

Александар др Стојановић¹ УДК 338.1 (497.6 РЕПУБЛИКА СРПСКА): 338.124.4
УДК 339.92

ЕФЕКТУИРАЊЕ СВЈЕТСКЕ ЕКОНОМСКЕ КРИЗЕ У ЕВРОПСКОЈ УНИЈИ - ПОУКЕ ЗА ФИСКАЛНУ ПОЛИТИКУ У РЕПУБЛИЦИ СРПСКОЈ

Апстракт: У овом раду дат је преглед актуелне фискалне политике у Европској унији и БиХ, са освртом на узроке и посљедице кризе. У чланку су се, с обзиром на сложеност задатка, с једне стране на промтне потребе за превазилажењем проблема повећања буџетских дефицита те броја незапослених услјед примјене свјетске економске кризе, те примјене ССП (Споразум о стабилизацији и придруживању), настојала предложити адекватна ријешења за тренутна стања, али и указати (барем у најкраћим цртама) на шири контекст могућих ефеката у условима економске кризе и условим пута придруживања ЕУ. Оба се питања разматрају из шире регионалне перспективе, у контексту економске и финансијске кризе, која је у октобру 2008. године захватила западну, средњу и источну Европу. У раду се истражује како се криза ширила финансијским тржиштима регије и како је утицала на цијену и изворе финансирања буџетских расхода. Рад показује да се узастопним ребалансима буџета за 2009. годину знатно повећало ослањање на тржишно финансирање дефицита, упркос великом поскупљењу тржишних извора финансирања, да је задуживање фискалних аутономија у Републици Српској и анализираним државама код сектора банака довело до битно смањеног кредитирања приватног сектора те да је пласман еврообвезница у мају 2009. године био скупљи од ранијих пласмана у сличним околностима и упоредивих издања државних обвезница у првој половини 2009. године. На темељу наведенога, у чланку се тврди да експанзивна фискална политика у Републици Српској не би била ефикасна и умањила би фискалну одрживост и финансијску стабилност.

Кључне ријечи: финансијска криза, токови капитала, Република Српска, Европска унија, средња и источна Европа, фискална политика, CEFTA, буџет.

ЈЕЛ класификација: G01, G32, E62, H30

1. СВЈЕТСКА ЕКОНОМСКА КРИЗА – УВОДНА РАЗМАТРАЊА

На појаву економске кризе и неодрживости финансијског тржишта у свијету још 2004. године у својим радовим у угледном листу „Економист“ указивао је угледни њемачки професор и власник економског института у Вормсу, Макс Оте. На његову научну опсерваторију, све до 2007. године и појаве економске кризе на

¹ Доцент, Економски факултет Универзитета у И. Сарајеву, Ул. Алексе Шантића 3, Пале; Е – mail: aco_st@yahoo.com;

финансијском тржишту САД, гледало се са скептицизмом и иронијом да би исте године његов рад постао бестселер (Оте 2006), а у 2008. години први на листи тражености у свијету. Максе Оте је појавом економске кризе постао у 2008. години кључна медијска личност из свијета економије.

Свијет се данас сусреће са најтежом финансијском и економском кризом још од времена *велике депресије* из тридесетих година прошлог вијека. Превирања на финансијском тржишту проширила су се изван граница Сједињених Америчких Држава (САД), те су кроз смањену ликвидност и „закрчење“ кредитних линија према привреди и становништву оставила снажне посљедице на реалне секторе широм свијета. Забиљежен је снажан пад производње и запослености, док се владе широм свијета сусрећу са падом прихода и дилемама како пронаћи пут за опоравак.

Након више од годину дана од појаве историјски највеће економске кризе, појављују се први знаци опоравка привреде у свијету, док се у Републици Српској и региону тек очекује „талас преливања“ економске кризе. Нажалост, опоравак привреде не значи и повећање запослености и у том сегменту се не очекују позитивни ефекти у кратком року. Наиме, ефекат прилагођавања (у економској науци код номиналних величина познат као Рачетов ефекат) у односу од почетка раста производње до почетка „повратка на посао“ траје и до годину дана. Типичан примјер је Кина, која биљежи раст производње, али не и раст запослености. Разлог је јасан: отпуштањем дијела радника послодавац компензује повећањем продуктивности преосталих запослених и након раста производње тешко се одриче свог профита у корист запошљавања нових радника и то економска политика мора да има у виду, те да адекватно реагује на сваке помаке раста производње.

Један од кључних извора свјетске економске кризе представља неравнотежа у глобалној економији, условљена значајно вишим нивоом потрошње у односу на привредни развој. Постоје показатељи да је свјетска економија на путу да успостави равнотежни ниво, али је он значајно нижи у односу на период прије кризе и претпоставља нижи ниво тражње, пласмана производа и услуга, а самим тим и запослености. То показују и статистички подаци у свим дијеловима свијета. У САД стопа незапослености је порасла на ниво од 9,4%, у ЕУ на 8,9%, док чак и у Кини, која биљежи раст привредне активности од преко 7% у 2009. години, незапосленост константно расте и тренутно у градским срединама износи 4,3%. Очекује се да ће и поред опоравка привредне активности стопа незапослености наставити да расте у периоду до краја 2009. године.

Процјењује се да је свјетски БДП пао за 6,25% у посљедњем кварталу 2008. године, те скоро исто толико у првом кварталу текуће године. Економије широм свијета озбиљно су угрожене, мада се узроци и степен угрожености разликују. Док је криза у економији САД највише узрокована проблемима у банкарском сектору и тржишту некретнина, западноевропске и развијене земље у Азији првенствено су погођене трговинским сломом. За разлику од неразвијених земаља које су, због ниског степена глобалне интеграције, најмање погођене финансијском кризом, развијене економије су забиљежиле највећи пад (7,5% у посљедњем кварталу 2008.г.). Земље у развоју су у истом периоду такође забиљежиле снажан пад од 4%.

Подаци у Српској указују да долази до раста незапослености, али много споријим темпом него што је то случај у свијету, односно у последњих годину да-

на број незапослених се повећао за око 8.000 радника, док је Завод за запошљавање препуштен сам себи, изолован од осталих институција,² пред изазовом изна-лажења мјера за социјално збрињавање радника који остају без посла. Такође, стопа незапослености у Српској је међу највишим у Европи (са тенденцијом раста), тако да се менаџмент Завода нашао у својеврсном ћорсокаку редистрибу-тивне функције коју врши, те је одлучио да разбије летаргичност свих актера на економској сцени који могу помоћи у крајњем циљу економије као друштвене науке – запошљавању. Оно што карактерише Српску је и још увијек велики број запослених у неформалној економији, што и поред чињенице да смањује укупну стопу незапослености производи низ негативних посљедица, од неадекватне заштите права тих запослених до нарушавања конкурентности привреде.

Носиоци економске политике у свијету путем монетарне и фискалне политике настоје регулисати коњуктурна колебања те подстаћи привредни раст. Основни правац актуелне монетарне политике треба бити ублажавање глобалних дефлационих притисака. Фискална политика састоји се од управљања приходима и расходима, односно управљања буџетским билансом због његовог утицаја на агрегатну тражњу.

2. ФИСКАЛНА ПОЛИТИКА И ПРЕПОРУКЕ ММФ ЗА ЗЕМЉЕ СА НИСКИМ НИВОМ ДОХОТКА „ПЕР КАПИТА“ У УСЛОВИМА СВЈЕТСКЕ ЕКОНОМСКЕ КРИЗЕ

Према студији „Фискална политика у вријеме кризе“, израђеној од стране Међународног монетарног фонда (ММФ), текућа криза захтјева два сета мјера („Fiscal Policy for the Crisis“, IMF staff position note, December 29, 2008). Први сет се односи на мјере опоравка финансијског система, а други на мјере стимулисања агрегатне тражње. Анализе претходних кризних ситуација показале су да правовремено рјешење проблема у финансијском сектору и правилно осмишљена „фискална реакција“ представљају предуслов економског опоравка.

Према наведеној студији, пакет фискалних мјера треба да буде:

- *благовремен*, јер је потреба за дјеловањем неодложна,
- *значајан*, јер је значајан и текући и пројектовани пад приватне тражње,
- *диверсификован*, због високог степена несигурности ефеката сваке поједине мјере,
- *колективан*, јер у њему треба учествовати свака економија која има фискалне могућности, и
- *одржив*, јер не смије водити неодрживом повећању задужености.

Мјере фискалног стимулисања углавном се односе на мјере подстицања тражње и капиталних инвестиција, односно мјера које имају за циљ очување радних мјеста. Ипак, немају све земље капацитет да спроведу „фискалну реак-

² Нпр. Влада Републике Српске је у више наврата покушавала да се одупре економској кризи (кроз одређивање маржи на нивоу од 8 %, оснивањем Форума за борбу против кризе, усвајањем Стратегије за брбу против економске кризе...), али су све те мјере остале непримијењене у економској пракси. За разлику од Владе на нивоу, БиХ институције нису предузеле ништа што би ублажило негативне ефекте економске кризе.

цију“, с обзиром да експанзивна фискална политика може угрозити јавне финансије. Неразвијене земље и земље у развоју, као и неке развијене економије, не могу приуштити фискални подстицај, нарочито уколико имају високу јавну задуженост (каква је у БиХ). Чак и земље које немају проблеме са превеликим задужењем (БиХ), али које је са друге стране криза захватила у условима пада јавних прихода, прекомјерног фискалног дефицита или дефицита текућег рачуна, имају мало простора за маневар. Такође треба имати на уму да земље са високим степеном отворености привреде имају мање користи од фискалних стимулуса. Што је економија више отворена, мање ће имати користи од експанзије домаће потражње, с обзиром да иста може довести и до погоршања стања на рачуну платног биланса.

Земље у развоју сусрећу се са двије основне врсте удара. Један је изненадни прекид прилива капитала, а други смањена извозна тражња. Ове земље је рецесија захватила у различитим околностима. У неким је домаћа криза већ била узела маха услед неодрживе фискалне политике или раста дуга, док су друге као „посматрачи ухваћене у олуји“. Мада не постоје емпиријски докази, сматра се да конвенционални фискални мултипликатори могу имати релативно мањи ефекат код земаља у развоју него код развијених земаља, док је утицај фискалних стимулуса више несигуран. Потребно је водити рачуна о времену и брзини спровођења фискалних подстицаја. Исти морају бити засновани на вјеродостојној стратегији излаза из кризе, која ће обезбиједити одрживе владине финансије у наредном периоду.³

Мјере које ММФ препоручује у документу „Савладавање кризе, опције мјера за земље у развоју“ су првенствено стабилизација финансијског система те, зависно од могућности, раст капиталних расхода и подршка најугроженијим категоријама становништва (који имају високу маргиналну склоност ка потрошњи), док се не препоручује раст плата у јавној управи.

Треба имати на уму да *не постоји оптимална фискална политика*, те да је свака поједина економија треба прилагодити у складу са својим специфичностима и могућностима.

3. ФИСКАЛНА ПОЛИТИКА У ЕВРОПСКОЈ УНИЈИ У УСЛОВИМА СВЈЕТСКЕ ЕКОНОМСКЕ КРИЗЕ

Криза је уздрмала финансијске и реалне секторе и на простору Европске уније. Смањена ликвидност и већа несигурност изазвали су оштар пад агрегатне потражње, што је даље подстакло слом спољнотрговинске размјене. Извоз у евро зони пао је за 26% у последњем кварталу 2008. године. Економски опоравак захтијева чврсту политику координисану на заједничкој основи. Преузете су бројне мјере за ублажавање ефеката финансијске и економске кризе. Мјере се прилично разликују, како по форми тако по обиму и буџетском утицају. Мада се у већини случајева односе на смањење пореских стопа, неке чланице ЕУ су изабрале мјере повећања буџетских прихода позивајући се на недостатак буџетског простора за маневар.

³ „Coping with the Crisis : Policy Options for Emerging Market Countries“, IMF staff position note, April 23, 2009.

Једна од типичних мјера је подршка куповној моћи становништва путем реформи пореза на доходак. Мјере се у већем броју случајева односе на повећање пореских олакшица него на смањење стопа, јер се сматра да ће се на тај начин више утицати на куповну моћ сиромашнијих домаћинства која имају већу маргиналну склоност ка потрошњи. У неколико случајева чак су повећане стопе пореза на доходак (што се односило искључиво на богатија домаћинства), или су одложена раније планирана смањења ових стопа.

Ријетке су мјере које се односе на смањење стопа пореза на добит услед чињенице да, осим дугорочних ефеката, оне немају значајнијег ефекта на пословање компанија у кратком року. Спровode се бројне мјере које су усмјерене на сектор домаћинства, као што је нпр. смањење пореза у области наслеђа, туризма и сл.

Највећи број чланица ЕУ се није одлучио на смањење стопе ПДВ-а, као мјере стимулисања тражње. Неки изузеци су нпр. Велика Британија (привремено смањење стопе ПДВ-а са 17,5% на 15% од 1. децембра 2008. до 31. децембра 2009. године), те Белгија и Румунија (смањење стопе за изградњу станова). Изузетак је и Финска, која је смањила стопу на храну (са 17% на 12%). Са друге стране бројне чланице су чак повећале стопу, смањиле број изузетака или снижених стопа или су повећале акцизне дажбине⁴ у циљу покривања недостака буџетских средстава. Као мјера побољшања ликвидности, у неколико случајева су измијењене регулативе везане за период обрачунавања обавеза по основу ПДВ-а. Тако се у Холандији прешло на квартално обрачунавање ПДВ обавеза умјесто пријашњег мјесечног, док је у Пољској смањен рок за исплату поврата (са 180 на 60 дана).⁵

Закључно, наступањем дубоке рецесије владе бројних држава почеле су уводити мјере фискалног стимулисања како би оснажиле производњу и сузбиле растућу незапосленост. Процјењује се да ће фискални подстицаји у Европи у овој години износити 3% БДП-а. Међутим, земље са крхком финансијском позицијом тешко могу приуштити фискалне подстицаје. Такође је од изузетне важности да оне које размишљају о фискалној експанзији процијене могуће ризике таквих мјера, с обзиром да свака фискална експанзија носи потенцијалну пријетњу дугорочној одрживости јавних финансија.

Мада се очекује да ће криза спласнути крајем текуће године, процјењује се да ће опоравак на глобалном нивоу бити постепен. Постоје јаки разлози да се у 2010. години, и у наредном периоду, очекују значајно ниже просјечне годишње стопе раста него у периоду који је претходио глобалној кризи. Неизвјесност остаје на високом нивоу, а вријеме опоравка зависиће од ефективности и брзине спровођења антирецесионих мјера.

4. ПИТАЊА ПОПУЊАВАЊА БУЏЕТСКИХ ДЕФИЦИТА ВАЊСКИМ ИЗВОРИМА ФИНАНСИРАЊА У ЦИЕ

Глобална финансијска криза, која је започела у главним финансијским средиштима у августу 2007. године, више од годину дана је само умјерено утицала на средњу и источну Европу. Међутим, од октобра 2008. године средња и

⁴ Акцизне стопе су повећале: Финска, Ирска, Летонија, Литванија, Румунија, Словенија.

⁵ ПДВ стопу су повећале: Мађарска, Ирска, Летонија, Литванија.

источна Европа постају једна од најпогођенијих регија тржишта у настајању. У овоме се поглављу анализира ширење кризе регијом, Републиком Српском и Босном и Херцеговином, те се утврђује какав је ефекат имала на трошак (тј. цијену) и доступност (тј. прилив) страног капитала. Главни је закључак да су се, упркос многим јасним назнакама нестајања иностраних финансирања и пораста њихове цијене, творци буџета у Босни и Херцеговини одлучили у 2009. години јаче ослонити на иностране финансирања.

4.1. Утицај кризе на инострана финансирања

Након пропасти *Lehman Brothers*а средином априла 2008. године, финансијска криза се врло брзо проширила тржиштима дионица, обвезница, девизним тржиштима и међубанкарским тржиштем у СИЕ-у. Тржиште дионица прво је осјетило сву жестину кризе. Пад цијена дионица, који је на разним тржиштима започео средином или крајем 2007. године те се наставио мање-више поступно ширити све до августа 2008, претворио се у право потапање у априлу и октобру, када су цијене у просјеку пале за 50%, а у Босни и Херцеговини за готово 60%. До средине фебруара 2009. године, када су власти РС припремале први ребаланс буџета, цијене дионица у земљама СИЕ-а просјечно су пале за 75%, највише вриједности остварене у 2007. години, вративши се на нивое из 2004. године или прије тога. Пад цијена дионица важан је за финансирање буџета јер су цијене ХОВ уско повезане с пословним циклусом те стога и с приходима државног буџета. Веза између цијена ХОВ и буџетских прихода у Босни и Херцеговини још није емпиријски истраживана. Међутим, истраживања за друге земље недвосмислено показују снажну позитивну корелацију како непосредно, путем пореских прихода од капиталне добити, тако и посредно, преко пореза на потрошњу, повезаних с лично потрошњом подстакнутом ефектима богатства (тзв. *wealth effects*⁶). Треба нагласити да су РС и Хрватска постигла највећи раст цијена дионица од свих земаља СИЕ-а: од јануара 2005. до средине октобра 2007. цијене дионица у Босни и Херцеговини порасле су 302%, у поређењу с просјеком од 230% у другим земљама у регији. Стога је пад цијена дионица у јесен 2008. године био јасан знак да буџетски приходи нису могли бити очувани на нивоима из претходних година. Сљедеће тржиште ХОВ захваћено кризом било је тржиште државних еврообвезница.

То је тржиште кључно за финансирање буџетских дефицита малих отворених привреда са слабије развијеним домаћим тржиштем обвезница попут Републике Српске. Између средине 2004. и средине 2007. године услови на тржишту еврообвезница били су посебно повољни за државне емитере с тржишта у настајању. Због велике потражње ХОВ с високим приносом и снажног раста глобалне економије, премије ризика на обвезнице тржишта у настајању у односу према референтним обвезницама попут десетогодишњих америчких и њемачких државних обвезница, забиљежиле су историјски низак ниво, у случају Републике Српске мање од 20 базних бодова у априлу 2007. године.

Након избијања кризе у августу 2007. године, премије ризика на средњоевропске државне обвезнице, којима се трговало у већем обиму, испочетка су

⁶ Вид. Poterba, "Sock Market Consumption", Journal Economic Perspective, 2000.

расле постепено (на 50-100 базних бодова у мају 2008. године). Међутим, погоршање кризе у 2008. године довело је до неочекивано снажног раста премија ризика на обвезнице. Земље с већом спољном неравнотежом биле су посебно тешко погођене кризом: у доба заоштравања проблема на тржишту мађарске форинте, премије ризика у Босни и Херцеговини су са 100 базних бодова почетком априла скочиле на 550 бодова крајем 2008.

На тржишту осигурања кредита, премије ризика на *swapove* (енгл. *credit default swap*, CDS) у случају ненаплативости кредита за државне обвезнице високозадужених земаља, попут Хрватске, Мађарске, Румуније и Турске, скочиле су за само неколико дана након пропасти *Lehman Brothers*a, у Босни и Херцеговини најприје са 100 на 450 базних бодова у априлу 2008. те на готово 600 бодова крајем фебруара 2009. године.

Потреси у октобру брзо су се проширили и на девизна тржишта. Пропаст исландских банака довела је до драстичног пада цијена дионица мађарске ОТП банке (која се сматрала рањивом, јер није у већинском страном власништву) и колапса ино-потражње државних обвезница деноминираних у форинтама. Будући да банке на тржиштима девизних *swapova* више нису хтјеле мијењати евре за форинте, дошло је до снажне депрецијације форинте, што је изазвало финансијску “заразу”, тј. довело је до депрецијације на девизним тржиштима у цијелој регији.

Пољски је злот, на примјер, током четвртог тромјесечја 2008. године депрецирао према еврџ за више од 20%, упркос релативно успјешном стању пољске економије. Хрватска куна је у периоду од краја априла 2008. године до краја децембра 2009. године депресирала према еврџ за отприлике 4%, али само захваљујући томе што је Хрватска народна банка непосредно интервенисала на девизном тржишту и повећала девизну ликвидност укидањем граничне и снижавањем минималне обавезне резерве на ино-задуживање банака.

У Босни и Херцеговини, као и у осталим земљама СИЕ-а, се у том периоду и приватни и јавни сектор у регији увелико задуживао у страним валутама, користећи се нижим каматама у иностранству и јачањем локалних валута. У тренутку када су се девизни курсеви промијенили, зајмопримаоци – становништво и предузећа с великим девизним дуговима, претрпјели су знатне губитке. Многи улагачи с доспјелим девизним дуговима били су присиљени набављати девизе продајом имовине деноминоване у локалним валутама по знатно нижим цијенама, повећавајући пад девизних курсева и цијена капитала на врло неликвидним тржиштима. Ликвидност се такође одлијевала с међубанкарских тржишта, а каматне стопе на тржишту новца у Србији, Хрватској и Румунији повремено су скакале на 40%. Сљедећа и до сада најразорнија олуја која је погодила тржишта Средње и Источне Европе, почела је средином фебруара 2009. године, када је кредитна агенција *Moody's* (2009) упозорила да би могла снижити рејтинге банкама које послују у СИЕ-у због њихове велике изложености у тој регији. Иако тај извјештај није донио никакве нове информације о рањивости матичних банака или њихових подружница, то је уздрмало повјерење улагача. Неколико других средњих банака у земљама СИЕ-а реаговало је давањем кредита у еврима комерцијалним банкама. Такође, ЕЦБ је осигурао Мађарској и Пољској народној банци рефинансирање у еврима (додуше, уз полог високовриједног колатерала деноминованог у еврима), а Швајцарска народна банка отворила је *swap*

аранжман за замјену евра за швајцарске франке Мађарској и Пољској народној банци.

Укупно гледано, таква су кретања изазвала општу забринутост везану за неизбјежан почетак финансијске кризе у регији. Осим страховања због могућег утицаја на њихове банкарске системе, ти су проблем навели Босну и Херцеговину, Летонију, Хрватску, Србију, Румунију и Украјину да затраже помоћ од ММФ-а.

Иако су се у марту 2009. прилике на локалним финансијским тржиштима почеле смиривати, било би преурањено закључити да су финансијска превирања у СИЕ-у завршена. Један од преосталих извора ризика јест неизвјесно стање привреде и финансија у Летонији, чији је режим валутног одбора остао под снажним притиском. Када би Литванија била присиљена одступити од фиксног курса према евр, остале земље које имају фиксни или управљани флукутирајући курсни режим доспјеле би под снажан притисак. У том се случају не би само морале помирити с високим трошком вањског финансирања као сада, него би се вјероватно морале укључити и у борбу против кризе. Други извор ризика јест пораст ненаплативих кредита у бројним банкама у регији. Напокон, многе владе земаља СИЕ-а суочене су, попут БиХ и РС, с великим повећањем буџетских дефицита и с тешкоћама у проналажењу извора финансирања. Многе су владе такође политички слабе, као нпр. Федерације БиХ. У таквој би ситуацији све веће незадовољство међу становништвом и предузетницима, због пасивности владе или због непопуларних реформи које влада проводи, могло придонијети политичкој нестабилности и додатно отежати рјешавање фискалних проблема.

4.2. Утицај кризе на доступност ино-финансирања

Токови ино-капитала у регији СИЕ-а вјерно су одражавали кретања цијена ХОВ о којима се расправљало у претходном одјељку. Прилив кредита међународних банака, најважније врсте капитала који дотиече у СИЕ-у, испочетка се посебно добро држао: у првој половини 2008. године, када су се зајмови другим тржиштима у настајању већ почели смањивати, кредити међународних банака које подносе извјештај БИС-у, банкама и небанкарском сектору земаља СИЕ-а већ су износили више од 70% укупног износа за 2007. годину.

Међутим, већ током трећег тромјесечја 2008. године међународне банке су почеле смањивати кредите банкама у СИЕ-у. На почетку су највише биле погођене банке у земљама с ликвиднијим банкарским системима, при чему је ликвидност мјерена омјером укупних кредита према укупним депозитима. У те су земље биле укључене Хрватска, Чешка и Пољска. У четвртм тромјесечју⁷ крајем фебруара кредитна агенција *Standard and Poor's* (2009) објавила је извјештај којим је увела нешто већу диференцијацију међу земљама СИЕ-а. Отприлике у исто вријеме, Аустријска народна банка објаснила је неке кључне аргументе своје пан-европске иницијативе, покренуте крајем јануара, с циљем пружања помоћи земљама СИЕ-а ради избегавања кризе (ОеНБ, 2009).⁸

⁷ Вид. нпр. http://www.cnb.cz/en/public/media_service/press_releases_cnb/2009/090224_statement_FT.html

⁸ (в. www.bis.org/statistics).

Међународне банке наставиле су се повлачити из Чешке и Пољске, а почеле су се повлачити и из Турске. Међутим, банке и небанкарски сектор у Босни и Херцеговини и још неким земљама (Хрватска и Србија) добили су додатне међународне кредите. То је био дио тренда у којему су мање економије СИЕ-а, с великом заступљеношћу страних банака, упркос кризи, осјетиле одређени ниво стабилности у приливима међународних банкарских кредита.

Ипак, показало се да је та стабилност само привремена. У првом тромјесечју 2009. године међународне банке су смањиле инострано финансирање банака у готово свим земљама у регији. Највећа су смањења забиљежиле банке у Словачкој (9,2 милијарде америчких долара) и Чешкој (2,6 милијарди долара). Већ је споменуто да су те земље имале прилично ликвидне банкарске системе (Словачка је такође у еврозони), што упућује на закључак да су се матичне банке користиле тим тржиштима за повећање ликвидности.

Банке у Хрватској и Мађарској добиле су додатне кредите у првом тромјесечју 2009. године, радило се о износима који су чинили мање од 25% средстава примљених у задњем тромјесечју 2008. године. Инострани кредити небанкарском сектору у СИЕ-у смањили су се знатно мање од кредита банкама у првом тромјесечју 2009. године. Ипак, небанкарски сектор у Босни и Херцеговини (као и у Бугарској, Румунији, Словачкој, Словенији и Турској) осјетио је велико смањење финансирања иностраних банака.

Пад кредита у локалној валути дјелимично је одражавао настојања страних банака да своје позиције у валутама земаља СИЕ-а замијене за ликвидније или боље рангиране ХОВ у главним свјетским валутама. Подаци БИС-а поткрепљују ово објашњење: међународне банке највише су смањиле кредите у локалним валутама у земљама попут Чешке, Пољске и Словачке, чији су банкарски системи били врло ликвидни. У неким другим земљама (нпр. у Србији и Румунији), смањење локалних кредита одражава врло брз раст кредита у периоду прије кризе. То, међутим, не вриједи за Хрватску, у којој је раст кредита био низак у поређењу с осталим земљама СИЕ-а.

И за остале токове капитала подаци о издавању међународних обвезница дају сличну слику као подаци о инокредитима. Након рекордно интензивног издавања међународних обвезница у 2007. години и прва три тромјесечја 2008. године, нето издавање обвезница у СИЕ-у у задњем је тромјесечју 2008. смањено за 3 милијарде америчких долара. У првом тромјесечју 2009. године дошло је до мањег пораста нето издавања међународних обвезница захваљујући успјешним пласманима државних обвезница Пољске и Турске, иако уз много више премије ризика него у периоду прије кризе. Хрватска је током 2008. године и у првом тромјесечју 2009. отплаћивала доспјеле обвезнице (у износу од 1 милијарде односно 0,7 милијарди америчких долара). Издавање међународних обвезница настављено је и у другом тромјесечју 2009. године, када су Хрватска, Чешка, Литванија, Пољска и Турска издале обвезнице у нето вриједности 10 милијарди америчких долара. У поређењу с приливима капитала по основи ино кредита и изданих обвезница, приливи капитала по основи страних непосредних улагања у 2008. години били су релативно солидни.

На примјер, нето прилив страних непосредних улагања у Хрватску 2008. године износио је 4,6 милијарди америчких долара, готово једнако као и 2007.

Међутим, у првом тромјесечју 2009. године знатно је успорен нето прилив страних непосредних улагања на 0,3 милијарди америчких долара.

Упркос знаковима смањења капиталних прилива, подаци из платног биланса показују да је вањски дефицит текућег рачуна у Босни и Херцеговини повећан.

5. ПРОБЛЕМ ФИНАНСИРАЊА ИНВЕСТИЦИЈА У РЕПУБЛИЦИ СРПскоЈ – ОПШТИ ПАД ЈАВНИХ ПРИХОДА

Република Српска се нашла у специфичном проблему у односу на земље чланице ЕУ из разлога што је свјетска економска криза наступила у условима већ постојећих високих дефицита у спољнотрговинској размјени и либерализације трговине кроз споразум о стабилизацији и придруживању. Тиме је дошло до пада јавних прихода по свим врстама, с тим што приходи од индиректних пореза имају највећи пад у укупним буџетским приходима, док се са друге стране јавни расходи константно повећавају. Такво стање пријети, поред огромног дефицита у размјени са иностранством (покривеност увоза извозом свега 43%) и појавом дефицита у буџету који ће се даље ефектуирати на сектор предузећа кроз смањење ликвидности и запошљавања и сектор домаћинства кроз веће сиромаштво грађана.



Графикон 4.

у мил КМ	I KB 08	II KB 08	I KB 09	II KB 09	I ПГ 09	I ПГ 08	I KB 09/08	II KB 09/08	I ПГ 09/08
ИЗВОЗ	1.567	1.783	1.237	1.309	2.546	3.349	-21,03%	-26,68%	-23,98%
УВОЗ	3.673	4.305	2.799	3.158	5.957	7.978	-23,79%	-26,64%	-25,33%
ОБИМ	5.240	6.088	4.036	4.467	8.503	11.328	-22,97%	-26,62%	-24,93%
ДЕФИЦИТ	-2.106	-2.523	-1.561	-1.850	-3.411	-4.629	-25,85%	-26,69%	-26,31%
ПОКРИВЕНОСТ	42,67%	41,4%	44,21%	41,44%	42,74%	41,98%	3,63%	0,09%	1,81%

Извор: Ома, Билтен 48, Бања Лука, 2009. година

У првих шест мјесеци 2009. године биљежимо сљедећа основна кретања у робној размјени Босне и Херцеговине са иностранством: *пад вриједности извоза за 23,98%, пад вриједности увоза за 25,33%*. Да ли ће у трећем кварталу, који је по сезонској шеми осцилација најинтензивнији квартал, доћи до значајнијих промјена ових односа, остаје да видимо у наредном периоду.

Ови показатељи указују на потрошњу већу од производње (које се финансира из ино-извора: дознаке грађанима, СДИ, кредити, локални извори – неконтролисана потрошња) а резултат је да је само лична потрошња 20% већа од БДП, док би закључак био различити коријени кризе у Републици Српској и свијету. Свјетска економска криза само је отворила постојећу економску кризу генерисану у дефициту размјене са иностранством и већој потрошњи од производње, а резултат општег пада размјене са иностранством видљив је и из пада јавних прихода по свим основама, како је већ претходно речено.

Бих: сви нивои, I-XII, 2008.г, коначан извјештај

	I	II	III	IV	V	VI	VII	VIII	IX	X	XI	XII	Укупно
Приходи (11+12+13+14)	797.898.243	806.904.630	874.260.560	969.212.574	861.113.519	905.894.626	942.579.840	929.364.435	936.702.229	937.633.057	828.742.979	1.125.845.279	10.916.151.911
1 Приходи од пореза	688.132.606	703.411.681	768.542.744	813.566.122	771.223.226	782.222.977	812.782.588	883.174.974	831.215.675	822.793.258	742.837.404	926.528.550	9.480.431.806
Порези на добит појединца и предузећа	20.680.395	27.539.142	38.408.377	35.048.863	18.683.568	17.340.483	18.814.565	13.812.319	17.389.485	17.842.626	14.288.707	27.013.137	287.445.188
Доприноси за социјалну заштиту	268.135.393	278.577.861	282.769.961	305.782.342	289.202.019	298.408.424	301.184.853	308.229.040	301.483.945	306.722.702	294.118.269	408.184.931	3.628.749.380
Порези на плате и радну снагу	28.444.483	38.088.117	35.025.085	41.887.090	36.308.415	38.665.784	40.908.877	37.240.530	39.579.646	39.414.815	36.288.094	86.929.433	408.448.810
Порез на имовину	11.315.732	12.036.161	11.342.404	11.712.328	11.107.488	13.083.107	11.548.835	9.748.874	11.218.843	10.588.112	9.228.063	10.451.886	133.144.109
Приходи од индиректних пореза ¹	387.876.789	344.834.165	394.959.276	416.731.488	411.423.133	412.187.370	437.777.850	431.791.817	455.797.883	444.790.857	388.368.191	384.845.320	4.887.992.190
Остали порези	1.770.854	2.558.434	6.039.842	2.818.011	4.499.108	4.387.529	2.949.808	4.354.594	5.737.693	3.888.046	2.583.182	3.324.083	44.854.383
2 Непорески приходи	104.522.634	96.090.162	99.319.051	89.995.881	77.877.741	115.148.828	120.919.137	113.897.535	94.461.860	104.434.299	79.498.680	176.036.885	1.265.418.893
3 Текуће потпоре	3.762.921	5.439.966	4.818.920	64.110.816	10.481.469	5.881.462	6.762.765	11.358.271	9.152.963	8.356.969	4.886.291	33.916.430	168.569.122
4 Остали приходи	1.480.083	1.952.880	1.779.785	1.628.755	1.431.142	2.644.159	2.115.350	1.733.655	1.871.731	2.848.530	1.740.804	1.363.814	21.800.690
Расходи (21+22+23)	646.117.779	731.016.960	772.121.493	841.794.197	816.140.452	911.633.746	877.723.717	856.907.927	917.448.069	880.796.518	888.808.806	1.441.027.093	10.580.636.736
1 Текући издаци	644.302.509	725.051.263	763.682.265	829.396.199	808.764.834	904.035.198	868.719.845	848.866.733	909.787.046	868.504.516	881.824.707	1.408.971.858	10.433.016.653
Плате и накнаде	203.741.487	208.738.580	211.464.665	228.224.087	223.775.154	265.500.180	229.968.326	228.107.861	241.873.491	240.408.154	238.204.211	349.828.402	2.853.547.886
од чега: Бруто плате	170.833.545	173.885.098	175.589.848	184.818.076	183.707.019	201.163.695	175.518.838	190.828.373	197.518.802	197.458.161	200.403.543	291.688.179	2.342.980.908
од чега: Накнаде	33.107.941	34.853.482	35.875.006	41.407.091	40.068.135	54.348.485	54.478.488	35.479.588	44.153.688	42.947.963	38.800.666	57.958.223	510.566.789
Доприноси послодавца и остали доприноси	10.519.657	10.751.402	10.818.988	11.812.828	11.732.122	14.102.926	10.083.834	11.787.841	12.441.310	12.437.888	12.016.580	22.437.270	150.920.694
Издаци за материјал и услуге	126.735.835	152.233.249	194.499.988	170.138.888	183.144.534	177.238.511	172.337.434	175.453.440	193.140.507	176.771.250	188.313.061	407.772.514	2.397.780.280
Грантови	287.785.410	338.517.736	339.518.173	414.348.897	302.751.917	436.307.845	454.470.514	421.044.272	454.851.681	430.828.852	424.319.959	509.917.871	5.004.480.587
Издаци за камате и остале накнаде	5.620.120	14.810.237	7.384.483	8.781.741	17.361.107	20.885.735	1.861.847	14.473.218	7.880.087	8.270.892	20.079.697	21.217.801	148.327.037
2 Остали расходи	4.612.392	5.191.348	7.761.619	7.933.318	7.618.565	7.980.977	7.689.163	6.514.916	13.297.884	7.544.451	6.384.757	41.148.567	123.569.878
3 Нето позајмљивање²	-2.797.123	774.349	677.669	4.554.680	-234.908	-382.430	1.385.510	626.277	-5.636.781	4.747.551	1.479.343	-1.893.332	4.118.885
Нето набавка нефинансијских средстава	36.417.879	37.477.761	42.639.861	53.696.197	54.784.584	67.646.352	69.293.497	66.940.532	64.460.622	74.252.721	55.763.371	141.484.374	763.866.149
Владин суфицит/дефицит (1-2-3)	115.363.386	38.409.969	59.489.845	73.812.180	-9.811.556	-73.385.472	-4.437.374	7.315.976	-45.266.463	-17.416.182	-115.828.198	-456.666.188	-428.350.975
Нето финансирање³	-6.821.027	-8.055.949	-7.468.042	-4.076.513	-736.369	-3.789.702	5.691.531	-28.769.018	-3.078.558	-4.965.423	-2.085.756	-5.757.137	-69.920.963

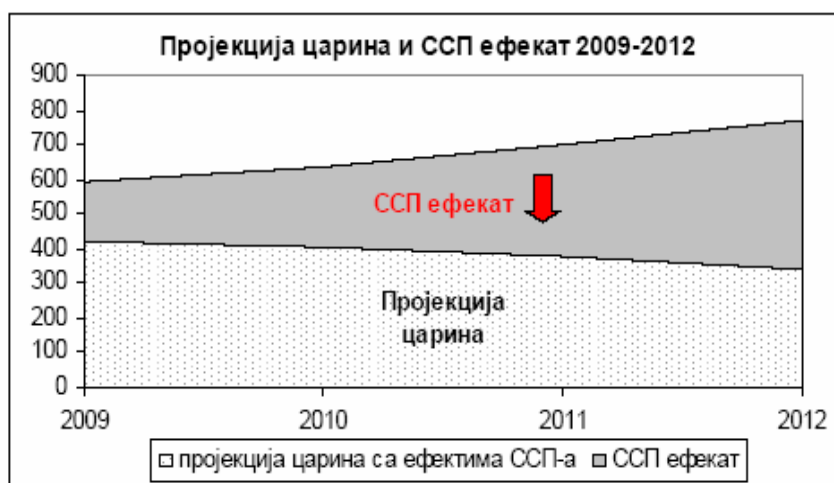
Ефектуирање свјетске економске кризе у Европској унији
– Поуке за фискалну политику у Републици Српској

	2009	I	II	III	IV	V	VI	Q1	Q2	Укупно
1 Приходи (11+12+13+14)	707.560.571	772.152.841	833.284.743	980.674.250	824.836.797	888.928.389	2.312.998.156	2.694.439.435	5.007.437.591	
11 Приходи од пореза	626.290.262	685.668.062	734.624.743	764.363.605	715.074.920	726.686.769	2.046.583.068	2.206.125.293	4.252.708.361	
Порези на доходи и добит	29.946.787	45.658.000	81.843.341	117.109.918	81.013.413	80.217.123	158.448.128	228.429.452	384.877.580	
Доприноси за социјалну заштиту	267.908.149	297.425.505	304.245.251	305.379.360	290.276.119	308.718.806	859.578.065	903.374.315	1.782.953.221	
Порез на имовину	11.919.255	11.688.442	10.680.107	9.428.445	7.401.727	8.265.195	34.285.804	25.093.367	59.376.171	
Приходи од индиректних пореза	326.323.874	329.261.352	336.459.185	328.770.804	353.488.833	358.865.201	992.044.491	1.041.094.839	2.033.136.330	
Остали порези	1.162.067	1.636.783	1.396.879	2.588.050	2.614.827	2.830.444	4.225.739	8.133.320	12.359.059	
12 Непорески приходи	67.990.475	75.980.295	87.941.274	207.973.043	101.925.228	143.999.103	231.912.045	453.897.374	685.809.419	
13 Текуће потпоре (грантови)	12.083.674	8.795.873	9.050.517	7.307.816	6.737.600	16.698.187	29.930.064	30.743.603	60.673.667	
14 Остали приходи	1.196.160	1.708.610	1.668.210	1.029.785	1.099.049	1.544.330	4.572.980	3.673.165	8.246.144	
2 Расходи (21+22+23)	673.469.620	767.621.738	884.902.138	858.166.148	849.833.251	930.685.857	2.325.993.497	2.638.685.256	4.964.678.752	
21 Текући издаци	668.153.783	757.951.326	872.867.870	844.137.342	838.159.234	915.840.492	2.298.972.979	2.598.128.067	4.897.101.046	
Бруто плаће и накнаде	230.872.472	259.368.248	282.425.360	258.237.829	280.703.854	319.721.583	782.088.089	838.063.268	1.591.329.355	
Издаци за материјал и услуге	130.134.294	184.011.898	202.983.147	183.787.352	191.376.614	218.848.045	517.109.307	593.812.011	1.110.921.318	
Грантови	304.868.733	304.349.497	393.264.404	398.830.344	384.671.378	362.020.191	1.002.282.834	1.115.221.913	2.117.504.547	
Издаци за камате и остале накнаде	2.478.283	10.221.716	14.214.950	3.481.817	21.498.388	25.480.872	28.914.949	50.430.877	77.346.826	
22 Остали расходи	4.551.237	9.018.845	11.895.031	11.809.636	12.743.315	15.659.884	25.465.113	40.212.834	65.677.947	
23 Нето позајмљивање ⁸	764.600	651.567	139.237	2.219.171	-1.060.298	-914.519	1.555.405	344.355	1.899.759	
3 Нето набавка нефинансијских средстава	17.794.174	20.535.708	26.557.575	26.646.360	31.184.395	47.313.656	64.887.457	105.144.411	170.031.868	
4 Владин суфицит/дефицит (1-2-3)	16.296.777	-16.004.605	-78.174.968	95.861.741	-56.180.849	-89.071.123	-77.882.758	-49.390.232	-127.273.029	
5 Нето финансирање	613.729	-1.684.680	15.424.043	100.471.852	157.867.739	-25.072.196	14.353.092	233.267.394	247.620.486	

Табела 1: Пад прихода расхода раст у односу на претходни буџет = проблем финансирања буџетског дефицита

Недостатак прихода и раст јавних расхода настао је услед и објективних и субјективних разлога :

1. Потписивања ССП и либерализације трговине. Наиме, уговором је, како ће у даљем тексту бити детаљно појашњено, планирано постепено укидање царина (тиме и основице за ПДВ и увозне акције) по одређеним групама производа, с циљем заштите домаће производње и задржавања нивоа прихода на одређеном нивоу. Да постоје проблеми у наплати царина, најбоље показују доље наведени графикони у којима су приказани планирани приходи од примјене ССП и пад прихода од царина у прва два квартала 2009. години, који надмашује процентуални пад свеукупног увоза, а не само производа који су за посматрани период на листи царинских ослобађања.



Графикон: пад прихода много већи од пада увоза и примјене ССП

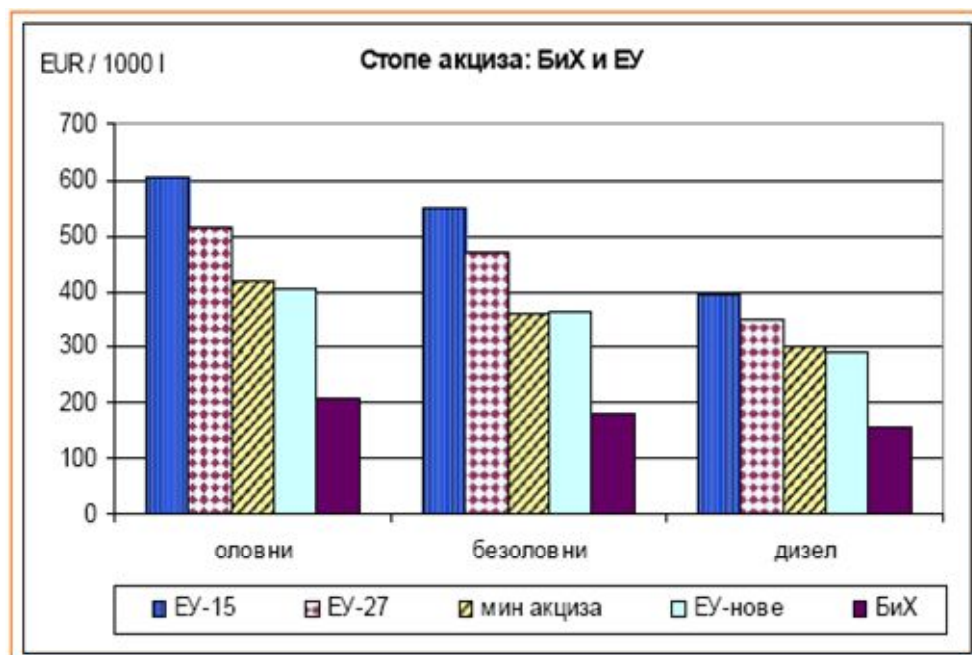


2. *Интересни-увозни лобији* (измјене царинске тарифе због “подстицаја” домаћој производњи на ниво БиХ “кошта” 110 милиона КМ), те злоупотреба међународног уговора ЦЕФТА и Уговора о специјалним везама. Све ово утиче на раст цијена производа у малопродаји, тј. бесцарински увоз производа из Европске уније под фирмом домаћег производа из Србије, Хрватске, Турске...

3. *Политизација пдв-а – “потезање” увођења ниже и отежавање поврата пдв-а предузетницима од УИО*, што имплицира неликвидност предузећа, недостатак инвестиција или непотребно задуживање инвеститора. Овој проблему је у наредном тексту посвећено једно од поглавља и дат је експлицитан емпиријски одговор на питање помоћи сиромашним грађанима увођењем ниже стопе пдв-а.

4. *Толерисање монопола*. Република Српска је једно од ријетких европских тржишта у којима се гаји концепт неолибералног капитализма и немијешања у тржишне цијене. Резултат неуређеног тржишта су, како то један од водећих српских економиста каже: „европске цијене“, кроз монополистичко понашање мало-

продајних трговачких ланаца, и „афричке плате“ кроз ниску продуктивност и ефикасност у производњи.



Можда је горњи графикон најбољи показатељ монополизма и увозног лобија на примјеру нафтних деривата. Иако су акцизне стопе и три пута ниже на исте производе од оних у Европској унији, цијене су нам исте. Очигледно је да постојећи инспекцијски инструменти не функционишу и да итекако има простора да се смањењем екстра профита заштити потрошач или напуни буџет. Нема дилема да се треба окренути неоинституционалној економији

5. *“Неразумна пореска конкуренција”*. Република Српска, уосталом као и цјелокупан регион југоисточне Европе, напосто се такмичи да ниским стопама пореза на добит привуче стране директне инвестиције. С обзиром да се порез на добит наплаћује по принципу свјетског дохотка, стране компаније сврставају пореске законе међу последње у разлозима када се одлучују за улагање, тако да је резултат такве конкуренције само низак ниво прихода, немогућност остваривања екстрафискалних циљева (због широке основице и непостојања пореских олакшица) и апсолутно неповољна пореска структура комплетног система и са економског аспекта и са аспекта прикључења ЕУ (пореској структури у даљем раду је посвећена већа пажња).

Земље у Транзицији (1)	Стопа пореза на добит	Земље чланице ЕУ (15) (2)	Општа стопа пореза на добит	10 нових чланица ЕУ (3)	Општа стопа пореза на добит
Албанија	25%	Аустрија	34%	Чешка Република	28%
Бугарска	23,5%	Белгија	39%	Естонија	26%
Македонија	15%	В. Британија	30%	Мађарска	16%
Румунија	25%	Данска	30%	Латвија	15%
Хрватска	20%	Финска	29%	Литванија	15%
Србија	10%	Француска	33%	Пољска	19%
Црна Гора	9%	Немачка	25%	Словачка Република	19%
	20% (max.)	Грчка	37,5%	Словенија	25%
БиХ		Италија	36%	Кипар	15%
Реп. Српска	10%	Ирска	16%	Малта	35%
Федерација БиХ	10%	Луксембург	22%	Просек колоне (3)	21,3%
Просек колоне (1)	15%	Холандија	34,5%	Просек ЕУ (25)	25,95%
		Португал	30%		
		Шпанија	35%		
		Шведска	28%		
		Просек колоне (2)	30,6%		

6. Неповољна пореска структура;

7. Нерационалност ј.р. “предизборне године”, нерационално задуживање локалних самоуправа;

8. Неефикасна УИО;

9. Скупа и неефикасна администрација на нивоу БиХ;

10. Одлагање реформе система социјалне заштите;

11. Релативно фискално оптерећење међу највишим у Европи.

6. УТИЦАЈ КРИЗЕ НА ТРОШАК ИНО ФИНАНСИРАЊА – СРЕДЊОЕВРОПСКИХ ДРЖАВА И ПОУКЕ ЗА РЕПУБЛИКУ СРПСКУ

До средине фебруара 2009. године, када су РС власти припремале први ребаланс буџета, цијене дионица у земљама СИЕ-а просјечно су пале за 75% највише вриједности остварене у 2007. години, вративши се на нивое из 2004. године

или прије тога. Пад цијена дионица важан је за финансирање буџета јер су цијене ХОВ уско повезане с пословним циклусом те стога и с приходима државног буџета. Веза између цијена ХОВ и буџетских прихода у Босни и Херцеговини још није емпиријски истраживана. Међутим, истраживања за друге земље недвосмислено показују снажну позитивну корелацију како непосредно путем пореских прихода од капиталне добити, тако и непосредно, преко пореза на потрошњу, повезаних с лично потрошњом подстакнутом ефектима богатства (тзв. *wealth effects*⁹). Треба нагласити да су РС и Хрватска постигле највећи раст цијена дионица од свих земаља СИЕ-а: од јануара 2005. до средине 2007. цијене дионица у Босни и Херцеговини порасле су 302%, у поређењу с просјеком од 230% у другим земљама у регији. Стога је пад цијена дионица у 2008. године био јасан знак да буџетски приходи нису могли бити очувани на нивоима из претходних година. Сљедеће тржиште ХОВ захваћено кризом било је тржиште државних еурообвезница.

То је тржиште кључно за финансирање буџетских дефицита малих отворених привреда са слабије развијеним домаћим тржиштем обвезница попут Републике Српске. Између средине 2004. и средине 2007. године услови на тржишту еурообвезница били су посебно повољни за државне емитере с тржишта у настајању. Због велике потражње ХОВ с високим приносом и снажног раста глобалне економије, премије ризика на обвезнице тржишта у настајању у односу према референтним обвезницама попут десетогодишњих америчких и њемачких државних обвезница, забиљежиле су историјски низак ниво.

Након избијања кризе у августу 2007. године, премије ризика на средњо-европске државне обвезнице којима се трговало у већем обиму испочетка су расле постепено, на 50-100 базних бодова у мају 2008. године). Међутим, погоршање кризе у 2008. године довело је до неочекивано снажног раста премија ризика на обвезнице. Земље с већом спољном неравнотежом биле су посебно тешко погођене кризом: у доба заоштравања проблема на тржишту мађарске форинте премије ризика у Босни и Херцеговини су са 100 базних бодова почетком априла скочиле на 550 бодова крајем 2008.

На тржишту осигурања кредита, премије ризика на свопове (енгл. *credit default swap*, CDS) у случају ненаплативости кредита за државне обвезнице високозадужених земаља попут Хрватске, Мађарске, Румуније и Турске скочиле су за само неколико дана након пропасти Леман Брдерса (енгл. *Lehman Brothers*), тј. почетка финансијске кризе у Босни и Херцеговини најприје са 100 на 450 базних бодова у априлу 2008. те на готово 600 бодова крај фебруара 2009. године.

Потреси у октобру брзо су се проширили и на девизна тржишта. Пропаст исландских банака довела је до драстичног пада цијена дионица мађарске ОТП банке (која се сматрала рањивом јер није у већинском страном власништву) и колапса ино потражње државних обвезница деноминираних у форинтама. Будући да банке на тржиштима девизних свопова више нису хтјеле мијењати еуре за форинте, дошло је до снажне депрецијације форинте, што је изазвало финансијску “заразу”, тј. довело је до депрецијације на девизним тржиштима у цијелој регији.

Вид. Poterba, J., 2000. “Stock market wealth and consumption”. *Journal of Economic Perspectives*, 14 (2), 99-118., 2000.

Пољски је злот, на примјер, током четвртог тромјесечја 2008. године депресирано према еуру за више од 20% , упркос размјерно успјешном стању пољске економије. Хрватска куна је у периоду од краја априла 2008. године до краја децембра 2009. године депресирала према еуру за отприлике 4%, али само захваљујући томе што је Хрватска народна банка непосредно интервенисала на девизном тржишту и повећала девизну ликвидност укидањем граничне и снижавањем минималне обавезне резерве на ино задуживање банака.

Табела: Изабрани показатељи ММФ у (%БДП)

2007 2008 2009 Prihodi Rashodi Javni dug

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
Hrvatska	-1,2	-0,7	-3,0	40,0	40,7	33,5
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
Prosjeck	-0,7	-2,2	-4,5	37,7	39,9	30,4
Eurozona	-0,6	-1,9	-5,3	44,7	46,6	69,3

Izvori: BIS, MMF

У Босни и Херцеговини, као и у осталим земљама СИЕ-а, се у том периоду и приватни и јавни сектор у регији увелико задуживао у страним валутама, користећи се нижим каматама у иностранству. Ликвидност се такођер одлијевала с међубанкарских тржишта, а каматне стопе на тржишту новца у Србији, Хрватској и Румунији повремено су скакале и на 20% (Србија). Сљедећа и до сада најразорнија олуја која је погодила тржишта Средње и Источне Европе почела је средином вељаче 2009. године, када је кредитна агенција Модис (енгл. Moody's)¹⁰ упозорила да би могла снижити рејтинге банкама које послују у СИЕ-у због њихове велике изложености у тој регији. Иако тај извјештај није донио никакве нове информације о рањивости матичних банака или њихових филијала, оно је уздрмало повјерење улагача. Неколико других Средњих банака у земљама СИЕ-а

¹⁰ Moody's Investors Service, "West European ownership of east European banks during financial and macroeconomic stress", 17 February, 2009.

реаговало је давањем кредита у еурима комерцијалним банкама. Такођер, ЕЦБ је осигурао Мађарској и Пољској народној банци рефинансирање у еурима (додуше, уз полог високовриједног колатерала деноминираних у еурима), а Швајцарска народна банка отворила је свој аранжман за замјену еура за швајцарске франке Мађарској и Пољској народној банци.

Укупно гледано, таква су кретања изазвала општу забринутост везану за неизбјежан почетак финансијске кризе у регији. Осим страховања због могућег утицаја на њихове банкарске системе, ти су проблем навели Босну и Херцеговину, Латвију, Хрватску, Србију, Румунију и Украјину да затраже помоћ од ММФ-а. За Републику Српску, посебно је интересантна Литванија која је задржала систем Каренси борда у монетарном систему.

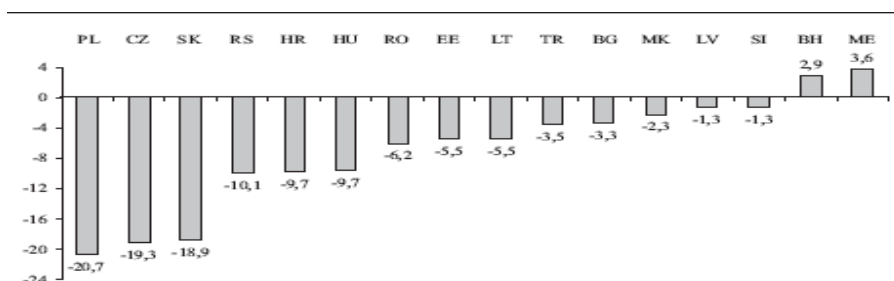
Иако су се у марту 2009. прилике на локалним финансијским тржиштима почеле смиривати, било је преурањено закључити да су финансијска превирања у СИЕ-у завршена. Један од преосталих извора ризика јест неизвјесно стање привреде и финансија у Литванији, чији је режим валутног одбора остао под снажним притиском. Када би Литванија била присиљена одступити од фиксног курса према еуру, остале земље које имају фиксни или управљани флукутирајући курсни режим доспјеле би под снажан притисак. У том се случају нису се само морале помирити с високим трошком ино финансирања као сада, него су се морале укључити и у борбу против кризе. Други извор ризика јесте пораст ненаплативих кредита у бројним банкама у регији. Напокон, многе владе земаља СИЕ-а суочене су, попут БиХ и РС, с великим повећањем буџетских дефицита и с тешкоћама у проналажењу извора финансирања. Многе су владе такође политички слабе као нпр. Ф БиХ. У таквој ситуацији све веће незадовољство међу становништвом и предузетницима због пасивности владе или због непопуларних реформи које влада проводи придониси политичкој нестабилности и додатно отежатава рјешавање фискалних проблема.

И за остале токове капитала подаци о издавању међународних обвезница дају сличну слику као подаци о ино кредитима. Након рекордно интензивног издавања међународних обвезница у 2007. години и прва три тромјесечја 2008. године, нето издавање обвезница у СИЕ-у у задњем је тромјесечју 2008. смањено за 3 милијарде америчких долара. У првом тромјесечју 2009. године дошло је до мањег пораста нето издавања међународних обвезница захваљујући успјешним пласманима државних обвезница Пољске и Турске, иако уз много више премије ризика него у периоду прије кризе. Хрватска је током 2008. године и у првом тромјесечју 2009. отплаћивала доспјеле обвезнице (у износу од 1 милијарде односно 0,7 милијарди америчких долара).

Издавање међународних обвезница настављено је и у другом тромјесечју 2009. године, када су Хрватска, Чешка, Литванија, Пољска и Турска издале обвезнице у нето вриједности 10 милијарди америчких долара. У поређењу с приливима капитала по основи ино кредита и изданих обвезница, приливи капитала по основи страних непосредних улагања у 2008. години били су релативно солидни.

Упркос знаковима смањења капиталних прилива, подаци из платног биланса показују да је спољни дефицит текућег рачуна у Босни и Херцеговини повећан.

Графикон: Кредити земљама СИЕ у домаћој валути



Извор: ММФ

7. ПИТАЊА ПРОЈЕКТОВАЊА БУЏЕТА - ЕКСПАНЗИВНА ИЛИ НЕУТРАЛНА ФИСКАЛНА ПОЛИТИКА

Фискална експанзија која је у развијеним привредама у току велики преседан у односу на оно што предлажу водећи економски теоретичари и стручњаци међународних финансијских институција, који широко прихватају начела против дискреционе фискалне политике.

Међутим, државе које размишљају о фискалној експанзији требају да воде рачуна о могућим краткорочним и дугорочним ризицима таквих мјера. Простор за подстицање економске активности фискалном експанзијом у земљама као што је Република Српска тј. БиХ ограничен је прије свега сазнањима страних и домаћих улагача о фискалној солвентности земље.

Свака фискална експанзија носи и потенцијалну пријетњу дугорочној одрживости јавних финансија. Много тога зависи од почетног стања јавних финансија и проблема одрживости који су постојали прије почетка кризе. У многим Европским земљама, укључујући и Републику Српску тј. БиХ, такви проблеми неоспорно постоје због пријашњих високих буџетских дефицита и високога јавног дуга.

Садашња криза показала је да су изгледи за фискалну одрживост у многим земљама знатно лошији него што се мислило. Земље које су протеклих година биљежиле врло снажан раст и фискалне вишкове, нпр. Ирска, Шпанија и Литванија, сада пролазе кроз врло оштру рецесију, што резултира драстичном ревалоризацијом њихових изгледа за раст, а тиме и њихове фискалне одрживости.

Ефикасност дискреционих активности фискалне политике зависи од начина на који се пакет подстицаја обликује и представља јавности. Недоследни и нејасни планови узрокују несигурност међу приватним субјектима, тако да крајњи ефекат може бити штетан, умјесто да подупире привредну активност. Осим тога, за примјену дискреционих фискалних активности обично треба доста времена, посебно ако је ријеч о инфраструктурним пројектима.

Приватни субјекти често рационално очекују пооштравање фискалне политике након рецесије, знајући да ће држава морати отплатити нагомилани дуг, те да ће морати повећати порезе или смањити јавну потрошњу, што утиче и на смањење страних директних инвестиција. Њемачка је и овај пут добар примјер: након фискалне експанзије 1990-их година, којом је финансирано поновно уједињење, њемачка домаћинства су знатно успорила раст потрошње у раним 2000-има.

Дискрециони фискални подстицаји такође су повезани с великим бројем политичких ризика. Због политичких притисака подстицајна средства се често не усмјеравају према оним секторима привреде у којима би доносила највеће користи за производњу и запосленост, него према секторима попут инфраструктурне изградње, у којој искориштавање подстицајних средстава нашироко прате медији, па оно стога има највећу вриједност за политичаре, да не спомињемо посебне интересне групе као што су грађевински лобији.

У обиму у којему је фискалну експанзију могуће финансирати без знатнијег повећања ризика одрживости, препоручује се усмјеравање фискалних подстицаја на сиромашне и социјално рањиве слојеве становништва.¹¹ Такви су подстицаји усмјерени на дијелове становништва с највећом склоношћу потрошњи домаћих производа, чиме се уједно помаже домаћој производњи у вријеме рецесије.

Ефикасност буџетске експанзије у ублажавању рецесије такође зависи од отворености економије. Фискални су мултипликатори обично нижи у малим и отворенијим економијама, у којима се релативно велик дио средстава намијењен приватним субјектима троши на увоз умјесто на робу и услуге домаће производње. Чини се да се Република Српска прилично добро уклапа у тај опис.

Осим тога, веће задуживање државе укључује истискивање приватног сектора из понуде домаћих кредита.

8. ЗАКЉУЧАК - ТРОШКОВИ И КОРИСТИ ФИСКАЛНЕ ЕКСПАНЗИЈЕ

У посљедњих неколико деценија економска професија и пракса економске политике постигле су својеврсни консензус против дискреционих мјера фискалне политике. Тај се консензус темељи на четири главна аргумента (Крил, Сојер 2009: 134-135). Према првome, дискрециона фискална политика подложна је бројним застојима (од времена одлука до времена примјене) који онемогућују брз и флексибилан одговор на економске поремећаје.

До тренутка када се ефекти фискалне политике осјете, поремећај на који је одређена фискална мјера одговорила можда је већ сам од себе нестао. Ти су аргументи били, међу осталим, основа за преусмјеравање пажње с фискалне на монетарну политику као главни инструмент стабилизационе политике. Одлуке о монетарној политици доносе се и проводе брже, док измјене јавне потрошње и пореза захтијевају одобрење парламента те је за њихово провођење потребно много више времена.

Други аргумент против дискреционе фискалне политике потиче од неокласичне теорије рационалних очекивања и тзв. Лукасове критике (Лукас 1976, Михаљек 1985). Прво, фискална експанзија би могла потиснути приватну потрошњу и, посебно, инвестиције до те мјере да би укупно повећање БДП-а проузроковано експанзијом било занемариво. До тога може доћи зато што се буџетски дефицит већином финансира позајмљивањем, чиме се повећавају камате и трошак инвестирања, што је очито био случај у Босни и Херцеговини у првој половини 2009. године. Слабија верзија тог аргумента темељи се на идеји о интертемпоралном буџетском ограничењу рационалних потрошача. Наиме, потрошачи

¹¹ Вид. Russian economic report, World Bank, Washington, 2009.

знају да ће се повећање дефицита због фискалне експанзије у години t морати финансирати повећањем пореза у некој од идућих година $t+1$, и стога на фискалну експанзију реагују повећањем штедње и смањењем расхода [тзв. Рикардова еквиваленција (Баро 1974)].

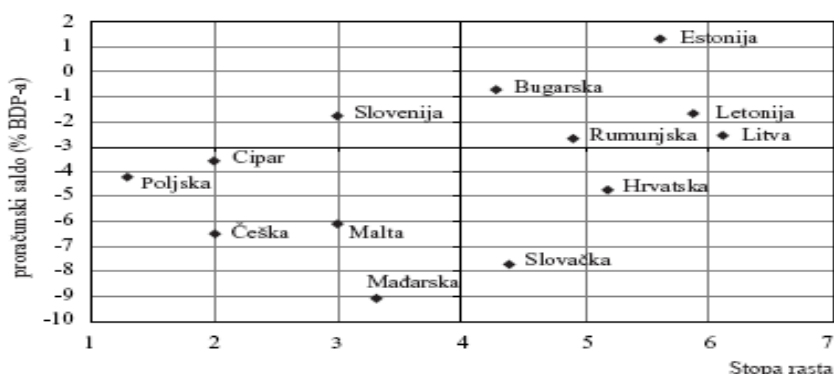
Трећи аргумент против дискреционе фискалне политике, посебно важан за екстерно рањиве економије као што је РС, јесте хипотеза о двоструким дефицитима: уз помоћ националних рачуноводствених идентитета може се показати да повећање буџетског дефицита доводи до еквивалентног повећања дефицита на текућем рачуну. Другим ријечима, БДП се не повећава фискалном експанзијом, већ од експанзивног ефекта могу имати користи друге земље кроз повећање увоза.

Конечно, чак и ако дискрециона фискална политика успије подстаћи економску активност и смањити незапосленост, може дјеловати дестабилизујуће путем повећане инфлације и узроковати проблеме за финансијску стабилност. У таквим условима домаћи и страни улагачи могу реаговати повлачењем уложених средстава из привреде и тиме изазвати финансијске проблеме приватном сектору и државном буџету.

Из наведених теоријских аргумената произлази да би фискална политика искључиво уз помоћ аутоматских стабилизатора требала подупирати економију током њеног успоравања. Уз услов да је темељна фискална позиција стабилна, у вријеме успореног раста привреде фискални дефицит би се због смањења пореских прихода и раста социјалних трансфера аутоматски повећавао. Обим и снага аутоматских стабилизатора у појединим земљама варира, те понајприје зависи од прогресивности пореског система и прилагодљивости накнада из социјалног осигурања према расту БДП-а. На примјер,¹² очекује да ће се циклична компонента буџетског дефицита, тј. недискрециона колебања прихода и расхода током пословног циклуса, у 2009. години за земље еврозоне повећати око 1% БДП-а.

Графикон: Дејство аутоматског стабилизатора у економијама у транзицији: подстицаји из ЕУ фондова воде расту економије, што узрокује и раст јавних прихода.

Графикон: Стопе раста БДП и буџетског салда у земљама приступницама и кандидаткињама 2002. године



Извор: Европска комисија, 2003.

¹² OECD „OECD Economic outlook”, Paris, (2008).

Аутоматски стабилизатори би, према томе, требало дати велик допринос одржавању агрегатне потражње у привреди еврозоне. Међутим, они ће истовремено озбиљно нарушити фискалне позиције земаља у еврозони. Према споменутом консензусу, примјену дискреционих финансијских подстицаја великих размјера требало би ограничити на изузетно тешке рецесије. Садашња криза, без сумње, припада тој категорији: уз каматне стопе на историјски ниским нивоама и готово универзалну кризу повјерења у реални и финансијски сектор, преносни механизам монетарне политике у многим је земљама постао неефикасан, те се чини како је потребно активирати додатне мјере економске политике да би се ојачала производња и ублажиле посљедице још дубље и трајније рецесије. Стога су владе многих великих земаља донијеле пакете фискално стимулативних мјера за повећање производње и борбу против незапослености. Фискални се подстицаји у Европи процјењују на готово 3% БДП-а.¹³

Очекује да ће глобални трошкови смањења пореза и повећања јавне потрошње у 2009. години износити око 1,5% БДП-а. Стога је фискална експанзија, која је у развијеним привредама у току, велики одмак од широко прихваћених начела против дискреционе фискалне политике.

Међутим, државе које размишљају о фискалној експанзији треба да воде бригу о могућим краткорочним и дугорочним ризицима таквих мјера. Простор за потицање економске активности фискалном експанзијом у земљама као што је Република Српска тј. БиХ ограничен је прије свега сазнањима страних и домаћих улагача о фискалној солвентности земље.

Свака фискална експанзија носи и потенцијалну пријетњу дугорочној одрживости јавних финансија. Много тога звиси до почетног стања јавних финансија и проблема одрживости који су постојали прије почетка кризе. У многим европским земљама, укључујући и Републику Српску тј. БиХ, такви проблеми засигурно постоје због пријашњих високих буџетских дефицита и високога јавног дуга.

Садашња криза показала је да су изгледи за фискалну одрживост у многим земљама знатно лошији него што се мислило. Земље које су протеклих година биљежиле врло снажан раст и фискалне вишкове, нпр. Ирска, Шпанија и Литванија, сада пролазе кроз врло оштру рецесију, што резултира драстичном ревалоризацијом њихових изгледа за раст, а тиме и њихове фискалне одрживости. Ефикасност дискреционих активности фискалне политике зависи од начина на који се пакет подстицаја обликује и приказује јавности. Недоследни и нејасни планови узрокују несигурност међу приватним субјектима, тако да крајњи ефекат може бити штетан, умјесто да подупире привредну активност. Осим тога, за примјену дискреционих фискалних активности обично треба доста времена, посебно ако је ријеч о инфраструктурним пројектима.

Приватни субјекти често рационално очекују поопштравање фискалне политике након рецесије, знајући да ће држава морати отплатити нагомилани дуг, те да ће морати повећати порезе или смањити јавну потрошњу.

Њемачка је и овај пут добар примјер: након фискалне експанзије 1990-их година, којом је финансирано поновно уједињење, њемачка домаћинства су знатно успорила раст потрошње у раним 2000-има.

¹³ Saha i von Weizsäcker, Bruegel note, 2009 IMF (2008)

Дискрециони фискални подстицаји такође су повезани с великим бројем политичких ризика. Због политичких притисака подстицајна средства се често не усмјеравају према оним секторима привреде у којима би доносила највеће користи за производњу и запосленост, него према секторима попут инфраструктурне изградње, у којој искориштавање подстицајних средстава нашироко прате медији, па оно стога има највећу вриједност за политичаре, да не спомињемо посебне интересне групе као што су грађевински лобији.

У обиму у којему је фискалну експанзију могуће финансирати без знатнијег повећања ризика одрживости, препоручује се усмјерити фискалне подстицаје на сиромашне и социјално рањиве слојеве становништва.¹⁴ Такви су подстицаји усмјерени на дијелове становништва с највећом склоношћу потрошњи домаћих производа, чиме се уједно помаже домаћој производњи у вријеме рецесије.

Ефикасност буџетске експанзије у ублажавању рецесије такође зависи од отворености економије. Фискални мултипликатори су обично нижи у малим и отворенијим економијама, у којима се релативно велики дио средстава, намијењен приватним субјектима, троши на увоз умјесто на робу и услуге домаће производње. Чини се да се Република Српска прилично добро уклапа у тај опис.

Осим тога, веће задуживање државе укључује истискивање приватног сектора из понуде домаћих кредита.

¹⁴ Вид. Russian economic report, World Bank, Washington, 2009.

8. ДОДАТАК: ИСКУСТВА ЗУТ СА ФОНДОВИМА ЕУ

Dodatak 1. Neto proračunske pozicije nakon proširenja N-10

cijene iz 1999. (u mil. eura) Pristupanje EU 1. svibnja 2004. Kopenhagen	deflator: vlastiti izvori + ostali rashodi deflator: poljoprivredni + strukturni fondovi										2004. 1.1073 1.10408	
	Cipar	Češka	Estonsija	Mađarska	Poljska	Slovenija	Litva	Letonija	Slovačka	Malta	Ukupno	
2003.												
Pretpristupna pomoć	16	170	55	197	844	45	115	84	123	11	1.661	
2004.												
Pretpristupna pomoć	11	181	67	235	970	51	127	99	120	7	1.869	
Poljoprivreda	12	100	29	125	426	43	73	42	57	3	911	
Strukturna pomoć	6	169	39	209	859	27	94	66	118	7	1.594	
Unutarnje politike	5	44	5	42	154	12	11	10	19	2	305	
Dodatni rashodi	0	7	25	58	131	38	84	28	21	0	392	
Specijalni cash-flow aranžman	28	175	16	155	443	65	35	19	63	12	1.011	
Privremena proračunska kompenzacija	69	125	0	0	0	30	0	0	0	38	262	
Ukupni alocirani rashodi	131	801	181	824	2.983	267	423	264	398	70	6.343	
Tradicionalni vlastiti prihodi	-27	-66	-8	-97	-123	-18	-22	-7	-33	-14	-415	
Prihod po osnovi PDV-a	-10	-74	-6	-61	-194	-22	-14	-8	-26	-4	-420	
Prihod po osnovi BND-a	-60	-426	-37	-349	-1.114	-129	-78	-48	-148	-23	-2.412	
Korekcija za UK	-8	-56	-5	-46	-148	-17	-10	-6	-20	-3	-320	
Ukupni vlastiti prihodi	-105	-623	-56	-554	-1.579	-187	-124	-70	-225	-43	-3.566	
Neto pozicija	27	178	125	270	1.404	80	299	195	173	26	2.777	
2005.												
Pretpristupna pomoć	6	153	57	190	823	43	110	86	102	2	1.581	
Poljoprivreda	37	392	82	544	1.512	125	228	116	205	8	3.248	
Strukturna pomoć	14	355	88	438	1.776	59	203	151	244	13	3.343	
Unutarnje politike	9	76	9	72	266	21	18	17	33	4	524	
Dodatni rashodi	1	9	26	61	141	38	109	29	52	0	466	

Specijalni cash-flow aranžman	5	92	3	28	550	18	6	3	11	27	744
Privremena proračunska kompenzacija	119	178	0	0	0	66	0	0	0	66	429
Ukupni alocirani rashodi	191	1.255	266	1.342	5.068	370	674	402	647	119	10.334
Tradicionalni vlastiti prihodi	-40	-105	-12	-150	-213	-29	-33	-11	-54	-21	-667
Prihod po osnovi PDV-a	-16	-116	-10	-95	-304	-35	-21	-13	-40	-6	-657
Prihod po osnovi BND-a	-91	-653	-57	-535	-1.707	-198	-120	-74	-226	-35	-3.697
Korekcija za UK	-12	-88	-8	-72	-230	-27	-16	-10	-30	-5	-497
Ukupni vlastiti prihodi	-160	-963	-86	-853	-2.454	-288	-191	-107	-350	-66	-5.518
Neto pozicija	31	293	179	490	2.614	82	483	295	297	53	4.816
2006.											
Prepristupna pomoć	1	98	35	124	509	27	66	52	64	0	976
Poljoprivreda	46	483	102	653	1.934	158	294	156	260	10	4.095
Struktura pomoć	18	427	110	524	2.107	73	248	189	289	15	3.998
Unutarne politike	12	102	12	97	359	28	25	22	45	5	708
Dodatni rashodi	1	9	26	61	140	38	127	28	52	0	481
Specijalni cash-flow aranžman	5	92	3	28	450	18	6	3	11	27	644
Privremena proračunska kompenzacija	112	85	0	0	0	36	0	0	0	63	296
Ukupni alocirani rashodi	194	1.294	288	1.487	5.498	378	766	451	720	121	11.198
Tradicionalni vlastiti prihodi	-40	-105	-12	-150	-213	-29	-33	-11	-54	-21	-667
Prihod po osnovi PDV-a	-17	-119	-10	-97	-310	-36	-22	-13	-41	-6	-671
Prihod po osnovi BND-a	-94	-670	-58	-549	-1.752	-203	-123	-76	-232	-36	-3.793
Korekcija za UK	-13	-93	-8	-77	-244	-28	-17	-11	-32	-5	-529
Ukupni vlastiti prihodi	-163	-988	-89	-873	-2.519	-296	-196	-110	-359	-68	-5.660
Neto pozicija	31	307	200	614	2.979	82	570	341	361	53	5.538

Napomena: Ako uspije politički dogovor oko Cipra, dodatnih 127 mil. eura rashoda trebalo bi biti predviđeno za razdoblje od 2004. do 2006.

ЛИТЕРАТУРА

1. Otte, M., *Der Crash kommt*, Ullstein Buchverlage, Berlin, 2006
2. Fiscal Policy for the Crisis“, IMF staff position note, December 29, 2008
3. Coping with the Crisis : Policy Options for Emerging Market Countries“, IMF staff position note, April 23, 2009.
4. Poterba, J., 2000. “Stock market wealth and consumption”. *Journal of Economic Perspectives*, 14 (2), 99-118., 2000
5. Moody’s Investors Service, “West European ownership of east European banks during financial and macroeconomic stress”, 17 February, 2009.
7. Russian economic report, World Bank, Washington, 2009
8. Интернет извори: [http://www.cnb.cz/en/te
www.bis.org/statistics\).public/media_service/press_releases_cnb/2009/090224_s
tatement_FT.html](http://www.cnb.cz/en/te/www.bis.org/statistics).public/media_service/press_releases_cnb/2009/090224_statement_FT.html)

Aleksandar Stojanović

EFFECTS OF THE WORLD ECONOMIC CRISIS IN THE EUROPEAN UNION - LESSONS FOR FISCAL POLICY IN THE REPUBLIKA SRPSKA

Summary : *This paper provides an overview of the current fiscal policy in the European Union and BiH, with emphasis on the causes and consequences of the crisis. Given the complexity of the task, on one hand, prompt need to overcome the problem of increase of budget deficits and the number of unemployed due to the implementation of the World economic crisis and the implementation of the SAA (Stabilisation and Association Agreement), the paper sought to suggest appropriate solutions for current situations and point out (at least briefly) the broader context of possible effects under the economic crisis and the road joining the EU. Both questions are considered from a broader regional perspective, in the context of economic and financial crisis that in October 2008 spread of Western, Central and Eastern Europe. The paper explores how the crisis has spread to financial markets of the region and how it affected the cost and sources of financing budget expenditures. The paper shows that the successive budget revision for 2009 significantly increased reliance on the market funding deficit, despite a large increase in prices of market sources of financing, that the borrowings of fiscal autonomies in the Republika Srpska and the analyzed states with the bank sector led to significantly reduced lending to the private sector and that the placement of Euro bonds in May 2009 was more expensive than the previous sales in similar conditions and comparable government bond issues in the first half of 2009. Based on the above, the paper claims that expansionary fiscal policy in the Republika Srpska would not be effective and that it would reduce the fiscal sustainability and financial stability.*

Key words: *financial crisis, capital flows, the Republika Srpska, the European Union, Central and Eastern Europe, fiscal policy, CEFTA, budget.*

JEL classification: *G01, G32, E62, H30*