine deviznih pričuva, priljev na osnovi ulaganja iz inozemstva, kreditno zaduživanje u inozemstvu i sl.) prema vrstama ulaganja, institucionalnim sektorima, instrumentima, ročnosti i sl.

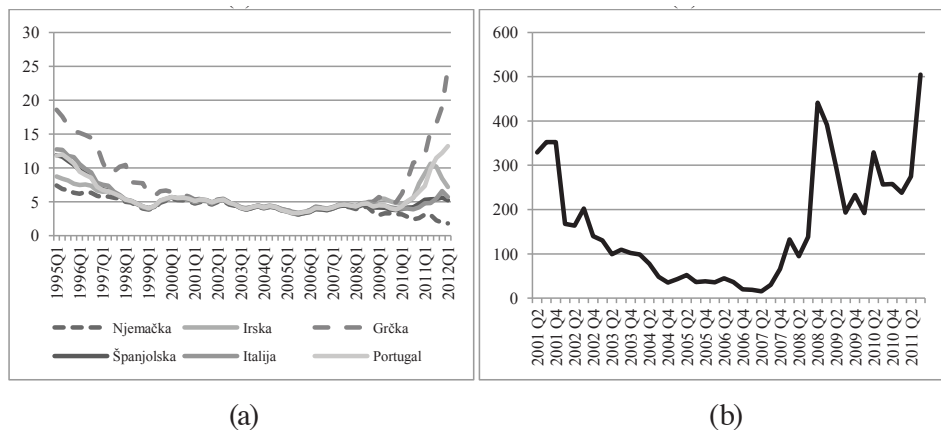
### **3. KOMPARATIVNA ANALIZA STANJA TEKUĆEG RAČUNA I JAVNOG DUGA ODABRANIH ZEMALJA EUROPSKE UNIJE I HRVATSKE**

#### *3.1. ULOGA DVOJNIH DEFICITA U KREIRANJU DUŽNIČKE KRIZE U EUROZONI*

U razdoblju koje je prethodilo nedavnoj financijskoj krizi, ekonomski teoretičari i kreatori ekonomske politike nisu pridavali veliku pažnju unutarnjoj neravnoteži tekućeg računa platne bilance. Očekivalo se da će tržište samo bez poteškoća ispraviti te nepravilnosti. Međutim, stvarnost je bila potpuno drugačija. U perifernim zemljama eurozone ključan pokretač deficita bila je lagana dostupnost kredita koja je omogućila tim zemljama da jeftino financiraju svoje privatne i javne deficite, tj. razliku između štednje i investicija.

Grafikon 1a prikazuje kako su se kretali prinosi na desetogodišnje državne obveznice u odabranim zemljama eurozone u posljednjih 15-ak godina. Vidljivo je da je već sredinom 1990-ih bio prisutan trend konvergencije dugoročnih prinosa u perifernim zemljama eurozone u odnosu na referentnu njemačku obveznicu. Proces konvergencije dovršen je početkom prošlog desetljeća, a trajao je sve do 2008. godine. U tom razdoblju zemlje poput Grčke, Portugala, Španjolske, Italije ili Irske mogle su se dugoročno zaduživati pod gotovo jednakim uvjetima kao i Njemačka, bez obzira na to što su, u odnosu na Njemačku, imale lošije fundamentalne ekonomske pokazatelje. Sličan trend bio je prisutan i u Hrvatskoj gdje je premija rizika, izražena CDS (engl. *credit default swap spread*) na petogodišnju državnu obveznicu, konvergirala onima u europskim zemljama, da bi se sredinom 2007. spustila na rekordno niskih 15 baznih bodova (Grafikon 1b).

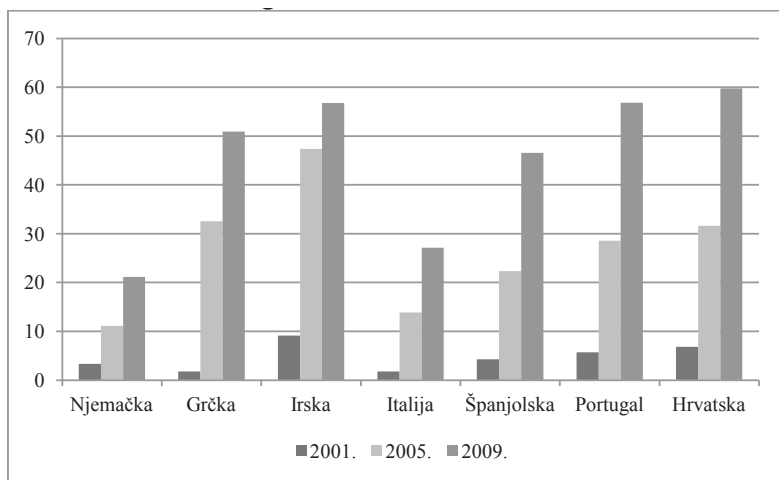
Grafikon 1. (a) Postotni prinosi na desetogodišnje državne obveznice prema kriteriju konvergencije u odabranim zemljama eurozone; (b) CDS spread na petogodišnju hrvatsku obveznicu izražen u baznim bodovima



Izvor: Eurostat i Bloomberg

Rekordno niske kamatne stope nakon uvođenja eura te jeftin pristup međunarodnoj likvidnosti, zemlje PIIGS-a iskoristile su za povećanje privatnih i javnih investicija. U Portugalu i Grčkoj država je iskoristila to razdoblje za porast zapošljavanja i rast nadnica, dok je u Irskoj i Španjolskoj privatni sektor krenuo u izgradnju većeg broja stanova i kuća, kreirajući novo zapošljavanje i rast nadnica u građevinskom sektoru. Rast nadnica doveo je do viših poreznih prihoda te su državni zaposlenici koristili svoje povećane nadnice za izgradnju većih i boljih domova, a građevinski sektor imao je izravne koristi. Sve to stvorilo je privredni rast sa visokim stopama rasta, opadajućim stopama nezaposlenosti, visokim rastom nadnica i visokim stopama inflacije (CESifo, 2012, 66).

*Grafikon 2. Stope rasta prosječnih nominalnih plaća u odabranim zemljama eurozone i u Hrvatskoj u odnosu na bazu 2000. godinu*



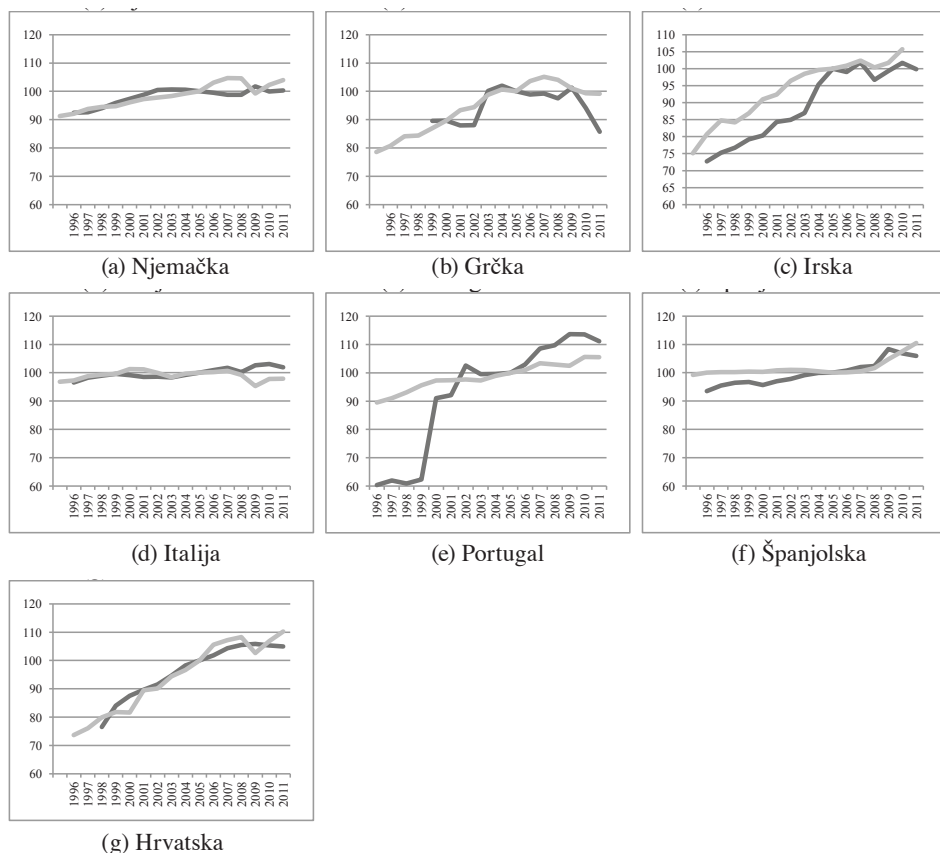
Izvor: izračun autora na temelju podataka iz MMF – International Financial Statistics, a za Portugal na temelju Eurostata

Iz Grafikona 2 vidljivo je kako su se prosječne nominalne plaće povećale u svim promatranim zemljama tijekom prethodnog desetljeća, no razlike među zemljama su osjetne. Tako su u Njemačkoj prosječne nominalne plaće 2005. godine bile 11 posto veće u odnosu na bazu 2000., a 2009. godine 21 posto. Istovremeno, osjetno veći porast plaća dogodio se na periferiji eurozone pa su tako 2009. godine plaće u Španjolskoj bile 46,6 posto veće nego 2000., u Grčkoj 50,9 posto veće, a u Irskoj i Portugalu 56,8 posto veće. Prosječne plaće u Hrvatskoj rasle su još brže nego u navedenim zemljama te su 2009. godine bile uvećane za čak 60 posto u odnosu na 2000. godinu, što je najveći porast u usporedbi sa zemljama eurozone (Grafikon 2).

Usporedimo li kretanje realnih plaća s obzirom na kretanje produktivnosti rada, dolazimo do još zanimljivijih zaključaka. Grafikon 3a pokazuje kako je Njemačka u razdoblju neposredno prije globalne krize (od 2005. do 2008.) zabilježila snažan rast produktivnosti, dok su istovremeno u toj zemlji plaće od početka prošlog desetljeća stagnirale, a od 2004. čak i padale. To je rezultat političke odluke o rezanju troškova i zamrzavanju rasta nominalnih nadnica kako bi se povećala konkurentnost njemačkog gospodarstva, inače smanjena tijekom 1990-ih (Mayer et al., 2012, 36).

Istovremeno, zemlje poput Italije, Portugala ili Španjolske (Grafikon 3d, 3e i 3f) karakterizirala je stagnirajuća produktivnost rada uz brz rast realnih plaća, što je učinilo izvozne proizvode tih zemalja sve manje konkurentnima na europskom tržištu. Zanimljivo je da je Grčka, kao i Irska, kroz promatrano razdoblje bilježila postojan rast produktivnosti rada, no i u tim je zemljama prije krize zabilježen snažan rast realnih plaća i to po znatno većim stopama u odnosu na rast produktivnosti (Grafikon 3b i 3c). Istovremeno, realne plaće u Hrvatskoj rastle su po gotovo konstantnim stopama te su uglavnom pratile porast produktivnosti rada (Grafikon 3g).

*Grafikon 3. Kretanje prosječnih realnih plaća (tamna linija) i produktivnosti rada (svijetla linija) u odabranim zemljama eurozone i u Hrvatskoj, 2005.=100*

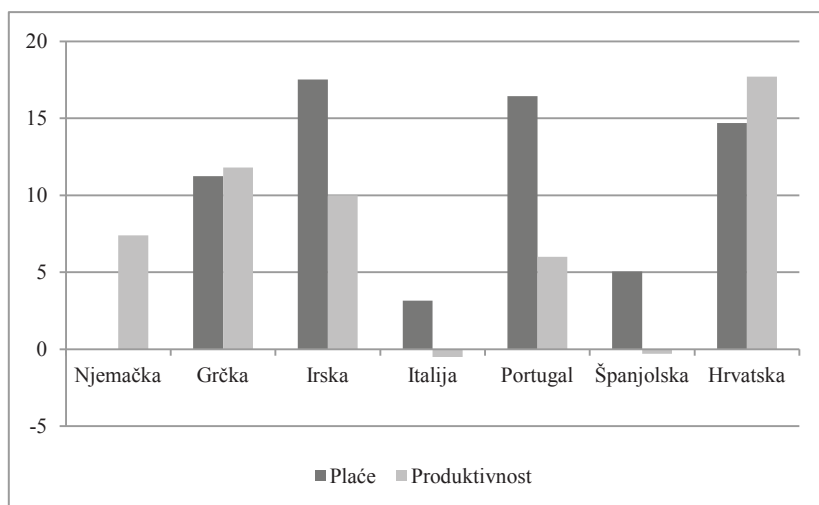


Izvor: izračun autora na temelju podataka iz MMF – International Financial Statistics, a za Portugal na temelju Eurostata



Grafikon 4 sumira prethodnu analizu te uspoređuje apsolutne promjene produktivnosti rada i prosječnih realnih plaća u pretkriznom razdoblju od 2001. do 2007. Vidljivo je da su u zadnjoj godini prije krize (2007.) Španjolska i Italija imale čak i nižu razinu produktivnosti nego 2001. godine, dok su im plaće istovremeno nezanemarivo porasle. S druge strane, realne plaće u Njemačkoj 2007. ostale su na gotovo identičnoj razini kao i 2001., dok je produktivnost rada porasla preko 7 baznih bodova.

*Grafikon 4. Apsolutna promjena produktivnosti rada i prosječnih realnih plaća u razdoblju 2001. -2007. u odabranim zemljama eurozone i u Hrvatskoj, izraženo u baznim bodovima*

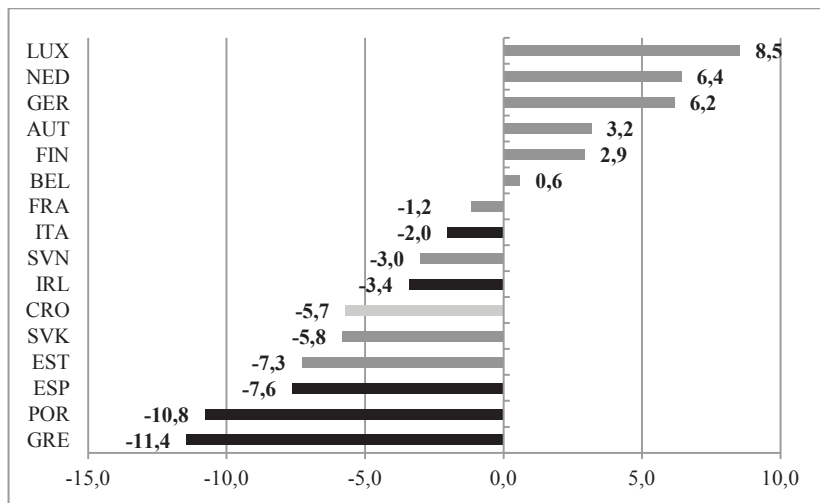


Izvor: izračun autora na temelju podataka iz MMF – International Financial Statistics, a za Portugal na temelju Eurostata

Rast plaća očekivano se odrazio i na porast opće razine cijena u eurozoni. Tako su u razdoblju od 1995.-2008. cijene na području eurozone porasle 26%. Cijene domaće proizvedenih dobara i usluga u Grčkoj porasle su u tom razdoblju za 67%, dok su cijene u Njemačkoj porasle samo za 9% (CESifo, 2012, 63). Iz navedenog proizlazi da je Njemačka deprecirala u realnim uvjetima u usporedbi sa svojim trgovinskim partnerima, dok je Grčka aprecirala. Tijekom vremena zemlje koje su aprecirale kreirale su deficite na svojim tekućim računima, s obzirom da su rastuće cijene podcijenile konkurentnost njihovog

izvoza, a rastuće realne nadnice potaknule su uvoz. Taj fenomen prikazan je grafikonom 5, koji prikazuje prosječno kretanje deficita tekućih računa u razdoblju od 2005.-2010.

*Grafikon 5. Prosječna razina suficita/deficita tekućeg računa platne bilance u zemljama eurozone i u Hrvatskoj u razdoblju 2005. – 2010., u postotku BDP-a*



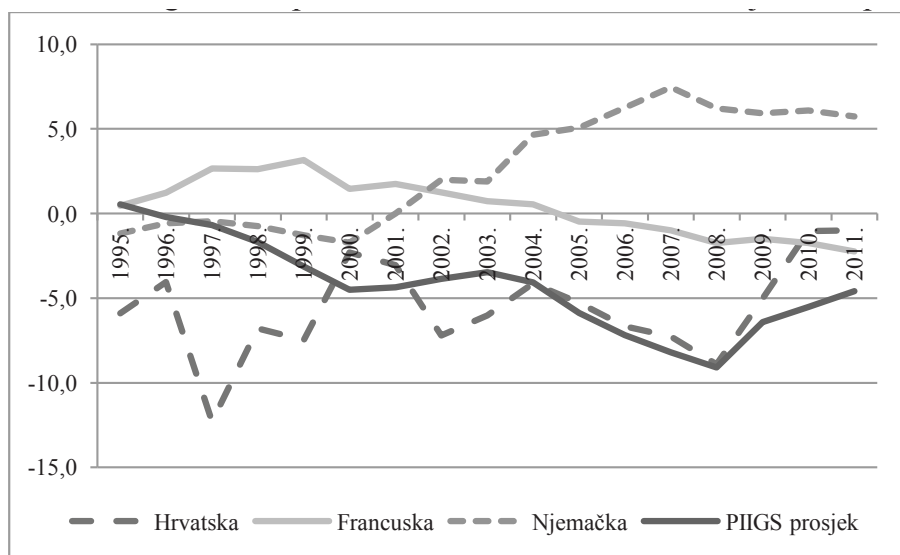
Izvor: MMF - World Economic Outlook

Portugal i Grčka u promatranom su razdoblju bilježile izuzetno visoke deficite tekućeg računa – 10,8% odnosno 11,4% BDP-a – najviše od svih zemalja članica eurozone (Grafikon 5). Visoke razine deficita zabilježene su i u Španjolskoj, Estoniji i Slovačkoj, u svima prosječno preko 5% BDP-a. Lane i Pels napominju kako su deficiti tekućih računa platne bilance Portugala i Grčke dio ekonomskog integracijskog procesa u Europi. Smatraju kako je povećana financijska integracija u EU i eurozoni smanjila troškove posuđivanja, potičući siromašne zemlje da posuđuju još više (Lane i Pels, 2011, 3). Aristovnik i Djurić (2010, 2) naglašavaju kako su Portugal, Španjolska i Grčka nastojale potaknuti ekonomski rast privlačenjem stranog kapitala te postepeno šireći proračunski deficit zajedno s deficitom tekućeg računa platne bilance, dok je Blanchard (2006) na primjeru Portugala i Grčke u razdoblju od 1991.-2000. pokazao da se dvije trećine deficita tekućeg računa u tim zemljama može obja-

sniti smanjenim udjelom nacionalne štednje. Promatramo li zemlje PIIGS-a agregirano, vidjet ćemo da su na vrhuncu kreditnog mjehura (2008. godine) imale prosječan deficit tekućeg računa na razini višoj čak i od 9% BDP-a (Grafikon 6). S druge strane, samo je šest zemalja eurozone koje su u promatranom periodu (2005. – 2010.) u prosjeku zabilježile suficit tekućeg računa. To su Luksemburg, Nizozemska, Njemačka, Austrija, Finska i Belgija (Grafikon 5).

Hrvatska je, usporedimo li je sa zemljama eurozone, također među većim neto uvoznicima dobara i usluga, s prosječnim deficitom tekućeg računa od 5,7% BDP-a u razdoblju od 2005. do 2010. godine. Hrvatska godinama bilježi visok deficit koji je prvenstveno posljedica manjka domaće štednje u odnosu na investicije i mora se financirati inozemnom štednjom odnosno zaduživanjem u inozemstvu. Hrvatski deficit je od početka 2000-ih visoko korelirao i kretao se usporedno s prosječnim deficitom PIIGS zemalja te je 2008. iznosio istovjetnih 9% BDP-a (Grafikon 6). Nakon izbivanja recesije u Hrvatskoj, ali i dužničke krize u eurozoni, došlo je do značajne prilagodbe na tekućem računu RH te je zbog snažnog pada uvoza dobara došlo do smanjenja deficita na svega 1% BDP-a u 2010. i 2011. godini.

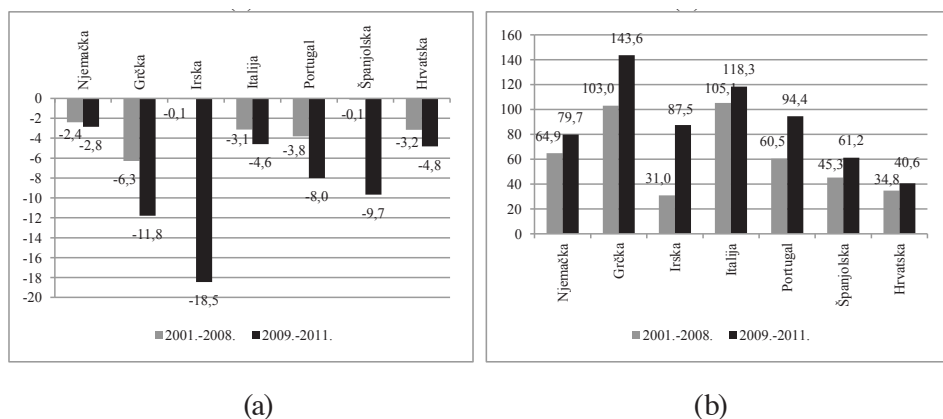
Grafikon 6. Deficit tekućeg računa platne bilance u odabranim zemljama, u postotku BDP-a



Izvor: MMF - World Economic Outlook

Osim sve većih deficita na tekućem računu platne bilance proizašlih iz rastućih neravnoteža u vanjskoj trgovini između „sjevera“ i „juga“ eurozone, u pretkriznom razdoblju generirali su se deficiti i na saldu državnog proračuna. Grafikon 7a svjedoči o tome kako je u razdoblju od 2001. do 2008. prosječna razina proračunskog deficita nadmašivala maastrichtskih 3% BDP-a u Italiji i Portugalu, dok je u Grčkoj ovaj deficit iznosio dvostruko više od dozvoljenog, tj. bio je iznad 6% BDP-a. Akumulacija proračunskih deficita iz godine u godinu dovela je do visoke razine javnog duga koje su u Grčkoj i Italiji u pretkriznom razdoblju prosječno premašivale 100% BDP-a (Grafikon 7b).

Grafikon 7. (a) Prosječna razina salda državnog proračuna i (b) visine javnog duga u odabranim zemljama prije i nakon krize, u postotku BDP-a



Izvor: MMF - World Economic Outlook

Zanimljivo je primijetiti kako je Njemačka u pretkriznom razdoblju imala prosječnu razinu javnog duga iznad Maastrichtom dozvoljenih 60%. Naime, Njemačka se, zajedno s Francuskom, u prvoj polovici 2000-ih borila s rastućom nezaposlenošću i negativnim ekonomskim kretanjima zbog čega su te dvije zemlje povećale javne rashode kako bi pokrenule gospodarstvo. Time su Njemačka i Francuska izravno prekršile Pakt o stabilnosti i rastu koji je zabranjivao kreiranje takvih deficita, no sankcija nije bilo te su u konačnici, reformom Pakta, fiskalna pravila znatno olabavljena.

### 3.2. POSLJEDICE KRIZE I FINANCIRANJE NERAVNOTEŽA TEKUĆIH RAČUNA

Tek nakon propasti američke investicijske banke *Lehman Brothers* u drugoj polovici 2008. te širenjem financijske krize na svijet, kamate na dugoročno zaduženje zemalja u eurozoni ponovno su se počele razdvajati, a razlike su eksplodirale nakon proljeća 2010. godine. Najdrastičniji rast kamata dogodio se u Grčkoj u kojoj su prinosi na dugoročne obveznice do kraja 2010. premašili 11 posto, a u prvom kvartalu 2012. dosegle čak 25 posto (Grafikon 1a). Takva kretanja imala su vrlo negativne učinke na investicije, zaposlenost i bruto domaći proizvod u zemlji. Europska unija je ubrzo reagirala kreirajući program spašavanja za Grčku, uspostavljajući Europski mehanizam financijske stabilnosti (engl. *EFSF-European Financial Stability Facility*) 8. i 9. svibnja 2010. godine. Ove mjere dovele su do privremenog smanjenja kamatnih stopa, međutim od 1. lipnja 2010. godine grčke stope počele su ponovno rasti. U međuvremenu je objavljen i novi program spašavanja Grčke u iznosu od 130 milijardi eura, ali očito sve te mjere nisu bile dovoljne kako bi se spriječilo podizanje grčke premije rizika na ekstremno visoke razine (CESifo, 2012, 61).

Grafikon 1a također jasno pokazuje da je nakon izbijanja krize trend kamatnih stopa u Irskoj i Portugalu bio sličan onome u Grčkoj, ali s određenim kašnjenjem i ne toliko ekstremno. Kamatne stope u Italiji i Španjolskoj također su postepeno rasle, ali se razlika u odnosu na prinos njemačkih obveznica nije povećala tako drastično kao u prethodno navedene tri zemlje. S druge strane, u Njemačkoj je od 2008. godine pa sve do danas prisutan trend smanjenja kamatnih stopa na državne obveznice. Rezultat je to visoke averzije prema riziku međunarodnih investitora koji su u uvjetima velike nesigurnosti i volatilnosti tržišta spremni pristati na vrlo niske prinose, u zamjenu za sigurnost ulaganja. Investitori su Njemačkoj ponudili čak i negativne premije rizika, što je toj zemlji omogućilo posuđivanje novca po iznimno povoljnim uvjetima.

Izbijanjem krize došlo je do eksplozije proračunskog deficita i javnog duga u mnogim zemljama, što je, uz ekspanzivno rastuće kamate na vanjsko financiranje deficita, rezultiralo otežanom sposobnošću zemalja da podmiruju svoje dospjele obveze te se od 2010. godine govori o dužničkoj krizi u eurozoni. Najugroženije su upravo zemlje PIIGS-a koje bilježe najviše razine dvojnih deficita i javnog duga. Međutim, pogledaju li se Grafikoni 7a i 7b, može se uočiti da ne leže u svim zemljama uzroci dužničke krize u neodgovornom ponašanju fiskalnih vlasti. Primjerice, u Irskoj i Španjolskoj prosječna pretkrizna razina (2001. – 2008.) budžetskog deficita bila je minimalna – tek 0,1% BDP-a, dok je prosječna razina javnog duga bila osjetno ispod dozvoljenih 60% BDP-a (31%

u Irskoj te 45,3% u Španjolskoj). Do eskalacije državnog duga u tim zemljama došlo je tek 2009. i kasnije kada su države priskočile u pomoć posrnutim bankama koje su prije krize snažno kreditirale građevinski sektor, odnosno odobravale hipotekarne kredite stanovništvu. Suočene s mogućnošću propadanja niza velikih banaka, što bi imalo velike ekonomsko-socijalne posljedice, Irska i Španjolska započele su program spašavanja (engl. *bailouta*) financijskog sektora. Posljedica toga je generiranje izuzetno visokih razina proračunskog deficita i javnog duga te su Španjolska i Irska od relativno nisko zaduženih zemalja, „preko noći“ postale jedne od najzaduženijih zemalja eurozone. Primjerice, Španjolska je 2009. zabilježila deficit proračuna od 11,2%, a Irska godinu kasnije gotovo nevjerojatnih 31,3% BDP-a, dok se javni dug i više nego udvostručio (Grafikon 7b).

Stanje javnih financija u Hrvatskoj, iako problematično, još uvijek nije tako loše kao u zemljama PIIGS-a. Hrvatska je po pitanju javnog duga među manje zaduženim zemljama u usporedbi sa zemljama eurozone. S javnim dugom od 45% BDP-a u 2011. Hrvatska je još uvijek unutar maastrichtske granice od 60%, no uzme li se u obzir da je samo dvije godine ranije javni dug iznosio 10 postotnih bodova manje, jasno je da trend zaduživanja eksponencijalno raste. Tome svjedoči i visok deficit državnog proračuna od 5,3% BDP-a u 2011. te je već treću godinu zaredom (počevši od 2009.) osjetno iznad dozvoljenih 3%. Nastave li se takvi trendovi, može se očekivati da će u skoroj budućnosti Hrvatska premašiti maastrichtski kriterij i u pitanju javnog duga, što će usporiti mogućnost ulaska Hrvatske u eurozonu.

Kada je tijekom financijske krize averzija prema riziku naglo skočila, ulagači su počeli izbjegavati dužničke vrijednosnice zemalja eurozone sa slabim i sumnjivim državnim financijama. Prijašnjih godina događalo se upravo suprotno. Investitori su preferirali upravo zemlje sa lošijim državnim financijama s obzirom da su im njihove državne obveznice obećavale veće prinose. Tako je financiranje država s lošim državnim financijama preuzeo Eurosustav, tj. Europska središnja banka (engl. *European Central Bank* - ECB). Državne obveznice su prodane nacionalnim bankama, koje su financirale te kupovine posuđivanjem novca iz Eurosustava, pri čemu su se te iste obveznice koristile kao kolateral za zajmove<sup>3</sup>. ECB je počeo otkupljivati državne obveznice zemalja u financijskim poteškoćama u svibnju 2010. godine, kada je za određeni broj zemalja članica EMU-a „presušilo“ financiranje iz privatnog sektora. U rujnu 2011. godine, Europska središnja banka proširila je svoj program si-

---

<sup>3</sup> Naime, Europska središnja banka i nacionalne središnje banke su smanjile zahtjeve o kvaliteti kolaterala koje traže banke (Milbradt, 2012, 47).

gurnosti na tržištu i na kupovinu talijanskih i španjolskih obveznica (Mayer et al., 2012). Milbradt smatra da je navedena ekspanzija koju je provela Europska središnja banka, posljednji čin u nizu pogrešaka. Niti danas Europska središnja banka ne želi priznati da je sveobuhvatno sudjelovala u financiranju deficita platnih bilanci te da je zatvorenik svojih vlastitih loših odluka i odluka političara koji nastoje spasiti Europu te na taj način nastavlja trpjeti gubitke neovisnosti, povjerenja i ugleda (Milbradt, 2012, 48).

Uključivanje Europske središnje banke u financiranje državnih deficita i zaduživanja zemalja može se braniti na dva načina. Prvo, tržišta su možda iracionalno reagirala te su uzrokovala krizu likvidnosti u inače solventnim državama. Drugo, s obzirom na to da niti jedno tijelo ili institucija nije imalo mehanizme za krizne situacije toga tipa, ECB nije imala izbora osim uključiti se i omogućiti hitno potrebnu likvidnost ekonomskim subjektima. No Mayer et al. (2012, 37) ističu da što je involviranost Europske središnje banke u financiranju nacionalnih deficita duža, to ju je teže braniti, odnosno sakriti strukturne nedostatke Europske monetarne unije.

Aktualna dužnička kriza ogolila je sve slabosti monetarne unije koja je desetak godina funkcionirala bez zajedničke fiskalne politike. Feldstein (2010) smatra kako je Grčka mogla izbjeći bankrot, koji se čini neizbježnim, da je imala vlastitu valutu, odnosno da je imala mogućnost devalvirati i provesti fiskalnu kontrakciju. Devalvacija drahme povećala bi grčki izvoz i natjerala stanovništvo i poduzeća da zamijene uvozna dobra domaćim proizvodima. Povećana inozemna potražnja za tada jeftinijim grčkim dobrima i uslugama povećala bi grčki BDP, porezne prihode i smanjila transferna plaćanja. Drugim riječima, fiskalna konsolidacija bila bi i lakša i bezbolnija u slučaju da je Grčka imala vlastitu monetarnu politiku. Budući da Grčka nije imala vlastitu valutu više od desetljeća, nije bilo tržišnih signala koji bi ih upozorili da dug postaje neprihvatljivo velik. Naime, da je Grčka ostala izvan eurozone i zadržala drahmu, povećana ponuda grčkih obveznica rezultirala bi deprecijacijom drahme i rastom kamatnjaka na njihove obveznice. No, s obzirom da su grčke obveznice bile smatrane bliskim supstitutima za euroobveznice ostalih zemalja eurozone, kamatnjaci na grčke obveznice nisu rasle, a Grčka je i dalje povećavala svoje zaduživanje, sve dok se na tržištu nije pojavio strah od mogućeg grčkog bankrota.

Milbradt (2012) također naglašava kako se korijeni krize u eurozoni zapravo mogu pripisati inherentnim slabostima EMU-a, dok ih je globalna financijska kriza koja je započela u SAD-u 2007. godine samo učinila vidljivijima. Naglašava kako se u traženju krivca za sadašnju situaciju ne bi trebalo baviti prozivanjem špekulanata, optužbama za pristranost rejting agencija i pozivima

za obuzdavanje međunarodnih financijskih tržišta. Prema njegovom mišljenju, to služi samo za odvratanje pozornosti od stvarnih problema eurozone, za koje su odgovorni političari, i od drugih pogrešnih političkih odluka na nacionalnoj i europskoj razini. Stječe se dojam da neki kreatori ekonomske politike nisu uzeli ili nisu spremni uzeti u obzir unutarnje mehanizme monetarne unije i potencijalne opasnosti, već se samo nastoje dopasti široj javnosti (Milbradt, 2012, 44).

#### 4. ZAKLJUČAK

Financijska i ekonomska kriza koja je započela u Sjedinjenim Američkim Državama nije bila uzrok, već samo okidač dužničke krize u eurozoni. Pritisnute negativnim gospodarskim kretanjima i visokim razinama duga koje su godinama bivale akumulirane konstantnim deficitima na tekućem računu platne bilance, pojedine zemlje suočile su se s otežanom mogućnošću vraćanja preuzetih inozemnih obveza. Na vidjelo su tada izašli duboki strukturni problemi i ozbiljne manjkavosti monetarne unije u Europi. Iako je prosječna razina javnog duga u eurozoni manja nego primjerice u SAD-u ili Ujedinjenom Kraljevstvu, dug u eurozoni krije velike razlike između zemalja, prije svega između centra i periferije europske monetarne unije. Neke zemlje, poput Grčke i Italije, imaju vrlo visoke razine javnog duga, dok u drugima, poput Irske i Španjolske, javni dug još uvijek nije na tako visokim razinama, ali ubrzano raste kao rezultat visokih proračunskih deficita kreiranih radi spašavanja privatnih poduzeća, prije svega onih iz bankarskog sektora.

Takva situacija dovela je do zabrinutosti tržišta za sposobnost problematičnih zemalja da vraćaju preuzete obveze u uvjetima niskih stopa ekonomskog rasta. De Grauwe (2010) tvrdi da bi se, s obzirom na sveukupnu snagu javnih financija u zemljama članicama, eurozona trebala relativno jednostavno nositi s problemom visoke akumulacije duga u Grčkoj, čiji BDP predstavlja tek 2% BDP-a eurozone. No, to nije slučaj, a razlozi za to mogu se pronaći u činjenici da unutar eurozone ne postoji mehanizam koji bi ispravljao tako velike razlike u zaduženosti u zemljama članicama, tj. sustav koji bi automatski usmjeravao transfere iz suficitarnih ka deficitarnim zemljama, kao što je to slučaj između saveznih država u SAD-u. Izostanak takvog mehanizma rezultirao je ostavljanjem Grčke „na cjedilu“, bez mogućnosti da sama devalvira i povрати svoju međunarodnu konkurentnost, te širenjem financijske zaraze i na ostale visokozadužene zemlje u monetarnoj uniji za koje tržišta smatraju da su sljedeća na redu za bankrot. Sustav automatskih transfera ne bi države oslo-



bodio potrebe za internom prilagodbom i smanjenjem duga, no smanjio bi potrebe deficitarnih zemalja za novim zaduživanjem na međunarodnim tržištima kapitala.

Glavni razlog za izostanak takvih automatskih mehanizama unutar eurozone najvjerojatnije je strah od moralnog hazarda u zemljama dužnicima te je umjesto toga kreiran Pakt o stabilnosti i rastu koji je trebao natjerati zemlje članice na fiskalnu disciplinu, no u konačnici ni izbliza nije ostvario zadaću koju je trebao. O (ne)vjerodostojnosti takvog Pakta najbolje svjedoči činjenica da su ga sredinom 2000-ih prve prekršile upravo one zemlje koje su danas najglasnije u zagovaranju fiskalne discipline i potrebe rezanja proračunskih rashoda u perifernim zemljama – Njemačka i Francuska. Zbog činjenice da monetarna unija sa strogim pravilima, koja se dosljedno provode, nije stvorena, eurozona danas plaća visoku cijenu.

Iz primjera prezaduženih zemalja eurozone zahvaćenih dužničkom krizom, Hrvatska kao malo otvoreno gospodarstvo može izvući vrlo važne i potencijalno vrlo korisne pouke koje bi trebale usmjeriti njenu buduću razvojnu strategiju, posebno u kontekstu očekivanog skorog pristupanja Europskoj uniji. Naime, po ulasku u EU, kamatne stope u Hrvatskoj, a time i kamatnjaci na njeno eksterno zaduživanje, trebale bi pasti te će se otvoriti mogućnost jeftinije dostupnosti dužničkih tokova kapitala. Iz primjera zemalja PIIGS-a može se uvidjeti koliko bi ekonomski štetno bilo ako bi se tako jeftiniji kapital iskoristio za financiranje tekuće potrošnje i investicija u sektor međunarodno nerazmjenjivih dobara i usluga. Ako zemlja želi smanjiti deficit tekućeg računa i vanjski dug, to može učiniti na način da domaće robe, usluge i imovina postanu značajno jeftinije u odnosu na inozemne konkurente, tj. smanjenjem troškova rada u zemlji. Drugim riječima, jasno je da je izlazak iz zone visokog javnog i vanjskog duga usko povezan s potrebom smanjenja deficita državnog proračuna. Čini se kako je razdoblje ekonomskog rasta financiranog zaduživanjem u inozemstvu nepovratno završeno te da je danas, više no ikad, Hrvatskoj, ali i europskoj periferiji, potreban strateški zaokret i novi model ekonomskog razvoja.

## 5. LITERATURA

1. Aristovnik, A., Djurić, S. (2010) Twin deficits and the Feldstein-Horioka puzzle: a comparison of the EU member states and candidate countries; *Munich Personal RePEc Archive*; 29 July 2010; MPRA Paper No. 24149: 1-20.
2. Blanchard, O. (2006) Adjustment with the Euro: The Difficult Case of Portugal. *MIT Department of Economics Working paper*, No. 06-04. Cambridge.

3. Blankart, C.B. (2012) *The Euro in 2084*; CES ifo Special Issue – The European Balance of Payments Crisis (edited by: Hans-Werner Sinn): 23-28; Volume 13, January 2012.
4. Bloomberg – baza podataka.
5. CESifo (2012), *The EEAG Report on the European Economy 2012*; Eleventh Annual Report; CESifo Group Munich, Germany.
6. De Grauwe, P. (2010), *Fighting the wrong enemy*, [dostupno na: <http://www.voxeu.org/index.php?q=node/5062>, pristupljeno: 21.6.2012.]
7. De Grauwe, P. (2011), *Eurozone Bank Recapitalisations: Pouring Water into a Leaky Bucket*, *CEPS Commentary*, 24 October 2011.
8. Elmendorf, D.W., Mankiw, G.N. (1999) *Government Debt*, u: *Handbook of Macroeconomics* (urednici: Taylor, J.B., Woodford, M.); 1. izdanje, Dordrecht: Elsevier: 1615-1669.
9. Eurostat – baza podataka. Dostupno na: [http://epp.eurostat.ec.europa.eu/portal/page/portal/statistics/search\\_database](http://epp.eurostat.ec.europa.eu/portal/page/portal/statistics/search_database)
10. Feldstein, M. (2010) *Why Greece Will Default*, [dostupno na: <http://www.project-syndicate.org/commentary/why-greece-will-default>, pristupljeno: 21.6.2012.]
11. Lane, P.R., Pels, B. (2011), *Current Account Imbalances in Europe*, *XXIVth Moneda y Credito Symposium*, Madrid: 1-27.
12. Mayer, T., Möbert, J., Weistroffer, C. (2012) *Macroeconomic Imbalances in EMU and the Eurosystem*; CES ifo Special Issue – The European Balance of Payments Crisis (edited by: Hans-Werner Sinn): 35-42; Volume 13, January 2012.
13. Međunarodni monetarni fond – *International Financial Statistics* – baza podataka, [dostupno na: <http://elibrary-data.imf.org/>, pristupljeno: 26.6.2012.]
14. Međunarodni monetarni fond – *World Economic Outlook Database* (April 2012) – baza podataka, [dostupno na: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2012/01/weo-data/index.aspx>, pristupljeno: 26.6.2012.]
15. Milbradt, G. (2012), *The Derailed Policies of the ECB*; CES ifo Special Issue – The European Balance of Payments Crisis (edited by: Hans-Werner Sinn): 43-49; Volume 13, January 2012.