

## **GLOBALNA KRIZA I BOSNA I HERCEGOVINA**

### **THE GLOBAL CRISIS AND BOSNIA AND HERZEGOVINA**

**Mirko Puljić\***

#### **Rezime**

Finansijska kriza izazvana slomom tržišta stambenih kredita u SAD zahvatila je ekonomije skoro svih zemalja svijeta. Njene posljedice su vrlo teške: bankrot poznatih investicijskih banaka, veliki gubici mnogih drugih finansijskih (banke) i kompanija iz nefinansijskog sektora (automobilska industrija i građevinarstvo), smanjenje obima poslovne aktivnosti, otpuštanja radnika, smanjenje potrošnje i kao posljedica pad stope rasta GDP. Procjenjuje se da će u 2009. godini ta stopa u zemljama Evropske unije i SAD biti negativna.

Globalna kriza na BiH, kao i na druge zemlje u tranziciji, ima posredan uticaj. Mogućnosti zaduživanja će biti manje, a troškovi duga viši. Strani investitori će biti suzdržaniji, a naš izvoz i devizni priliv će se smanjiti. Poteškoće se posebno osjećaju u metalnom (aluminij i čelik) i građevinarskom kompleksu.

Kriza će pogoršati ionako loše stanje u privredi i društvu BiH. Njeni udari se mogu ublažiti odgovarajućim programom podrške izvozu, investicijama i poljoprivredi. U tom smislu se u tekstu daju određene sugestije. Na kraju se iz tekuće globalne krize (kao "šanse") izvlače po(r)uke i podsjeća na interpretaciju njenog značenja koja se može naći u Marksovom Kapitalu i Ekonomskom leksikonu.

---

\* Dr Mirko Puljić, redovni profesor, Ekonomski fakultet Sarajevo i Komisija za vrijednosne papire FBiH. Mišljenja u tekstu su autorova. Ona ne moraju odražavati stavove Komisije kao regulatora tržišta kapitala, niti mišljenja njenih drugih članova i uposlenika.

## Summary

The financial crisis brought about by the break down of the USA mortgage market has affected almost all economies of the world. Its consequences are very severe: they include bankruptcies of major investment banks, great losses by many companies of the financial (banks) and non-financial sectors (automobile and construction industry), reduction of the business activities, lay-offs, consumption cuts, and, in consequence, a drop in the GDP growth rates. It is estimated that the GDP growth rates for EU and USA in 2009 will be negative.

The effects of the global crisis on Bosnia and Herzegovina, as in case of other transition economies, are indirect. There will be fewer opportunities for borrowing, and the debt costs will increase. Foreign investors will exhibit more restraint, and our exports and foreign currency inflow will decrease. The situation will be especially difficult in metal (aluminum and steel) and construction industry.

The crisis will exacerbate the existing poor economic and social state of Bosnia and Herzegovina. Its impact may be softened by employing certain programs of assistance to exports, investments and agriculture. This paper provides some suggestions in that sense. It also offers lessons to be learnt from the current global crisis (as “opportunities”), and reminds of the interpretation of global crisis provided in the *Capital* by Marx, and the *Lexicon of Economics*.

## I

Posljednjih godinu – dvije svijet je suočen sa krizom koja se poredi sa Velikom depresijom 30-tih godina prošlog vijeka u SAD-u. Zanimljivo je da je i ovaj put kriza krenula iz SAD-a, a veže se za kreditnu krizu nastalu slomom tržišta hipotekarnih kredita.

Krizu stambenih kredita su izazvale promjene **tradicionalnog načina** njihovog odobravanja i tretmana (finansiranja). Izvorni ili tradicionalni model se zasnivao na direktnom odnosu zajmotražioca, odnosno kupca kuće, i banke kao kreditora. Banka, dakle, kupcu stambene nekretnine odobrava kredit, a kao pokriće (collateral) koristi upravo tu nekretninu koja se finansira odobrenim kreditom.<sup>1</sup> Ovaj pristup je bio karakterističan po relativno visokom stepenu

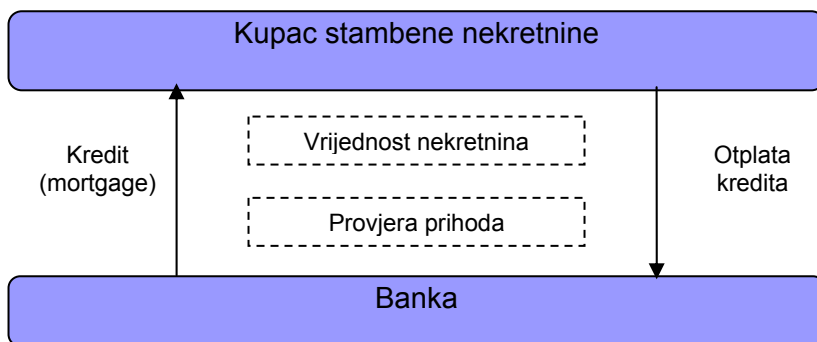
---

<sup>1</sup> Taj aranžman se susreće pod nazivom *mortgage* (morgidž) i prevodi se kao hipoteka, zalog, hipotekarni kreditni posao. U razvijenim zemljama Zapada se primjenjuje već duže vrijeme kao

opreza koga su banke slijedile prilikom određivanja visine kredita koga su odobravale. Visina kredita, naime, determinirana je vrijednošću hipoteke (nekretnine) koja se kreditom finansira. Obično se na jedinicu vrijednosti nekretnine odobravallo 0,70 – 0,90 jedinica kredita, što je ovisilo o učešću koga je zajmotražilac morao osigurati i od stanja na tržištu nekretnina.

Banke su, dakle, relativno niskim omjerom i odgovarajućim gotovinskim učešćem zajmotražioca praktično bile zaštićene od rizika nevraćanja kredita. One su bile formalni vlasnici nekretnina sve dok se ne otplate krediti kojima su finansirane njihove kupovine. Kreditni dužnici su bili samo korisnici stambene nekretnine, a stvarni vlasnici bi postajali po otplati kredita. Ako bi se pojavio problem otplate banke bi, u krajnjoj nuždi, mogle prodati nekretninu i naplatiti svoje kreditno potraživanje. Između banke i zajmotražioca su mogle posredovati specijalizirane agencije koje su za svoju uslugu naplaćivale određenu proviziju (u V. Britaniji, npr. building societies).

Tradicionalni model kreditiranja kupovine stambenih nekretnina prikazan je na sl. 1.



Problemi počinju uvođenjem novog, “**sub-prime**”, modela kreditiranja kupovine stambenih nekretnina. U ovaj model se, u odnosu na tradicionalni, uvode novine koje znatno napuhavaju i kompliciraju funkcioniranje tržišta stambenih kredita. Te novine dovode do rizika nevraćanja kredita, odnosno rizika neplaćanja kao posljedice pojave visoko-rizičnih kredita koji su u tradicionalnom pristupu kreditiranja bili nepoznati. Banke su, naime, po osnovu zaloga dobijenog za odobrene hipotekarne kredite emitirale obveznice i njihovom prodajom dolazile do gotovine mnogo prije nego što su krediti dospijevali na naplatu. U posljednje vrijeme su banke čak mijenjale red poteza u tom smislu što su najprije izdavale obveznice i dobijeni novac koristile za odobravanje hipotekarnih kredita. Ovakav vid emisije obveznica se zove

---

pogodan način rješavanja stambenih problema mladih, tek zaposlenih osoba. I kod nas u BiH ga neke banke počinju praktcirati.

**sekjuritizacija** (securitization)<sup>2</sup>. U ovaj proces se uključuju i agencije za rangiranje (rating agencies) koje ocjenjuju kvalitet obveznice kao tržišnog materijala i samog njenog emitenta. Ključni kriterij ocjene jeste rizik neplaćanja. Ove ocjene su važna podloga investitoru za odluku o kupovini, držanju ili prodaji nekog vrijednosnog papira. Rejting agencije su, posebno povodom izbijanja kreditne krize, izložene kritici regulatora finansijskih tržišta zbog relativne tolerantnosti, pa i neprofesionalnog odnosa prema rangiranju vrijednosnih papira i njihovih emitenata. Prigovara im se čak i mogući konflikt interesa ne samo zbog toga što usluge rangiranja naplaćuju od onih za koje to rade nego i zbog toga što za te iste klijente obavljaju i druge konsultantske poslove.<sup>3</sup>

Ohrabrene blagonaklošću rejting agencija banke su, dakle, zidale emisiju na emisiju vrijednosnih papira po osnovu stambenih kredita. Navešćemo neke forme tih papira: inicijalni vrijednosni papiri (obveznice) emitirane po osnovu zaloga u stambenim nekretninama (*Residential Mortgage- Backed Securities – RMBS*), vrijednosni papiri s dodatnim jamstvom (*Collateralized Debt Obligations – CDO*) i drugi vrijednosni papiri i strukturirani finansijski instrumenti kao što su vrijednosni papiri osigurani imovinom (*Asset-Backed Securities – ABS*), vrijednosni papiri kojim se preuzima rizik putem swap transakcije (*Credit Default Swaps – CDS*) i hipotekarne vrijednosnice s pokrićem u komercijalnim nekretninama – poslovni prostori (uredi, trgovina, industrija, hoteli...) – *CMBS (Comercial Mortgage Backed Securities)*. Radi se o cijeloj shemi, odnosno piramidi instrumenata koji podsjećaju na finansijske konstrukcije (finansijski inženjering) zasnovane na lancima sreće koji su bili u modi, u drugačijoj formi, i u ovom dijelu Evrope krajem 80-tih i početkom 90-tih godina prošlog vijeka. Lanac puca kada popusti i pukne jedna karika u njemu. A to se obično desi kada neko u lancu ne može izvršiti svoju obavezu i ugrozi likvidnost sljedećeg u lancu, kada se shema raspada, odnosno piramida ruši. Očigledno dejstvo domino efekta. To se i počelo dešavati polovinom 2007. godine zbog čega su intervenirale centralna banka SAD (Sistem

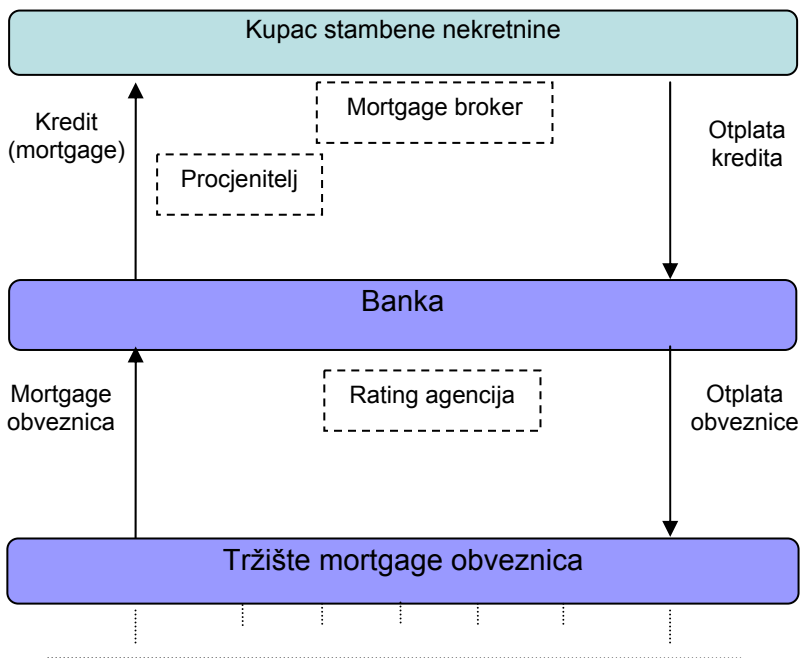
---

<sup>2</sup> Sekjuritizacija znači zamjenu sredstava koja nisu predmet trgovine (bankarski krediti i njihovo pokriće) medijima kojima se trguje na tržištu kapitala (vrijednosni papiri).

<sup>3</sup> Sjetimo se samo aфере i propasti američkog energetskog giganta „Enrona” i jedne od pet najvećih svjetskih revizorskih kuća „Arthur Anderson” koji je u to bio umješan i koji je, na kraju, i sam bankrotirao 2000. godine. Povlači se paralela sa rejting agencijama danas zbog njihove blagonaklonosti prema svojim klijentima i davanja ranga nekim od njih koga objektivno ne zaslužuju. U prilog ovoj konstataciji navodimo podatak da su najveće rejting agencije za 11 mjeseci 2007. godine snizile rejting za čak 8.822 vrijednosnih papira emitiranih po osnovu pokrića u stambenim nekretninama, kao i 11.892 papira sa posebnim jamstvom. Najintenzivnije snižavanje rejtinga se dešavalo upravo u vrijeme pred izbijanje kreditne krize i u prvoj fazi njenog trajanja, dakle u periodu juli-oktobar 2007. godine.

federalnih rezervi – FED) i Evropska centralna banka sa kreditima za likvidnost.

Novi model kreditiranja kupovine stambenih nekretnina (“sub-prime”) prikazan je na sl. 2.



slijede daljnje emisije i strukturiranje finansijskih instrumenata

“Sub-prime” krediti su kod nas prevedeni kao drugorazredni krediti. Oni su odobravani klijentima bez kreditne istorije i onima čija kreditna istorija nije bila zadovoljavajuća. Jedan broj zajmotražilaca nije imao status zaposlenja niti je mogao dokazati izvore redovnih prihoda kojima bi otplaćivao stambeni kredit. “Sub-prime” kredite bi, zbog toga, bilo adekvatnije interpretirati kao **kredite visokog rizika**. Nazivaju ih i toksičnim kreditima.

Visokorizični hipotekarni krediti su se u paleti bankarskih proizvoda pojavili tek u drugoj polovini 90-tih godina prošlog vijeka. Tada su čak smatrani nekom vrstom finansijske inovacije koja je bankama i drugim finansijskim institucijama donosila dobru zaradu. Bili su posebno popularni početkom 2000. godine i brzo su rasli uporedo sa, poneki put, dramatičnim intenziviranjem građevinske aktivnosti kao posljedice povećanja potražnje za stambenim nekretninama. Tržište hipotekarnih nekretnina bujalo je naročito u SAD-u i Velikoj Britaniji.

U trići za zaradom banke su slabile standarde osiguranja kredita što je uticalo na stalno povećanje njihovog obima i porast rizika nevraćanja. U SAD-u je to bilo vrlo izraženo u periodu od 2003-2007. godine. Ublažavanje uslova kreditiranja je išlo na ruku zajmotražiocima slabije kreditne sposobnosti. Tako su banke omjer odobrenog kredita i procijenjene vrijednosti nekretnine digli na 1:1, dozvoljavale relativno visoko opterećenje prihoda otplatnom ratom kredita, odgađale plaćanje glavnice, čak i kamate i sl. Zanimljivo je da jedino nije bila moguća prijevremena otplata kredita za koju je čak bila predviđena finansijska sankcija.

Pomenuti vrijednosni papiri i njihove **izvedenice** su predstavljale vrlo popularne i privlačne investicije. U njih su posebno ulagali institucionalni investitori. Interes za njih bio je potaknut porastom tražnje i cijena stambenih nekretnina kada je rizik gubitka na investiciji bio zanemariv. To se naročito odnosilo na CDO i CDS kao strukturirane i rizičnije finansijske proizvode kojima se dominantno trgovalo samo među institucionalnim investitorima. Te transakcije su imale tretman zatvorene prodaje. Budući da to nije bila javna trgovina ona nije ni podlijegala režimu objavljivanja informacija i obavještanja investicijske javnosti o osnovnim karakteristikama tih vrijednosnih papira. Potpuno drugačija situacija je bila sa RMBS i ABS vrijednosnim papirima koji su bili predmet regulacije i o kojim su objavljivane osnovne informacije zbog čega oni nisu bili izloženi riziku neplaćanja kao oni naprijed navedeni.

Sekjuritizacija sama po sebi, kao finansijska inovacija, nije problematična. Kreditni dužnici u normalnim okolnostima oplaćuju svoj dug banci, a ona isplaćuje prinos i rokom dospijea isplaćuje obveznice koje su rezultat sekjuritizacije. No, kada se počinju javljati drugi papiri i izvedenice po osnovu sekjuritiziranih hipotekarnih kredita dolazi do komplikacija i povećanog rizika neplaćanja. Problem je u tome što finansijske kompanije, banke naročito, koje su sekjuritizirale svoje hipotekarne kredite visokog rizika istovremeno upravljaju drugim finansijskim institucijama, prvenstveno investicijskim fondovima, uključivši i hedž fondove (*hedge funds*) koji su, u pravilu, bili kupci (investitori) velikih paketa sekjuritiziranih, odnosno strukturiranih finansijskih instrumenata visokog rizika. U većini slučajeva banke su osiguravale tu kupovinu i dolazile u apsurdnu situaciju tako što su prodati (preneseni) rizik istovremeno preuzimale kao povezani rizik. Neki fondovi su te kupovine, odnosno investicije, vodili kao **vanbilansne stavke**.<sup>4</sup> Zbog povezanosti finansijskih institucija, aktera ovih radnji – emisije, kupovine, osiguranja, prodaje vrijednosnih papira i zbog njihove vanbilansne evidencije,

---

<sup>4</sup> Neke finansijske institucije, akteri krize, zbog toga nisu nikada potpuno otkrile i objavile stvarne iznose gubitaka pretrpljenih zbog sloma tržišta stambenih kredita.

teško je utvrditi stvarne iznose dugova i gubitaka. Kapitalna i organizaciona isprepletenost je takva da mnoge finansijske institucije, banke posebno, duguju same sebi jer su fondovima u svom vlasništvu odobravale kredite kojim su ovi kupovali vrijednosne papire zasnovane na hipotekarnom kreditu.

**Strukturirani finansijski instrumenti** su još jedan proizvod mašte velikih režisera finansijskih kretanja na tržištu kapitala. Po svojoj osnovnoj svrsi oni su mogli biti inovacija koja je omogućavala povećanje broja transakcija i obima prometa uz smanjenje rizika diversifikacijom ulaganja. Mogli su biti fini mehanizam zaštite od finansijskih nevolja banaka koje su dugoročne potrebe svojih klijenata finansirale kratkoročnim izvorima sredstava. Jer, transformacija kratkoročnih depozita u dugoročne kredite jeste poslovna operacija koja banke najizravnije izlaže riziku nelikvidnosti. Tako strukturirani finansijski mehanizmi su nosili potencijalno najveći prinos. Mnogi analitičari smatraju da su upravo zahvaljujući ovoj inovaciji američke velike finansijske kompanije uspjele izbjeći posljedice finansijske krize koja se desila na azijskom tržištu 1997. godine. Naprosto se, dakle, radi o kombiniranju različitih finansijskih instrumenata kao što su RMBS, CDO, ABD, CDS i sl. u portfoliju institucionalnih investitora po kriteriju rizičnosti ulaganja, likvidnosti medija investicije i prihoda koga oni donose.<sup>5</sup> I zbog toga strukturirani finansijski instrumenti asociraju na finansijsku piramidu ili shemu u šta su se na kraju i izokrenuli. Dakle, pojedini elementi te strukture se slažu kao kriške torte ili snopovi vodopada s ciljem da dijelovi s većim prinosom apsorbiraju tranše ili dijelove niskog prinosa. Radilo se jednostavno o finansijskog građevini sagrađenoj od većeg broja vrijednosnih papira i njihovih izvedenica budući da je strukturiranje, odnosno multipliciranje finansijskih instrumenata, po osnovu jednog hipotekarnog kredita bilo praktično neograničeno. I upravo je to bila inicijalna kapisla finansijskih nevolja učesnika u izdavanju i prometu toga tržišnog materijala čiji su dijelovi ili neke kriške, odnosno tranše bile visokorizične. Lanac je pukao kao posljedica emisije sve veće i veće količine vrijednosnica i njihovih izvedenica po osnovu iste vrijednosti jednog hipotekarnog kredita. Desilo se isto što bi se desilo kada bi se na temelju zgrade za dva sprata gradilo njih sedam ili osam. Pohlepa finansijskih institucija, banaka posebno, za zaradom nema granice.

Do pucanja lanca, odnosno nemogućnosti otplate kredita, su dovele dvije stvari. Prvo, nizak i nesiguran otplatni potencijal dužnika (milioni pojedinaca u SAD-u) i drugo, zaduživanje finansijskih institucija (banaka) na kreditnom tržištu na rok od 1-2 godine i odobravanje stambenih kredita na rok od 10-25

---

<sup>5</sup> Upravo je to karakteristika CDO-a (Collateralized Debt Obligations) kao specifičnog finansijskog instrumenta koji se dekomponirao na više dijelova koji su prodavani bankama i dalje pojedinačnim i institucionalnim investitorima.

godina. Posljedice su poznate – veći broj finansijskih institucija – kreditora je bankrotirao, a mnogim drugim cijene dionica na berzi su se strmoglavile.

Finansijske institucije koje su imale glavnu ulogu u emisiji, sekjuritizaciji i strukturiranju finansijskih proizvoda bile su banke (komercijalne i investicijske), mirovinski i investicijski (naročito hedge) fondovi, rejting agencije, kao i nezavisna revizorska društva. Zanimljiva je, međutim, uloga centralnih banaka koje su bile posljednja luka spasa (last resort) velikim bankama uzdrmanim kreditnom, odnosno krizom likvidnosti. One su, prvenstveno Sistem federalnih rezervi SAD i Bank of England, skoro potpuno otvorile emisione slavine i u promet puštale ogromne količine novca kako bi zaštitom ugrožene likvidnosti velikih banaka, ustvari, od kolapsa štitile cijeli finansijski sistem. Ne samo zanimljivo, nego bi za nas, zbog vrlo rigidnog modela upravljanja novcem – Currency Board Arrangement, moglo biti vrlo poučno.

No, bez obzira na izdašnu potporu centralnih banaka finansijski sistemi većine razvijenih zemalja trpe ogromne štete. Velike banke – UBS, Citigroup, Deutsche Bank, Credit Suisse, Royal Bank of Scotland i dr. su otpisale značajne iznose potraživanja i, neke od njih po prvi put od osnivanja, iskazale gubitke. Biseri američkog i svjetskog investicijskog bankarstva su bankrotirali – Bear Stearnes, Merrill Lynch, Lehman Brothers. Ti giganti su bili ponos finansijske industrije SAD-a.

Ovaj finansijski cunami je naprosto pomeo finansijsku scenu jednog broja zemalja. Neke od njih su bukvalno bile pred likvidnosnim kolapsom – Island, Kolumbija, Ekvador, Mađarska, zemlje Baltika, Južna Koreja i dr. Kriza finansijskog sektora se **prenijela u realni sektor**. Uposlenike otpuštaju finansijske institucije među kojima prednjače velike banke koje su bez posla već ostavile desetine hiljada svojih radnika, a najavljuju se i novi otkazi. Interesantno je da su na udaru prvenstveno zaposleni u odjelima investicijskog bankarstva kao i sektoru profesionalnog posredovanja.

Posljedice krize se u realnom sektoru najdrastičnije osjećaju u **automobilskoj industriji**. Trpe i giganti kao što su General Motors, Ford, Chrysler – donedavne perjenice proizvodnje automobila u SAD-u. Od bankrota ih je, bar na određeno vrijeme, spasila finansijska intervencija američkog Kongresa. I drugi veliki svjetski proizvođači automobila, od japanskih, preko kineskih, ruskih, pa sve do zapadnoevropskih, smanjuju proizvodnju, šalju radnike na prinudni odmor i bore se sa prodajom koja, zbog smanjenja kupovne moći stanovništva, drastično pada. Naravno da sudbinu industrije automobila dijeli prateći sektor, posebno proizvodnja dijelova za automobile.

Usljed pada cijena stambenih i komercijalnih nekretnina u poslovnim poteškoćama se našao i **građevinski sektor**. Cijene nekretnina od nastanka

krize polovinom 2007. godine u SAD-u pale su za 40-tak procenata.<sup>6</sup> Kriza tržišta nekretnina je krenula iz Klivlenda (grad mortgage) i preselila se na Floridu i Kaliforniju, gdje se ispoljila u najoštrijoj formi.<sup>7</sup> Pogodila je i mnoge evropske zemlje, najsnažnije izgleda Englesku i Španjolsku. A građevinski sektor ima značajan udio u bruto domaćem proizvodu i snažno multiplikativno dejstvo na druge sektore privrede i uslužne djelatnosti. Navedimo još samo primjer **industrije osiguranja** koja se također našla u velikim finansijskim nevoljama. Tako je najveća osiguravajuća kuća u Americi (a i u svijetu) AIG (American International Group) do sad u dva navrata od Bushove administracije dobila oko 125 mlrd \$, što je spasilo od propasti.<sup>8</sup>

Teška posljedica ove krize je **gubitak povjerenja investitora** u finansijski sistem i njegove institucije i instrumente. Investitori će pretrpjeti dvostruki gubitak: jedan tako što im vrijednost finansijske imovine, odnosno portfolija, drastično pada,<sup>9</sup> a drugi put kao poreski obveznici koji će pokriti gubitke finansijskih i nefinansijskih poslovnih subjekata putem budžeta zemlje.<sup>10</sup>

Pored svega, kreditna kriza je dobrano uplašila investitore koji bježe iz ulaganja u vrijednosne papire i nekretnine i postupno se vraćaju tradicionalnim i konzervativnim vidovima štednje ili investicijama u nerizične vrijednosne papire. Tome doprinosi i stanje na tržištima energenata i hrane, kao i slab dolar. Uz to se, kao problem zaštite vrijednosti finansijske imovine, javlja i inflacija koja pokazuje stope rasta cijena koje su ekonomije pojedinih razvijenih zemalja karakterizirale početkom osamdesetih godina prošlog stoljeća.

Najlošija posljedica krize je vezana za  **smanjenje stope rasta BDP**. Praktično sve zemlje, one razvijene naročito, korigiraju planirane stope rasta BDP. Naprosto se teško snaći u brojnim procjenama različitih institucija i pojedinih analitičara. No, nije teško zaključiti da će biti uspješne vlade zemalja koje osiguraju makar i minimalnu pozitivnu stopu rasta BDP-a u 2009. godini. Ta očekivanja su logična, budući da se već krajem 2008. godine registrira pad

<sup>6</sup> Cijene nekretnina tokom ove krize su padale brže nego u vrijeme Velike depresije 1929. godine.

<sup>7</sup> U Sad je u 2007. i 2008. godini zbog nemogućnosti otplate zaplijenjeno oko 4 miliona (1.5 i 2.0 respektivno) stambenih jedinica. Razumljivo je da njihova ponuda na tržištu nekretnina drastično obara cijenu.

<sup>8</sup> AIG je glavni sponzor engleskog fudbalskog kluba Manchester United.

<sup>9</sup> To se može ilustrirati padom berzanskih indeksa u 2008. godini. Najviši pad je zabilježen na berzi u Sofiji (Sofix) od 79,71%, zatim Beogradu (Belex) 75,26%, Kijevu (PFTS) 74,22%, Moskvi (RTS) 72,15%, Podgorici (MOSTE) 71,20%, druga berzi u Podgorici (NEX 20), 70,70%, Bukureštu (BET) 70,47%, Zagrebu (CROBEX) 67,1%, Sarajevo (SASX) 66,52%, B.Luci (BIRS) 59,90% itd. Od velikih berzi navodimo Frankfurt čiji je indeks (DAX) u 2008. godini izgubio oko 40% vrijednosti, a zanimljivo je da su berze u New Yorku (DJIA) i Londonu (FTSE) izgubile 36,04% i 32,65% vrijednosti indeksa respektivno. To je paradokslano zbog toga što je kriza najteže posljedice izazvala upravo u SAD i Engleskoj.

<sup>10</sup> Procjenjuje se da će pokriće tih gubitaka poreske obveznike SAD koštati između 2.000 i 3.500 mlrd \$.

potrošnje domaćinstava i investicija kao osnovnih pokretača poslovnih aktivnosti i kretanja BDP-a. U taj kontekst se uklapa i pretpostavka da slijedi **kriza potrošačkih kredita i kreditnih kartica**, koje će dodatno pogoršati ionako slabo stanje zdravlja ekonomije zemalja zahvaćenih krizom.

Bez obzira na protok skoro godinu i po dana od izbijanja krize nema pouzdanih podataka o razmjerama posljedica koje je izazvala niti ima preciznijih procjena koliko bi ona još mogla potrajati i kakve negativne učinke dodatno može proizvesti. Osnovni razlog tomu je u činjenici da su mnoge finansijske institucije koje su učestvovala u transakcijama visokorizičnih vrijednosnih papira vlasnički, odnosno kapitalno ili organizacijski povezane. Zbog toga moraju identificirati štetu koja je nastala u vidu otpisa imovine (potraživanja) i već iskazanih gubitaka. Osim toga, neke od njih bi radije prikriale te podatke i zadržale ih kao internu poslovnu informaciju. Vremenom će, nadati se, sve ili najveći dio negativnih posljedica krize ugledati svjetlo dana. To bi bilo bolje i za same finansijske institucije koje su još uvijek nespremne objaviti prave podatke bojeći se da će im zbog toga pasti kreditni rejting.

U svakom slučaju, malo će šta, poslije ove krize, izgledati isto. Već se naziru dvije krupne, dalekosežne, promjene. Prva se odnosi na **doktrinu liberalne ekonomije** koje se odriču i najkonzervativnije vlade koje su je do sada promovirale. Odustaje se, dakle, od uvjerenja da je tržište (nevidljiva ruka) regulator i stabilizator privrednih kretanja.

I upravo su zemlje koje su 80-tih i 90-tih godina XX vijeka bile najuporniji protagonisti slobodnog tržišta (SAD i Engleska - *reganizam* i *tačerizam*) prve počele, intervencijom vlada, spašavati posrnule, prvenstveno finansijske, kompanije i socijalizirati njihove gubitke. Vlade tih, a i drugih, zemalja otkupom potraživanja ili pokrićem gubitaka postaju značajni investitori, odnosno vlasnici kapitala tih kompanija. Na sceni je, dakle, državna intervencija, odnosno nacionalizacija i vraćanje Keynes-u, pa i Marks-u.

I druga istorijska promjena se odnosi na **globalizaciju**. Ona je, naime, lansirana sa Zapada od strane velikih multinacionalnih kompanija s namjerom da se kontrolira ostatak svijeta. A sada se vraća kao bumerang upravo onim koji su bili njeni žestoki promotori. Vraća se novcem **državnih investicijskih fondova** (sovereign funds) nekih zemalja Azije i Bliskog Istoka. Ti državni investicijski i mirovinski fondovi postaju nova finansijska sila na svjetskoj sceni. MMF procjenjuje da raspolažu sa nevjerovatnih 3.000 mlrd dolara imovine.<sup>11</sup> Najvišu vrijednost državnog fonda imaju Ujedinjeni Arapski Emirati. Formiran je 1976. godine, a danas vrijedi fantastičnih 876 mlrd dolara.

---

<sup>11</sup> Procjenjuje se da bi im imovina do 2020. godine mogla narasti na fantastičnih 20.000 mlrd dolara.

Singapur sa dva fonda formirana 1974. i 1981. godine i portfolijem od 430 mlrd dolara je na drugom mjestu. Slijede tri zemlje: Saudijska Arabija, Norveška i Kina sa fondovima koji vrijede po 300 mlrd dolara. Kineski državni fond je najmlađi – osnovan je 2007. godine.<sup>12</sup> Značajne vrijednosti fondova imaju i Kuvajt, Australija i Rusija. Na osnovu navedenog se može zapaziti da su državni fondovi formirani od strane vlada zemalja sa ogromnim prihodima od prodaje nafte, ili sa velikim trgovinskim suficitima.

Od ovih fondova strepe vlade zemalja Zapada budući da se putem njih najlakše pod kontrolu mogu staviti vitalni dijelovi ekonomije, prvenstveno finansijski sektor. Vlade tih zemalja već pripremaju mjere zaštite od ovladavanja tih fondova kompanijama od nacionalnog interesa. Njemačka, npr. donosi zakon po kome će investicije državnih fondova zemalja izvan Evropske unije u strateški važne sektore privrede biti ograničeno do najviše 25% vrijednosti kapitala. Ta ograničenja su usmjerena na državne fondove Kine, Rusije, zemalja perzijskog zaliva i Dalekog Istoka.

Ključni problem kriznih vremena je gotovina i **likvidnost**. Ona je danas koncentrirana upravo u navedenim zemljama koje je usmjeravaju u državne investicijske fondove putem kojih žele jeftino kupovati, odnosno preuzimati posrnule finansijske kompanije razvijenog Zapada. Zemlje Zapada (SAD i Engleska prije svih) se nalaze u makazama jer se moraju braniti od preuzimanja s jedne, a ne mogu funkcionirati bez vanjskih investicija, uključivši i one koje dolaze iz državnih investicijskih fondova, s druge strane. U tome i jeste kontroverza globalizacije.

Odnos prema gotovini se potpuno mijenja. Ona će se, za razliku od vremena prije krize kada se odmah ulagala, morati čuvati. Likvidnost će imati prednost u odnosu na profitabilnost (cash is king). Zadržavanje gotovine će smanjivati potražnju i potrošnju i tako reducirati poslovnu aktivnost. To je Keynes-ov tzv. “paradoks štednje” – čuvanje gotovine (“paradox of thrift”). Takva situacija zahtijeva aktivniju monetarnu i fiskalnu politiku koje bi trebale podržavati potražnju i potrošnju.

Oni koji ne budu imali gotovinu upućeni su na dvije mogućnosti: prodaju finansijske imovine čija je cijena vrlo niska ili zaduživanje uz relativno visoku kamatnu stopu. I jedno i drugo pogoršava performanse poslovanja firme. Poslovni ciklus od ulaganja do prodaje i naplate – spirala smrti (death spiral) će se značajno promijeniti i zaoštriti. Čuvanje gotovine kao konzervativni pristup poslovanja mora koštati.<sup>13</sup>

---

<sup>12</sup> Devizne rezerve Kine iznose oko 2.000 mlrd dolara, a samo u 2008. godini su povećane za oko 700 mlrd dolara.

<sup>13</sup> Microsoft (Bill Gates) ima na računu gotovine koliko mu je potrebno da preživi 2009. godinu uz pretpostavku da u toj godini ništa ne proda i ne naplati. A cifra je ogromna – 21 mlrd dolara.

## II

Generalno govoreći ova kriza **nema direktnih posljedica** na finansijski sistem BiH, kao i drugih zemalja u tranziciji. Ovu ocjenu baziramo na pretpostavci da finansijske institucije ovih zemalja nisu investirale u visokorizične vrijednosne papire, bilo zbog formalnih ograničenja koja za takve investicije u pravilu postoje, bilo zbog nedostatka potencijala za njih u zemljama u tranziciji. Jednostavno je teško pretpostaviti da su se banke ili drugi učesnici tržišta kapitala zemalja u tranziciji upuštali u vrlo zahtjevne i neizvjesne poslove sa složenim finansijskim instrumentima proisteklim iz sekjuritiziranih i kolateraliziranih hipotekarnih kredita. Ili u opreznijoj ocjeni bi se moglo reći da nema informacija da se to dešavalo.

Izvjeseo je da banke u BiH nisu pogođene krizom zbog naprijed navedenih razloga, a i zbog konzervativne poslovne politike koju vode. Naše banke nemaju potrebu riskirati budući da im postojeći način poslovanja donosi dobru zaradu. Dakle, oprezan pristup politici kreditiranja im se isplati. Kreditiraju stanovništvo i male i srednje firme uz sigurno, 100%-tno, pokriće.<sup>14</sup> Osim toga banke u BiH imaju neznatan uticaj na tržište kapitala – u RS nešto malo, a u FBiH skoro nimalo. Praktično, naime, nema dionica banaka u berzanskim transakcijama SASE i BLSE, budući da im je vlasnička struktura skoro zatvorena. One se kao berzanski materijal javljaju sporadično i to uglavnom prilikom kupovine većih paketa dionica i preuzimanja banaka. Isto tako dobar finansijski rezultat bankarskog sektora kod nas ima neutralan učinak na tržište kapitala. Prema tome, mi se, prije nažalost nego na sreću, ne trebamo bojati uticaja postojeće kreditne i finansijske krize na naš finansijski sistem.

No, **indirektni efekti krize** na BiH i na zemlje u tranziciji se neće moći izbjeći. Oni će se prije svega ogledati u pooštavanju uslova kreditiranja domaćih subjekata od strane vanjskih kreditora čiji će kreditni potencijal inače biti reduciran zbog ogromnih otpisa i gubitaka u poslovanju. To će se posebno odraziti na manje razvijene zemlje u tranziciji čiji realni sektor neće moći računati na stranu finansijsku podršku koja bi se dobila da nije bilo krize. Posebno će trpjeti krupniji investicijski projekti za koje domaće finansijske organizacije nemaju potencijala za finansiranje ili im za to nedostaje poslovnog interesa. Moglo bi se, dakle, zaključiti da će mogućnosti zaduživanja zemalja u tranziciji biti manje, a troškovi duga viši. To će usporiti razvoj realnog sektora, a preko toga, naravno, povratno i razvoj finansijskog sektora i u BiH i u zemljama u tranziciji. Dodatna nevolja, ne samo za zemlje u tranziciji, je i to

---

<sup>14</sup> Za razliku od toga neke zapadne banke, bolje reći njihovi odjeli investicijskog bankarstva, su investirale, odnosno igrale na špekulativne vrijednosne papire sa šansom velikih dobitaka, ali i rizikom isto tako velikih gubitaka. I ona poznata, rizik = profit u ovom slučaju se okrenula u rizik = gubitak. Banke su, dakle, riskirale da bi dobile, a ispalo je da su riskirale i izgubile.

što je kreditna, odnosno finansijska kriza koincidirala sa izuzetnim rastom cijena nafte i hrane.

Posljedice krize na samu Bosnu i Hercegovinu će se ispoljiti u nekoliko osnovnih vidova:

1. **Smanjiće se nivo i intenzitet stranih investicija.** Neće se u narednih godinu-dvije moći računati na značajnije vrijednosti ni greenfield investiranja niti koncesija, kao ni preuzimanja naših od stranih kompanija;
2. Izvjesno je reduciranje obima poslovne aktivnosti, kao i zaposlenosti tehničkih i ljudskih kapaciteta. To će se posebno osjetiti u metalском<sup>15</sup> i građevinskom kompleksu,<sup>16</sup> proizvodnji dijelova za automobile, tekstilu i obući, namještaju, turizmu i dr. Posljedice će, zbog poteškoća u Aluminiju i Arcelor Mitalu (Rudnik Prijedor), trpjeti i željeznica;
3. **Izvoz** će, posebno zbog situacije u metalском kompleksu, biti značajno smanjen. Po tom osnovu će biti smanjen i devizni priliv koga će dodatno pogoršati situacija u zemljama sa koncentracijom naših ljudi (izbjeglica) koji će smanjiti **devizne doznake**;<sup>17</sup>
4. Navedene posljedice će dovesti do **smanjenja lične i investicijske potrošnje** što će povratno negativno uticati na obim poslovne aktivnosti u zemlji;
5. Rezultat prethodnog će biti **smanjenje prihoda budžeta i javnih fondova** – penziono i zdravstveno osiguranje, što će izazvati dodatne socijalne tenzije;
6. Nedostatak sredstava će dovesti do odlaganja ili usporavanja realizacije velikih investicijskih projekata kao što su autoputevi;
7. Sistem će biti izložen **riziku nelikvidnosti**, a gotovina će biti tražena roba;
8. Kao posljedica svega navedenog **smanjiće se stopa rasta BDP kao i životni standard.** Procjene stope rasta BDP se kreću od 2-4%.<sup>18</sup> Veoma malo, posebno zbog niske baze na koju se pomenute stope računaju.

Inače, izvršne i monetarne vlasti u BiH su reagirale sporo i neodlučno. Relativno kasno je **povećan garantni depozit za štednju** građana na 20.000

---

<sup>15</sup> Cijena aluminija je pala za oko 56%, a cijena čelika za oko 40%, u odnosu na vrijeme prije krize.

<sup>16</sup> Situaciju će komplicirati otpuštanje naših radnika zaposlenih u građevinskim kompanijama vani. Oni će se najvećim dijelom vratiti u zemlju i dodatno vršiti pritisak na zavode za zapošljavanje.

<sup>17</sup> One se procjenjuju na 2,7 mlrd KM. Procjena se odnosi na doznake transferirane zvaničnim bankarskim kanalima.

<sup>18</sup> MMF definira recesiju na sljedeći način: razvijene zemlje ispod 2,5% rasta BDP-a, a zemlje u tranziciji (emerging markets) ispod 6,5%. Kod druge skupine zemalja stopa je relativno visoka zbog visokog pondera Kine, kao i inače zemalja BRIC-a (Brazil, Rusija, Indija i Kina).

KM, što je najniži iznos u regiji.<sup>19</sup> Uz to, kao druga mjera, **snižena je stopa obavezne rezerve** sa 18 na 14%, a kasnije i na 10% za devizne depozite i strane kreditne linije.

No, **fundamentalni problemi** u društveno-ekonomskom razvoju BiH, koji su postojali i prije izbijanja postojeće krize, ostaju i njome će samo biti potencirani. Oni su opštepoznati i pomenućemo ih više radi podsjećanja. Radi se, prije svega, o **nepovoljnom poslovnom okruženju**, koga determiniraju **politička nestabilnost i pravna nesigurnost** u zemlji i njena vrlo **skupa i neefikasna, odnosno nefunkcionalna javna uprava**. Tu su i dva ključna faktora makroekonomske nestabilnosti: **visoka nezaposlenost** (viša je od 20%, a neke procjene, bez sive ekonomije, idu i do 40%) i **ogroman trgovinski deficit** (procjena za 2008. godinu je 10-tak mlrd KM). Naš **finansijski sektor** je među najnerazvijenijim u svijetu. Ne postoji zadovoljavajuća struktura finansijskih institucija niti finansijskih instrumenata. O tome smo više puta pisali i govorili. **Korupcija** nam visi o vratu kao kamen utopljeniku. Odnos **inflacije i deviznog kursa** otežava poziciju izvoznicima, a pogoduje uvoznicima tako da će još više otvoriti makaze debalansa. Na sceni je očigledna **degradacija sistema vrijednosti**. **Obrazovanje** se devalvira, a visoko obrazovanje posebno itd.

Postoji li adekvatan odgovor kreatora ekonomske politike? Nažalost, ne. Ne, bar u dovoljnoj mjeri. Mali su, čak, izgledi da se to u skorijoj budućnosti može desiti jer su slabi kapaciteti proaktivnog djelovanja države. Vlade, kod nas, generalno, nemaju odgovarajuću funkcionalnu i materijalnu snagu. Ako to neke sada i imaju (npr. Vlada RS) pitanje je koliko će dugo resursi iz kojih se ta snaga sada crpi trajati.

Ipak, dvije su neuralgične tačke naše ekonomske stvarnosti i vlade će morati naći načina reagirati na njih. To su **izvoz i investicije**. Poticanje izvoza i investicija bi bio najbolji odgovor na globalnu krizu, a istovremeno i faktor dinamiziranja poslovne aktivnosti kod nas. Neke, kakve god, mogućnosti poticaja ipak postoje. Kada se radi o izvozu razvojne banke entiteta bi trebale izvoznicima odobravati kredite sa **preferabilnom kamatnom stopom**. Razvojne i komercijalne banke bi mogle **otkupljivati dokumenta o potraživanjima izvoznika** od njihovih poslovnih partnera iz inostranstva (**factoring i forfeiting**). Vlade raznih nivoa vlasti bi morale izvoznicima **manjivati poreze i doprinose**.

U slučaju investicija bi trebalo **forsirati gradnju infrastrukturnih objekata** (autoputevi i komunalna infrastruktura). Prednost treba dati

---

<sup>19</sup> Navedimo samo primjer zemalja iz okruženja. Crna Gora je garantirala ukupnu štednju stanovništva, a Hrvatska i Srbija su garantirani iznos podigle na 50.000 eura. Nema razloga da i BiH to ne učini budući da devizne rezerve Centralne banke prevazilaze štednju građana. Inače će štednja, jednim dijelom, biti transferirana u banke susjednih zemalja.

**komercijalnim projektima**, dakle onim putem kojih će se vraćati uložena sredstva. Osim toga, hrabrije bi trebalo **angažirati domaću građevinsku operativu** koja, putem konzorcija, može realizirati i najsloženije infrastrukturne investicije. Kao forme realizacije bilo bi uputno koristiti **koncesiju i PPP** (Public Private Partnership). Sredstva za finansiranje pomenutih investicija bi vrijedilo pokušati osigurati na sljedeći način: **zaduženjem vlada po osnovu budžeta** ili po osnovu **dobiti firmi** u većinskom državnom vlasništvu, **revizijom socijalnih davanja iz budžeta**, **racionalizacijom javne uprave**, **emisijom obveznica**, **korištenjem postojećih sredstava kompanija** u većinskom državnom vlasništvu<sup>20</sup> i sl. I na kraju kao izvor sredstava mogu se koristiti i **slobodna sredstva Centralne banke BiH** koja se formiraju i iskazuju kao rezerva, odnosno višak sredstava iznad iznosa emisije KM u odnosu na vrijednost deviznih rezervi CB. Ta rezerva sada iznosi oko 560 miliona KM. Ova sredstva bi uz povoljnu kamatnu stopu (ne više od 1%) trebalo staviti na raspolaganje razvojnim i komercijalnim bankama koje bi ih plasirale u **izvoz i poljoprivredu**, opet, naravno, uz preferabilnu kamatu (ne više od 4%). Banke bi od svojih klijenata trebale osigurati garanciju o urednom vraćanju kredita.

Naša Centralna banka, kao nezavisna monetarna institucija, na raspolaganju ima samo instrument obavezne rezerve koja ima vrlo ograničeno dejstvo, obzirom na relativno visok stepen likvidnosti bankarskog sektora.<sup>21</sup> Centralne banke drugih zemalja snižavaju eskontnu stopu po kojoj kreditiraju komercijalne banke. Navešćemo samo dva zanimljiva primjera. Sistem federalnih rezervi SAD je krajem 2008. godine spustio eskontnu stopu na 0,25% što predstavlja najnižu stopu u istoriji FED-a. Neki analitičari nagovještavaju mogućnost spuštanja te stope na nulu što znači da bi FED od komercijalnih banaka papire otkupljivao bez naknade. Drugi primjer se odnosi na Centralnu banku Engleske (Bank of England) koja je početkom 2009. godine eskontnu stopu, prvi put otkako je osnovana 1694. godine, spustila ispod 2%. U cilju podsticanja privrednih kretanja Bank of England je utvrdio eskontnu stopu na nivou 1,5%.<sup>22</sup> I naša Centralna banka bi se trebala hrabrije dovoditi u funkciju stvarnog društveno-ekonomskog života bar u mjeri u kojoj je to, u ovim okolnostima, moguće.

Komercijalne banke kod nas su na krizu reagirale suzdržavanjem od kreditiranja i opreznijom ocjenom kreditnih zahtjeva te povećanjem kamatnih stopa. Procjenjuje se da su aktivne kamatne stope povećane za 1-1,5%, a

---

<sup>20</sup> Na računima tih kompanija u FBiH u ovom trenutku je oročeno skoro 500 miliona KM.

<sup>21</sup> I prije navedenog smanjenja stope obavezne rezerve komercijalne banke su na računu kod CBBiH imale značajan iznos više izdvojenih sredstava u odnosu na obaveznu rezervu.

<sup>22</sup> I Evropska centralna banka (ECB) je eskontnu stopu svela na 2,5% što je najniža stopa od njenog osnivanja prije 10 godina.

pasivne u prosjeku za 1%. Da li je to opravdano ili ne? Zavisi od ugla iz koga se kamatna stopa posmatra. Ona za banku nikada nije previsoka u slučaju aktivne, niti je preniska u slučaju pasivne stope. Klijenti banke na to gledaju obrnuto. No, za objektivniji pristup razgovoru o visini kamatnih stopa u obzir treba uzeti bar dva osnovna elementa: razliku između aktivnih i pasivnih stopa (tzv. spread) (1) i visinu stope inflacije (2). Visina pomenute razlike (margine) determinira profitabilnost bankarskog poslovanja, a stopa inflacije prema visini nominalne kamate determinira realnu kamatu. Kamatnu marginu će banka formirati na nivou koji će joj osiguravati pozitivan finansijski rezultat. Sudeći po tome kamatna margina našeg bankarskog sektora je zadovoljavajuća. Ona u slučaju depozita po viđenju i kratkoročnih plasmana iznosi oko 6,50 procentnih poena – u slučaju kreditiranja privrede i oko 9 procentnih poena u slučaju kratkoročnih kreditnih plasmana stanovništvu. Kod oročenih i štednih depozita i dugoročnih kredita margina iznosi oko 4 procentna poena u slučaju kreditiranja privrede i oko 5,50 procentnih poena u slučaju kreditiranja stanovništva.<sup>23</sup> Pored prihoda od kamata na standardne kredite, banke ostvaruju prihode i na kredite stanovništvu po osnovu kreditnih kartica gdje se kamate kreću od 11,80% na kratak do 13,14% na dugi rok korištenja sredstava. Naravno, banke značajan dio prihoda ostvaruju od usluga, a naročito po osnovu provizije na usluge platnog prometa.

S druge strane, realna kamata bi morala biti pozitivna. To znači da bi nominalna kamatna stopa morala biti iznad stope inflacije. U 2007. i 2008. godini, nažalost, nije bilo tako. Prema zvaničnoj statistici inflacija je u BiH u 2007. godini iznosila 4,9%, a za deset mjeseci 2008. godine 7,3%. No, implikacije inflacije se odražavaju na poziciju klijenta banke više nego na poziciju same banke. Inflacija će, srazmjerno visini stope, obezvrijediti finansijski rezultat banke, kao i njen kapital. A klijenti, opet u ovisnosti od visine inflacije i njenog odnosa prema nominalnoj kamatnoj stopi, će gubiti dio prihoda u vidu kamate na depozite ili što je vjerovatnije, čak dio glavnice depozita budući da su kamate na depozite relativno niske. Inflacija deponentima – povjericima dakle ne odgovara, a dužnicima odgovara jer istu nominalnu vrijednost duga (kredita) vraćaju u nižoj realnoj vrijednosti.

Da razgovor o kamati kod nas zaključimo ocjenom da ih dalje ne bi trebalo povećavati. Tome u prilog ide i činjenica da referentne kamatne stope na

---

<sup>23</sup> Kamatne stope na depozite po viđenju u drugoj polovini 2008. godine su iznosile 0,35%, a na kratkoročne kredite privredi 6,83% i stanovništvu 9,33%. Na štedne i oročene depozite kamata je bila od 2,97-3,67% dok je na dugoročne kredite privredi iznosila 7,25%, a stanovništvu 8,82%. (Izvor: Bilten CB BiH). Nije ih teško porediti sa navedenim stopama inflacije. Bilo bi zanimljivo izračunati visinu efektivne kamatne stope u koju se uključuju sve naknade koje banke zaračunavaju klijentima po osnovu obrade njihovog kreditnog zahtjeva i stavljanja sredstava na raspolaganje. To bi, pored standardne kamatne stope, moglo iznositi još najmanje 1,5 procentni poen troška kredita klijentu.

međunarodnim finansijskim tržištima padaju. LIBOR je nešto iznad 2%, a EURIBOR nešto više od 3%. Za naše banke je trošak zaduženja vani nešto viši radi rizika zemlje (country risk) koga strani povjerioci uzimaju u obzir.<sup>24</sup> Ali, nije nužno da se naše banke značajnije zadužuju vani, osim u slučaju zaduženja kojim će usklađivati ročnu strukturu izvora i plasmana sredstava.

Banke bi, osim toga, trebale biti svjesne činjenice da sa nefinansijskim sektorom funkcioniraju po principu spojenih posuda. Eventualne poteškoće realnog sektora će i one same osjetiti u vidu smanjenih prihoda po osnovu kamate ili naknade za bankarske usluge.

### III

Iz tekuće globalne krize bi trebalo izvući nekoliko po(r)uka. Prije svega, neoliberalnu doktrinu zasnovanu na privatizaciji, deregulaciji i liberalizaciji treba revidirati. **“Nevidljiva” ruka tržišta** više nije djelotvorna. **Državni intervencionizam** je na sceni upravo u zemljama koje su žestoko branile slobodu djelovanja tržišnih zakona – Engleska kolijevka privatizacije i SAD zagovornik i izvoznik deregulacije i liberalizacije. Očigledno se treba vraćati djelima Keynes-a i Marx-a. Manjkavosti regulatornih mehanizama i nadzora finansijskih tržišta su doprinijele nastanku krize zbog čega se nameće potreba **oštrije regulacije i nadzora** svih finansijskih instrumenata, posebno derivativnih berzanskih materijala. Uz to **status i ulogu rejting agencija i off-shore prostora** treba redefiniirati. Prve zbog profesionalne neodgovornosti i konflikta interesa, a druge zbog toga što su pogodan ambijent za razne mahinacije sa gotovinom i izbjegavanje poreskih obaveza.<sup>25</sup> Pripremaju se propisi kojim će se preciznije odrediti uloga rejting agencija i otežati poslovanje poreskih oaza (off shore prostora).

**Računovodstvena i revizijska profesija** je posebna priča. Duhovita sintagma **“kreativno računovodstvo”** upućuje na mogućnost “kreiranja”, odnosno namještanja finansijskih izvještaja kojim se stanje kompanije

---

<sup>24</sup> Zanimljivo je da rizik zemlje ne postoji ili se on prihvata u slučaju stranih ulaganja u trgovinu i bankarstvo putem kojih se najbrže i najlakše dolazi do gotovine i ona izvlači iz zemlje.

<sup>25</sup> Sjetimo se samo Lihtenštajna i afere sa direktorom njemačkih pošta koja je dovela u pitanje vrijednost te male kneževine. Na pomolu je nova afera s bankama u SAD. Naime, istražitelji američkog Senata su otkrili da su se neke investicijske banke bavile šemama po osnovu kojih su njihovi klijenti izbjegavali plaćati porez na dividendu. Utaja se procjenjuje na 100-tinjak mlrd dolara godišnje, a to traje 10-tak godina. Sumnjiče se i optužuju banke iz Švicarske i (opet) Lihtenštajna da su imućnijim Amerikancima pomagale u sklanjanju dobiti i izbjegavanju plaćanja poreza u SAD-u. Te prevare nije zapazila ni Centralna računovodstvena institucija SAD što joj se uzima kao veliki propust. Neke banke su priznale prevare i spremne su platiti novčanu kaznu. Osumnjičene banke su UBS, Citigroup, Lehman Brothers, Morgan Stanley i dr.

prikazuje ljepšim od stvarnog. Puno je primjera popuštanja računovođa pritisku uprava i/ili vlasnika da se “kreiraju” knjigovodstveni podaci. Dovoljno je sjetiti se samo “Enrona”.<sup>26</sup> Finansijsko izvještavanje i objavljivanje će trebati bitno poboljšati posebno u segmentu strukturiranih finansijskih proizvoda.

Neki ekonomisti (nobelovac J. Stiglitz posebno) zagovaraju potrebu **reforme bretton-woods-kog sistema** i aktivniju ulogu Svjetske banke i MMF-a u razvoju svjetske privrede, naročito zemalja u tranziciji.

**Bonusi menadžerima**, posebno finansijskih institucija, će se ograničiti kako se ne bi došlo u apsurdnu situaciju da kompanije propadaju, a menadžeri ostvaruju milionske bonuse.

I na kraju, kriza će potrajati. Pitanje je: da li samo 2009. i 2010. Preovladava mišljenje da se sada nalazimo na kraju njenog početka. No, tješimo se krilaticom da je “**kriza šansa**”.<sup>27</sup> Ako u krizi ima šanse onda je ona izražena u porastu nataliteta, odnosno baby boom-a koji bi mogao proisteći iz krize. A bar je to neka “šansa u krizi”. Do sljedećeg ciklusa.

A da se istorija ponavlja i da se u izvjesnoj mjeri budućnost može predviditi ilustriraćemo sa dva citata. Prvi je uzet iz Marksovog **Kapitala** u kome je on još prije 140 godina, doslovce, napisao: “Vlasnici kapitala i biznisa kod radnika će poticati potrebu da kupuju njihovu skupu robu: **stanove, kuće** (podvukao M.P.) i tehnologiju, obvezujući ih pri tom da ulaze u **skupe hipotekarne kredite** (podvukao M.P.) do nivoa neizdrživosti. I na kraju, ti neplaćeni dugovi će izazvati **bankrot banaka** (podvukao M.P.) koje će morati krenuti putem koji vodi u komunizam.” Karl Marks: **Das Kapital**, 1867. godine.

Drugi citat se odnosi na opis ekonomske krize 1929-1933. godine. On glasi: “Najprije je izbila u SAD-u, a onda zahvatila sve privredne grane i sve kapitalističke zemlje u svijetu. Robne cijene su opadale, industrijska proizvodnja je smanjivana, robni promet se sužavao. Kriza u proizvodnji neizbježno se reperkutovala na berzanskom tržištu, izazivajući brzi pad kurseva vrijednosnih papira. Kraha na berzi u Njujorku oktobra 1929. godine, vrtoglavnim srozavanjem kurseva predstavljao je najveću berzansku katastrofu svih vremena. U toku 1931. i 1932. godine, kriza prodire sve dublje i dobija karakter opšte ekonomske krize”. Izvor: **Ekonomski leksikon**, Savremena administracija, Beograd, 1975. godine.

Istorija je, zaista, najbolja učiteljica života.

---

<sup>26</sup> Jedini dobitnici u toj aferi su advokati koji su prošle godine uspjeli vratiti dioničarima „Enrona” oko 7 mlrd dolara (to je mali dio u odnosu na vrijednost koju su imali) i naplatiti svoju uslugu u iznosu od skoro 700 miliona dolara što predstavlja najvišu tarifu u istoriji, ne samo američke, advokature.

<sup>27</sup> U tome ima malo cinizma budući da niko radi šanse ne želi krizu. Slično onoj poznatoj: svi bi u raj, ali niko ne želi da umre.

**Literatura:**

1. Robert J. Shiller: **The Subprime Solution**, Princeton, 2008.
2. John Waggoner: **Bailout**, J. Wiley and Sons, Inc., 2008.
3. Alex Brummer: **The Crunch**, Random House Business Books, 2008.
4. Lester C. Thurow: **Budućnost kapitalizma**, prevod, Mate, Zagreb, 1997.
5. George Soros: **Alkemija financija**, prevod, MISL, Zagreb, 1996.
6. Mirko Puljić: "Kreditna kriza i financije zemalja u tranziciji", Zbornik radova, III Međunarodni simpozij: **Globalizacija – utjecaj na financije i računovodstvo zemalja u tranziciji**, Fircon, Mostar, 2008.
7. **The Economist**, 28. 11. 2008.