

Broj 31

srpanj 2011.

FISKALNA POLITIKA I KAMATNE STOPE:

ULAZAK U FISKALNO CRVENO

Sažetak

Hrvatska fiskalna pozicija nije održiva. Iako su donošenjem Zakona o fiskalnoj odgovornosti utvrđeni čvršći parametri za vođenje fiskalne politike, prošlogodišnje povećanje primarnog deficita proračuna bilo je u suprotnosti s trendom fiskalnih prilagodbi koji je zahvatio većinu zemalja u Europi. I javni dug ulazi u kritičnu fazu. Zbog toga će sljedeća hrvatska vlada s MMF-om ili bez njega morati uvesti dugoročne mjere štednje. Samo se na taj način može otkloniti opasnost izbijanja fiskalne i financijske krize uslijed novog vanjskog šoka čija vjerojatnost više nije mala. Mogućnost širenja krize na druge zemlje u Europi zbog odugovlačenja rješenja krize u Grčkoj više nije daleka opasnost. Eventualna nova eskalacija krize Hrvatsku bi zatekla nespremnu, što znači da bi se fiskalni udar iz inozemstva vjerojatno prelio na kamatne stope. Dogodila bi se reakcija prinosa na državne obveznice, a potom i kamatnih stopa na kredite, jer Hrvatska u ovom trenutku nema zaštitne mehanizme od negativna međunarodnog scenarija. Potrebno je znatno smanjiti javni dug i primarni fiskalni deficit, što će imati pozitivne učinke na gospodarstvo kroz smanjenje cijene kapitala i povećanje otpornosti na vanjske poremećaje.

Mišljenja i rezultati koji se iznose i prikazuju u ovom dokumentu ne predstavljaju službena stajališta Hrvatske udruge banaka. Analizu je pripremila Arhivanalitika za Hrvatsku udrugu banaka. Zahvaljujemo svim komentatorima radne verzije materijala.

„Government and government-guaranteed debt (which, due to deposit insurance, often implicitly includes bank debt) is certainly most problematic, for it can accumulate massively and for long periods without being put in check by markets, especially where regulation prevents them from effectively doing so. Although private debt certainly plays a key role in many crises, government debt is far more often the unifying problem across the wide range of financial crises ...“

**Carmen M. Reinhart & Kenneth S. Rogoff:
This Time is Different: Eight Centuries of Financial Folly**

Uvod

U HUB Analizi 24 koja je objavljena prije godinu dana zaključili smo da Hrvatska nema održivu fiskalnu politiku. No, i takva fiskalna politika u tom trenutku nije bila lošija nego u većini zemalja EU.

U međuvremenu je donesen Zakon o fiskalnoj odgovornosti. Unatoč tomu, fiskalna se situacija danas čini objektivno težom nego prije godinu dana. Kao prvo, fiskalna prilagodba u Hrvatskoj nije dovoljna. Štoviše, prošle je godine nije ni bilo. Naša fiskalna politika u međunarodnim usporedbama ne izgleda vjerodostojno; za razliku od većine drugih europskih država koje poduzimaju fiskalne prilagodbe, primarni se deficit u Hrvatskoj povećao s 1,5% BDP-a 2009. na 2,5% 2010.

Drugo, problemi u Grčkoj i drugim zemljama juga Europe te Irskoj, povremeno se vraćaju svom silinom. Reprogramiranje grčkoga javnog duga pitanje je trenutka i odabira tehničkog rješenja. Neizvjesno je koliko će taj događaj, jednom kada se desi, promijeniti fiskalnu i ekonomsku situaciju na jugu Europe, što u konačnici može imati utjecaj i na Hrvatsku..

U tom kontekstu, dinamička analiza održivosti fiskalne situacije u Hrvatskoj danas pokazuje lošiji rezultat nego prije godinu dana. Iako šanse za izlazak iz krize bez snažnijega vanjskog šoka i dalje postoje, vjerojatnost novog vanjskog šoka 2012. ili 2013. više nije mala. Hrvatsku fiskalnu poziciju stoga treba vrednovati u svjetlu otpornosti na potencijalni vanjski šok. U tom svjetlu, hrvatska se fiskalna pozicija pokazuje neotpornom.

Zbog toga će sljedeća hrvatska vlada, suprotno očekivanjima dijela zainteresiranih, s MMF-om ili bez njega morati uvesti dugoročnije i ozbiljnije mjere štednje. Samo se na taj način može otkloniti opasnost izbijanja fiskalne i financijske krize uslijed novog vanjskog šoka.

U ovom broju HUB Analize prikazujemo komparativnu dinamičku analizu hrvatske fiskalne pozicije s posebnim osvrtom na moguće ponašanje prinosa na državne obveznice. U prvom dijelu prikazujemo razvoj europske fiskalne krize. Drugi dio govori o razvoju fiskalne situacije u Hrvatskoj koju uspoređujemo sa situacijom u drugim zemljama EU. U trećem dijelu prikazujemo rezultat dinamičke analize održivosti fiskalnih pozicija zemalja EU i Hrvatske. U četvrtom dijelu analiziramo učinke na kamatne stope.

I. Europska fiskalna kriza

Dugotrajnost europske fiskalne krize, odnosno „razvlačenje“ rješavanja grčke krize, samo je naizgled pomoglo financijskoj stabilnosti u Europi. Grčka se u međuvremenu pokušava izvući („izrasti“, tj. rastom izaći) iz krize. Financijski se posrednici koji drže grčke obveznice pokušavaju pripremiti (adekvatno kapitalizirati) za eventualno neplaćanje obveznica, a druge se južnoeuropske zemlje nastoje pripremiti (tj. fiskalno prilagoditi) kako ih panika investitora u trenutku grčkog neplaćanja ne bi zatekla nespremne. U tu su svrhu EFSF (eng. European Financial Stabilization Facility) i MMF Grčkoj prošle godine odobrili 110 milijardi eura zajmova, a očekuje se da će sljedeći paket iznositi 120 milijardi. K tomu, ECB je postala najveći pojedinačni kupac grčkih obveznica.

Dinamička analiza hrvatske fiskalne pozicije pokazuje lošiji rezultat nego prije godinu dana, što pred sljedeću vladu postavlja posebno težak zadatak.

Primarni deficit = ukupni deficit umanjen za plaćanja kamata na javni dug.

Čak i ako Grčka ne uspije „izrasti“ iz krize (što se najvjerojatnije neće dogoditi), kupovina vremena čini se razboritom strategijom. Banke koje su kupovale grčke obveznice danas izgledaju jače nego prije godinu dana. Tada je izgledalo da bi eventualni problemi povezani s otplatom dugova Španjolske i Italije zbog veličine tih država ugrozili financijsku stabilnost cijele Europe i zaprijetili novom krizom i recesijom, usporedivima s onima nakon kolapsa investicijske banke Lehman Brothers u rujnu 2008. u SAD-u.

Odgoda rješenja grčke krize neplaćanjem obveznica na prvi pogled izgleda razborito, međutim, ona otvara niz novih problema čija cijena raste u vremenu. Tako smo ušli u opasne fiskalne godine u kojima treba biti spreman i na neugodna iznenađenja.

Naizgled razborita politika kupnje vremena ima visoku cijenu koja tek postupno postaje vidljiva. U početku krize uvijek se čini da se „kupnja vremena“ isplati. Zbog toga postoji nerazmjer između logike političara, koji preferiraju odgodu, tj. kupnju vremena, i logike ekonomista koji (donekle) mogu predvidjeti kasnije opasnosti na putu „kupnje vremena“. U ovom su slučaju prisutne četiri takve opasnosti.

Prvi je problem na putu odgode uključivanje šireg skupa aktera u problem. Grčki javni dug na kraju 2009. iznosio je 262 milijarde eura, a na kraju 2010. 67 milijardi više, tj. 329 milijardi eura. Proširio se i krug kreditora koji sada uključuje manji broj novih privatnih kupaca s visokom sklonošću riziku koji se klade da Grčka neće proglasiti neplaćanje. No, najvažniji novi kreditori su službeni – MMF, EK, EFSF i ECB. ECB je nastavila kupovati grčke obveznice čak i nakon što su agencije za kreditni rejting srušile grčki rejting ispod praga investicijskoga rejtinga.

Drugi je problem na putu odgode rješenja zamjena privatnih javnim kreditorima, zbog čega se problem seli u političku arenu. Izgledni gubici EFSF-a i ECB-a na grčkim obveznicama otvaraju političko pitanje svrhe zajedničkih europskih institucija koje, izvan neposredne demokratske kontrole glasačkoga tijela pojedinih zemalja, djeluju na način koji dovodi do preraspodjele od fiskalno urednih k fiskalno neurednim zemljama članicama. Vjerojatno će grčko neplaćanje obveza po obveznicama označiti ozbiljan udarac vjerodostojnosti zajedničkih europskih institucija. Političari na sjeveru Europe imat će problem objasniti svojim poreznim obveznicima zašto moraju financirati financijsku stabilnost na jugu Europe. Zbog toga se u Finskoj već dogodio uspon desnice, a CDU Angele Merkel gubi izbore na lokalnim razinama.

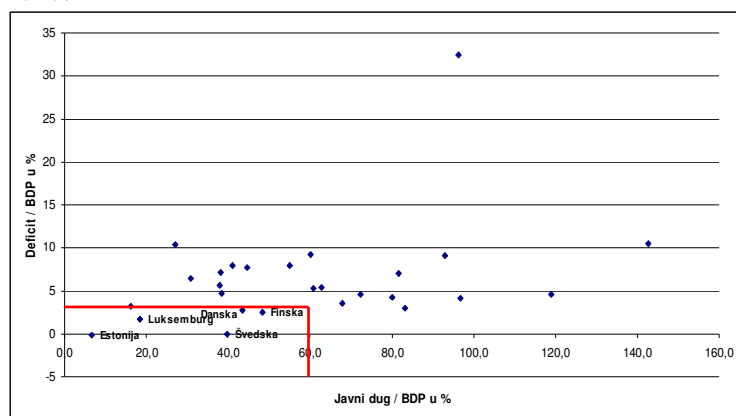
Treći problem na putu odgode osjećaj je političkih elita da fiskalna prilagodba ne mora biti onoliko jaka kakva bi morala biti da odluka o odgodi nije donesena. Raspoloživost sredstava po nižim kamatnim stopama od tržišnih koja nude MMF i EFSF, za mnoge je političke elite označila olakšanje. Iako se provode programi štednje, a ljudi protestiraju na ulicama mnogih europskih gradova, političari zemalja dužnika svjesni su da je za njih ovo komotnija situacija od one u kojoj ta sredstva ne bi imali na raspolaganju. Zbog toga je fiskalna prilagodba započela, no pitanje je, je li dovoljna? Podatci u tablicama na kraju rada pokazuju na prvi pogled paradoksalan rezultat: omjer javnog duga i BDP-a u Eurozoni je 2010. rastao brže nego 2009. (dosegnuvši 85,1%). Osim što je taj omjer u Eurozoni bio veći nego u EU izvan Eurozone (gdje je potkraj 2010. iznosio 80%), u prošloj je godini rastao brže u Eurozoni nego u EU izvan Eurozone. To se može objasniti fiskalno problematičnim članicama Eurozone koje su nastavile financirati svoje velike deficite.

Primarni saldo proračuna je i u 2010. ostao u značajnom deficitu. Ukupni je deficit bio veći od 3% BDP-a u većini zemalja. Došlo je do malog poboljšanja u odnosu na 2009., no kako je u 2010. registriran početak oporavka dok je u 2009. još trajala recesija, tek malo poboljšanje proračunskih salda 2010. u odnosu na

2009. predstavlja neugodno iznenađenje. Podgrijava sumnju da aktualne fiskalne prilagodbe nisu dovoljne. Stoga ne čudi da slika 1. izgleda isto kao prošle godine: samo se pet zemalja EU (Švedska, Danska, Finska, Luksemburg i Estonija) smješta u okviru pravokutnika čije granice označavaju fiskalne kriterije iz Maastrichta (deficit 3% BDP-a i javni dug 60% BDP-a). Blizu im je i Bugarska koja se nalazi na crti. Hrvatska bi prema EU metodologiji imala javni dug oko 42% BDP-a¹, no deficit konsolidirane opće države u prošloj je godini iznosio 4,3% BDP-a, što Hrvatsku pozicionira lijevo od okomite, ali iznad vodoravne granične linije. Statički gledano, takva pozicija i nije loša, jer se Hrvatska smješta na poziciju koja je bolja od većine preostalih država raspršenih na donjoj slici. Vlade tih država većinom smatraju da se nalaze u dijelu poslovnoga ciklusa u kojem su prihodi još uvijek niži od dugoročnih strukturnih prihoda, pa će njihov rast u budućnosti smanjiti deficite i potrebu za zaduženjem i rastom javnog duga. Te zemlje provode fiskalne reforme, no fiskalni napori pokazuju da političke elite posvuda nastoje do zadnjega trenutka kalkulirati s automatskim „izrastanjem“ iz krize kroz povećane porezne prihode u uvjetima bržeg rasta. Kasnije u tekstu pokazujemo da dinamička analiza ne daje puno argumenata u prilog tako ležernoga odnosa prema fiskalnoj perspektivi. Zato aktualne prilagodbe vjerojatno nisu dovoljne.

Fiskalne su prilagodbe u Europi započele, no zasad izgledaju previše blage u odnosu na težinu problema.

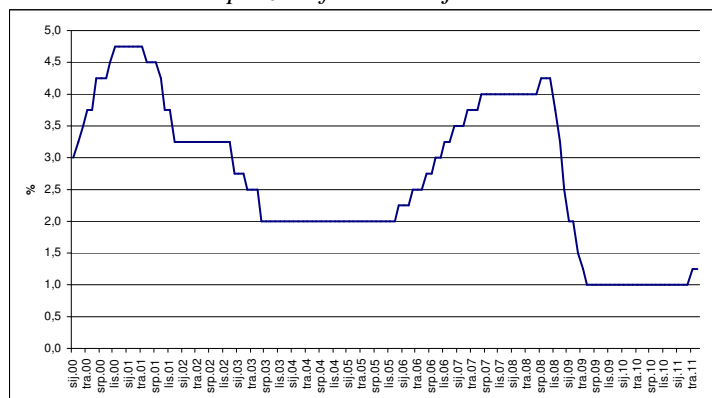
Slika 1. Javni dug / BDP naspram deficita konsolidirane opće države / BDP u % 2010.



tj. ako ne povećava percepciju rizika. Taj uvjet u Europi nije zadovoljen. Unatoč iznimnoj ekspanziji (kamatna je stopa ECB-a na povijesnom minimumu – slika 2.), europsko gospodarstvo jedva raste po stopi od oko 2% godišnje². Jedno od objašnjenja neučinkovitosti monetarne politike pri utjecaju na rast leži u činjenici da je percepcija rizika kod gospodarskih subjekata trajno povećana. Mnogi su akteri svjesni neodrživosti fiskalnih poticaja i nužnosti njihove eliminacije, tj. nužnosti uravnoteženja proračuna i konsolidacije neodrživa stanja javnog duga. Tako povećana percepcija rizika reflektira se u pojavi relativno visokih i promjenjivih prinosa na državne obveznice u odnosu na temeljnu kamatnu stopu središnje banke (slika 3.).

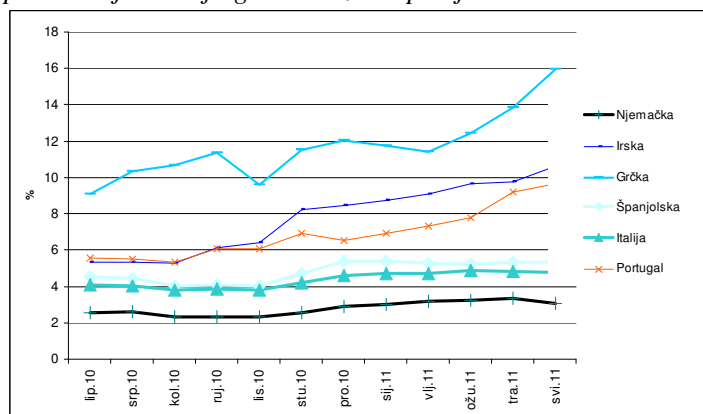
Kao nekada u zemljama u razvoju i Hrvatskoj, i u Eurozoni se javljaju zemlje u čijim kamatnim stopama rizik počinje imati presudnu ulogu, tako da plaćaju visoku premiju u odnosu na temeljne kamatne stope.

Slika 2. Glavna stopa za refinanciranje kod ECB-a



Izvor: www.ecb.int (statistički „datawarehouse“)

Slika 3. Prinosi na 10-togodišnje državne obveznice za Njemačku i PIIGS nakon početka rješavanja grčke krize na proljeće 2010.



Izvor: www.ecb.int (statistički „datawarehouse“)

Pojava visokih i promjenjivih prinosa na državne obveznice koji nisu osjetljivi na temeljnu kamatnu stopu središnje banke do ove je krize već desetljećima bila zaboravljena. Posljednjim trima naraštajima kreatora ekonomske politike u EU to je posve nepoznata pojava. Međutim, pojava neučinkovite makroekonomske ekspanzije, u kojoj monetarna politika gubi učinke zbog nevjerodostojne fiskalne politike, dobro je poznata kreatorima politike u zemljama u razvoju i Hrvatskoj.

² Situacija je slična u SAD-u, gdje rast po stopama između 1,8% i 2,8% godišnje predstavlja najsporiju stopu po kojoj američka ekonomija izlazi iz recesije u posljednjih nekoliko desetljeća.

Fiskalna nevjerodostojnost nije puka posljedica niže razine razvoja ili aktualnih fiskalnih poteškoća. Ona može odražavati i nedostatak zrelosti političkih i društvenih institucija.³ Zbog toga kreditori mogu vrlo različito ocijeniti dvije zemlje koje imaju slične brojke. Portugal, na primjer, nema puno veći javni dug od Francuske, Njemačke i Velike Britanije. Primarni proračunski deficit manji je od onog u Velikoj Britaniji i tek malo veći od onog u Francuskoj. Razlog zbog kojega se Portugal ubraja u PIIGS države i koristi pomoći službenih kreditora ne leži u moći ili veličini zemlje, nego u procjeni kreditora da nedostatak zrelosti političkih i društvenih institucija neće omogućiti brzo rješenje fiskalnih problema.

II. Razvoj fiskalne situacije u Hrvatskoj

U domaćim fiskalnim raspravama prije ove krize i na njezinu početku kreatori politike sustavno su ignorirali specifičnosti odnosa između fiskalne politike i financijskih tržišta. U prvi su plan isticane brojke, a ne suštinski problemi i dugoročna predviđanja fiskalne budućnosti. Naše brojke nekome ne moraju izgledati loše, pa zahvaljujući tome Hrvatska i dalje plaća relativno podnošljive kamatne stope na državne obveznice (relativno u odnosu na zemlje sa slike 3. i na neke tranzicijske zemlje poput Mađarske i Rumunjske – slika 4.).⁴

Hrvatske fiskalne brojke još uvijek izgledaju prosječno u komparativnoj europskoj perspektivi, no problem je što je ta perspektiva loša, a naš se komparativni položaj pogoršava.

Benevolentna statistika javnog duga Eurostata omogućava da se iz obračuna isključe izdana državna jamstva, obveze HBOR-a i javnih poduzeća, pa ukazuje na omjer javnog duga i BDP-a koji se u ovom trenutku kreće oko 48% (predviđanje za sredinu 2011. na temelju podataka iz tablice 1.). Usporedba s podacima za EU iz tablice u prilogu na kraju rada pokazuje da je naša razina javnog duga još uvijek među nižima u Europi. Niže omjere javnog duga u Eurozoni imaju samo Luksemburg, Slovačka, Slovenija i Estonija, a izvan nje Danska, Švedska, Bugarska, Češka, Litva i Rumunjska.

Međutim čaša može biti do pola puna i do pola prazna. Ono što u široj EU usporedbi izgleda dobro, u kontekstu zemalja koje su nam slične ne izgleda tako dobro: među usporedivim zemljama samo Latvija, Mađarska i Poljska imaju veći omjer javnog duga u odnosu na BDP od Hrvatske.

Nije samo uredna visina javnog duga koja se još uvijek nalazi u okviru kriterija iz Maastrichta (ispod 60% BDP-a) isticana u prilog teze o urednoj fiskalnoj politici u Hrvatskoj. Deficit opće države od 4,3% BDP-a u 2010. bio je među nižima u Europi. Niže su deficite imali samo Belgija, Finska, Luksemburg, Malta, Njemačka, Bugarska, Danska, Estonija i Švedska.

³ Širu raspravu možete pronaći u HUB Analizi 24.

⁴ Oduvijek postoji razlika između „spread“-ova na dugoročne državne obveznice i tzv. CDS „spread“-ova koji mjere troškove osiguranja od kreditnog rizika. Prema drugom indikatoru Hrvatska stoji lošije od Mađarske i Rumunjske. U HUB Analizama oduvijek koristimo „spread“-ove na obveznice jer se čini da bi taj pokazatelj mogao biti reprezentativniji. Premda oba instrumenta nisu likvidna, čini se da su obveznice ipak likvidnije od kreditnih izvedenica, pa bi i njihove cijene mogle biti reprezentativnije.

Tablica 1. Hrvatski javni dug

	31.12.2008.*		31.12.2009.		31.12.2010.	
	Mrld kn	% BDP	Mrld kn	% BDP	Mrld kn	% BDP
Ukupni dug opće države	100,2	29,0	117,9	35,2	138,0	41,2
- u tome: domaći	69,9	20,2	80,3	24,0	94,3	28,2
- u tome: inozemni	30,3	8,8	37,5	11,2	43,7	13,1
HBOR	10,8	3,1	12,3	3,7	14,0	4,2
- u tome: domaći	0,8	0,2	0,0	0,0	2,0	0,6
- u tome: inozemni	10,0	2,9	12,3	3,7	11,9	3,6
Garancije	33,8	9,8	38,6	11,6	44,5	13,3
- u tome: domaće	12,5	3,6	15,6	4,7	17,4	5,2
- u tome: inozemne	21,4	6,2	23,0	6,9	27,1	8,1
SVEUKUPNO	144,9	41,9	168,8	50,5	196,5	58,7
- u tome: domaće	83,2	24,0	95,9	28,7	123,7	34,0
- u tome: inozemno	61,7	17,9	72,9	21,8	72,8	24,7
- u tome: u kunama					38,5	11,5
- u tome: u FX**					158,0	47,2

* Napomena: podatci za prijašnje godine nisu usporedivi zbog ubacivanja i izbacivanja HAC-a iz konsolidacije opće države. Vlada je i službeno ove godine preuzela dio jamstava vezanih uz brodogradnju u javni dug (11,3 milijarde kuna) tako da će brojke za 2011. i po toj osnovi izgledati lošije od brojki za 2010.

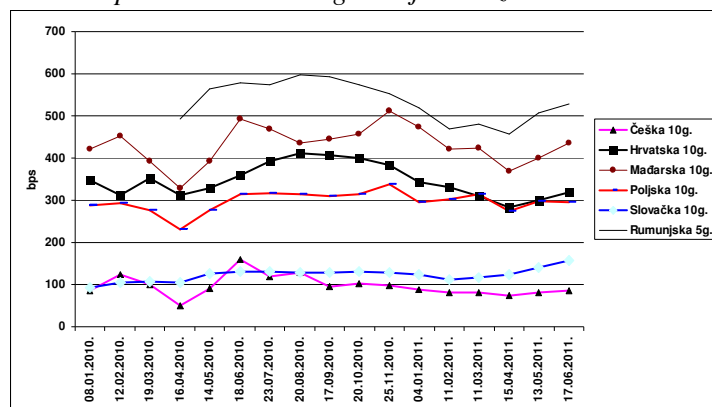
Izvor: Mjesečni statistički prikaz Ministarstva financija br. 184, siječanj 2011., str. 27., t. 20. i str. 29.

Zbog takvih podataka Hrvatska se na slici 1. vizualno nalazi blizu maastrichtskog pravokutnika, a na slici 4., koja prikazuje „spreadove“ državnih obveznica iznad usporedivih njemačkih državnih obveznica, Hrvatska stoji bolje od Mađarske i Rumunjske; prinos je sličan poljskome iako Poljska ima i veći omjer javnog duga i dublje je potonula u primarni deficit. Niže kamatne stope uživaju samo zemlje koje su i prema članstvu u EU i prema gospodarskom rastu na izlasku iz krize i prema institucionalnom razvitku, neprijeporno ispred Hrvatske – Češka i Slovačka.

Zemlje sa slabim fiskalnim fundamentima ne moraju upasti u krizu, no na njih su vrlo slabo otporne.

Takva trenutačna slika ne mora odražavati stabilno stanje. Odnos između financijskih tržišta i fiskalne politike iznimno je složen. Jedno od glavnih obilježja toga odnosa je inercija koju objašnjavamo informacijskom asimetrijom (u korist političara, a na štetu investitora), političkim djelovanjem (moć promjene pravila igre) i psihološkim osobinama tržišnih sudionika koji se u opisanim uvjetima stalno „luljaju“ između euforije i straha.

Slika 4. Spreadovi na 10-togodišnje obveznice



Izvor: Erstegroup, CEE FX & FI Insights

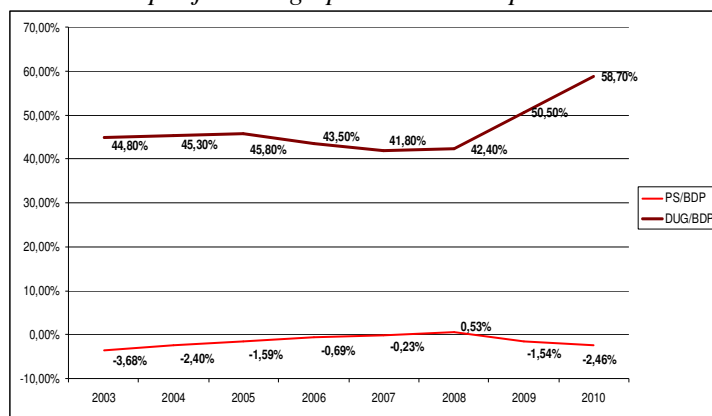
Pretjerani optimizam, tj. vjera da će političari koristiti moć u prave svrhe, u sprezi s nedostatkom informacija o detaljima javnih transakcija, zbog čega se deficiti tek naknadno korigiraju prema gore (zadnji slučaj Grčke), privatne aktere predugo zadržavaju u stanju pretjeranog optimizma. Zbog toga tržišni podatci o prinosima rijetko pokazuju stvarno odnosno ravnotežno stanje. Prinosi se u pravilu dugo zadržavaju u okviru uskih intervala. No, kada tržišni sudionici zbog nekoga razloga (najčešće je to vanjski financijski šok) odluče promijeniti vrednovanje obveznica, promjena se događa naglo. Kroz takav smo scenarij prošli nakon kolapsa investicijske banke Lehman Brothers u rujnu 2008. Tada je trebalo oko devet mjeseci za normalizaciju prinosa koji su u međuvremenu dostizali nevjerovatne visine, de facto isključujući vladu s financijskoga tržišta.

Hrvatska fiskalna situacija pogoršala se 2010. u odnosu na 2009., kada je većina drugih europskih zemalja počela kroz fiskalne prilagodbe poboljšavati svoju fiskalnu poziciju.

Nekada se tako nešto događalo samo zemljama u razvoju. Danas se to događa zemljama na jugu Europe. Ako se potpuno ne osvijeste i ne promijene fiskalne navike i politike, sutra se to može početi događati i najvećim i najstabilnijim državama u srcu Europe, pa i Sjedinjenim Američkim Državama koje imaju opasnu kombinaciju deficita od oko 10% BDP-a i javnog duga oko 100% BDP-a. Zbog toga bismo našu fiskalnu poziciju trebali vrednovati što konzervativnije, a to znači prihvatiti činjenicu da zemlje u razvoju fiskalnu politiku moraju voditi prema parametrima s dna poslovnoga ciklusa. Inače im kreditori ne vjeruju (Mendoza i Oviedo, 2007.).

Hladan pogled će razotkriti pravu sliku hrvatske fiskalne situacije koja izgleda drukčije od onoga što sugerira tek površni pogled na standardne brojke. Primarni deficit proračuna (ukupni saldo konsolidirane opće države umanjeno za plaćanje kamata) pogoršan je u odnosu na 2009. (slika 5.). Usporedba s podacima za druge zemlje iz tablica u prilogu pokazuje dvije zabrinjavajuće činjenice: (a) za razliku od Hrvatske, čak 19 zemalja EU započelo je s fiskalnim prilagodbama i smanjilo primarne deficite u 2010. u odnosu na 2009.; (b) od preostalih 9 zemalja (8 iz EU-27 + Hrvatska) samo je Poljska zabilježila pogoršanje koje je usporedivo s hrvatskim (tj. koje je još i gore od hrvatskoga).⁵

Slika 5. Ukupni javni dug i primarni saldo proračuna u % BDP-a 2003. – 2010.



Izvor: vlastiti izračuni na temelju primarnih podataka s www.mfin.hr

⁵ Ostale zemlje zabilježile su pogoršanja znatno manja od 1 postotnog boda. Jedina iznimka je Irska, no ona je specijalan slučaj zbog izvanredno velika jednokratnog troška dokapitalizacije banaka koji je knjižen 2010. Također treba imati u vidu da je dio fiskalnoga pogoršanja u Hrvatskoj prolazne naravi, jer su u 2010. ukinute porezne olakšice u sustavu poreza na dohodak, a povrati poreza su u toj godini i dalje teretili proračun. S druge strane, MMF u zadnjem izvješću procjenjuje fiskalni deficit još konzervativnije, na 5% BDP-a (što daje primarni deficit oko 3% BDP-a).

Nadalje, porast javnog duga izgleda dramatično kada se uzmu u obzir dugovi HBOR-a i izdana državna jamstva (tablica 1. i slika 5.). Sva statistička benevolentnost ne može sakriti činjenicu da većina izdanih jamstava u konačnici doprinosi na naplatu proračunu⁶ što povećava deficit i javni dug. Zbog toga ima smisla konsolidirati jamstva sa stanjem duga koji je, ovako mjereno, do trenutka objavljivanja ove analize vjerojatno već prešao limit iz Maastrichta.

Hrvatska prelazi omjer javnog duga i BDP-a za koji se smatra da je podnošljiv za zemlje u razvoju.

Još više zabrinjava činjenica da su brojna istraživanja pokazala da se granica održiva javnog duga za zemlje u razvoju kreće između 40% i 50% BDP-a.⁷ Iznad te granice fiskalna politika postaje nevjerodostojna, ometa djelovanje monetarne politike i/ili izlaže zemlju rizicima naglih promjena kamatnih stopa. U svakom slučaju, zemlju čini ranjivijom u slučaju izbijanja vanjskog financijskog šoka. Hrvatska je prešla taj prag.

III. Rezultati dinamičke analize

Model koji se uobičajeno koristi za procjenu dinamičke održivosti fiskalne politike polazi od toga da je zatečena razina omjera javnog duga i BDP-a ravnotežna, tj. da omjer ne bi trebao dalje rasti. Iako u Europi postoje krajnji slučajevi (tablice u prilogu), poput Estonije s omjerom javnog duga ispod 10% koji bi mogao dalje rasti, i Grčke ili Italije, s omjerima preko 100% koji bi trebali padati, za većinu zemalja pa tako i za Hrvatsku - vrijedi da dostignuti omjeri javnog duga i BDP-a ne bi smjeli dalje rasti.

Uz tu pretpostavku koja je u literaturi poznata kao „slabi uvjet“ održivosti javnog duga, uvjet glasi: primarni saldo proračuna opće države u % BDP-a (s) mora biti veći ili jednak od umnoška omjera javnog duga i BDP-a (d) i razlike između prosječnog prinosa na državne obveznice (r) i stope ekonomskog rasta (g)⁸:

$$s \geq (r - g)d \quad (1)$$

Kako dugoročne procjene r i g pripadaju domeni proroštva, najviše što ekonomski analitičari mogu učiniti jest iskoristiti model (1) za procjenu održivosti javnog duga u slučaju različitih scenarija za r i g . U HUB Analizi 24 testirali smo osnovni scenarij u kojem je $r-g=0$ (jednakost prinosa i stope rasta) i dva ekstremna scenarija: ekstremno pozitivni, u kojem je stopa rasta znatno veća od prinosa na državne obveznice ($r-g=-4\%$), i ekstremno negativni, krizni, u kojem je prinos na državne obveznice znatno veći od stope rasta ($r-g=4\%$). Ako imate problem s percepcijom ekstremno negativnog scenarija, vratite se još jednom slici 3. i uvjerite se da je takav scenarij danas realnost za zemlje s juga Europe.

⁶ Jasna i sistematska analiza na tu temu ne postoji, no kako statistike o tokovima koje se povremeno objavljuju pokazuju da se najveći dio jamstava daje brodogradnji te da su naknadne naplate po osnovi plaćenih jamstava zanemarivo male, za očekivati je opisani rezultat.

⁷ Vidjeti detaljniju raspravu u HUB Analizi 24, a reference se mogu pronaći i na kraju ovoga rada.

⁸ Izraz u zagradi bi se trebao odnositi na realne stope, no izračuni se mogu aproksimirati i pomoću nominalnih stopa ako pretpostavimo jednake deflatore za kamatne stope i BDP.

U 2009. samo su Švedska i Mađarska zabilježile primarni fiskalni suficit. To su bile jedine zemlje s održivom fiskalnom pozicijom u osnovnom scenariju ($r-g=0$). Švedska i Danska bile su vrlo blizu održive pozicije i u slučaju negativnog šoka ($r-g=4\%$). Međutim, zabrinjavajući je rezultat bio da čak 13 zemalja EU nije imalo održivu fiskalnu situaciju u slučaju pozitivnog šoka ($r-g=-4\%$). Među tim zemljama nalazile su se sve trenutačno „problematične“ države – Grčka, Irska i Portugal. Istoj je skupini pripadala i Španjolska, no dvije zemlje s vrlo visokim omjerima javnog duga i BDP-a – Italija i Belgija, našle su se izvan te grupe jer su imale male primarne fiskalne deficite koji su im jamčili održivost u slučaju pozitivnog scenarija. Za Hrvatsku je analiza pokazala da također nema održivu fiskalnu situaciju, što se u međuvremenu potvrdilo kroz tempo rasta javnog duga.

Hrvatska definitivno pripada najvećoj grupi europskih zemalja čija je fiskalna situacija dinamički potpuno neodrživa.

Rezultati na temelju podataka za 2010. pokazuju da se situacija u pogledu dinamičke održivosti, umjesto da se poboljšava, u Hrvatskoj pogoršala. Nepovoljna je okolnost što je pogoršanje nastupilo u trenutku kada je gotovo cijela Europa fiskalno zarumenjena. Crvenom su bojom označeni neodrživi fiskalni scenariji u kojima uz zadržavanje sadašnjih obilježja politike odnosno primarnoga deficita, dolazi do daljnjeg rasta omjera javnog duga. Rezultati pokazuju da je Švedska jedina zemlja koja je spremna i na krizne scenarije, jer u slučaju pojave obvezničkih prinosa za 1 postotni bod većih od stope ekonomskog rasta, primarni suficit od 0,7% BDP-a veći je od potrebnog suficita koji iznosi 0,4% BDP-a (očitalamo prvu bijelu kućicu desno u tablici u retku za Švedsku). Luksemburg, Bugarska i Estonija ispuštene su iz analize jer im iznimno niske razine javnog duga ostavljaju rezervu za rast. Što se drugih zemalja tiče, uglavnom imaju neodržive fiskalne situacije, kao i Hrvatska. Crvenilo je potpuno, što znači da čak i u situacijama vrlo povoljnih scenarija (negativne vrijednosti $r-g$) u kojima je stopa rasta veća od prinosa na državne obveznice, omjer javnoga duga i dalje raste.

Tablica 2. Rezultati analize dinamičke održivosti fiskalne politike

	2010.		Ciljani primarni saldo u % BDP-a za (r-g) =								
	Primarni										
	Javni dug / BDP u %	saldo / BDP u %	4	3	2	1	0	-1	-2	-3	-4
Austrija	72,3	-2,0	2,9	2,2	1,4	0,7	0,0	-0,7	-1,4	-2,2	-2,9
Belgija	96,8	-0,7	3,9	2,9	1,9	1,0	0,0	-1,0	-1,9	-2,9	-3,9
Cipar	60,8	-3,1	2,4	1,8	1,2	0,6	0,0	-0,6	-1,2	-1,8	-2,4
Finska	48,4	-1,4	1,9	1,5	1,0	0,5	0,0	-0,5	-1,0	-1,5	-1,9
Francuska	81,7	-4,5	3,3	2,5	1,6	0,8	0,0	-0,8	-1,6	-2,5	-3,3
Grčka	142,8	-4,9	5,7	4,3	2,9	1,4	0,0	-1,4	-2,9	-4,3	-5,7
Irska	96,2	-29,2	3,8	2,9	1,9	1,0	0,0	-1,0	-1,9	-2,9	-3,8
Italija	119,0	-0,1	4,8	3,6	2,4	1,2	0,0	-1,2	-2,4	-3,6	-4,8
Luksemburg	18,4	-1,3	0,7	0,6	0,4	0,2	0,0	-0,2	-0,4	-0,6	-0,7
Malta	68,0	-0,6	2,7	2,0	1,4	0,7	0,0	-0,7	-1,4	-2,0	-2,7
Nizozemska	62,7	-3,4	2,5	1,9	1,3	0,6	0,0	-0,6	-1,3	-1,9	-2,5
Njemačka	83,2	-0,9	3,3	2,5	1,7	0,8	0,0	-0,8	-1,7	-2,5	-3,3
Portugal	93,0	-6,1	3,7	2,8	1,9	0,9	0,0	-0,9	-1,9	-2,8	-3,7
Slovačka	41,0	-6,6	1,6	1,2	0,8	0,4	0,0	-0,4	-0,8	-1,2	-1,6
Slovenija	38,0	-4,0	1,5	1,1	0,8	0,4	0,0	-0,4	-0,8	-1,1	-1,5
Španjolska	60,1	-7,3	2,4	1,8	1,2	0,6	0,0	-0,6	-1,2	-1,8	-2,4
Bugarska	16,2	-2,6	0,6	0,5	0,3	0,2	0,0	-0,2	-0,3	-0,5	-0,6
Češka	38,5	-3,3	1,5	1,2	0,8	0,4	0,0	-0,4	-0,8	-1,2	-1,5
Danska	43,6	-1,0	1,7	1,3	0,9	0,4	0,0	-0,4	-0,9	-1,3	-1,7
Estonija	6,6	0,3	0,3	0,2	0,1	0,1	0,0	-0,1	-0,1	-0,2	-0,3
Latvija	44,7	-6,2	1,8	1,3	0,9	0,4	0,0	-0,4	-0,9	-1,3	-1,8
Litva	38,2	-5,3	1,5	1,1	0,8	0,4	0,0	-0,4	-0,8	-1,1	-1,5
Mađarska	80,2	-0,1	3,2	2,4	1,6	0,8	0,0	-0,8	-1,6	-2,4	-3,2
Poljska	55,0	-5,2	2,2	1,7	1,1	0,6	0,0	-0,6	-1,1	-1,7	-2,2
Rumunjska	30,8	-4,9	1,2	0,9	0,6	0,3	0,0	-0,3	-0,6	-0,9	-1,2
Švedska	39,8	0,7	1,6	1,2	0,8	0,4	0,0	-0,4	-0,8	-1,2	-1,6
Velika Britanija	80,0	-7,4	3,2	2,4	1,6	0,8	0,0	-0,8	-1,6	-2,4	-3,2
Hrvatska 1	42,2	-2,5	1,7	1,3	0,8	0,4	0,0	-0,4	-0,8	-1,3	-1,7
Hrvatska 2	58,7	-2,5	2,3	1,8	1,2	0,6	0,0	-0,6	-1,2	-1,8	-2,3

Od zemalja koje se inače ne spominju u krugu fiskalno ugroženih, samo Njemačka, Austrija i Danska imaju održive situacije ako uspiju ostvariti znatno veće stope rasta od prinosa koje plaćaju na državne obveznice. Među zemljama koje se inače spominju u krugu fiskalno ugroženih, Belgija, Italija i Mađarska se pokazuju otpornima, jer to su zemlje opterećene fiskalno neurednim prošlostima (što se reflektira u visini javnoga duga), ali njihova primarna salda ukazuju na ozbiljne napore u smjeru fiskalne prilagodbe. Čak je i grčki fiskalni napor vidljiv u tablici: izračuni pokazuju da bi u slučaju vrlo povoljnog razvoja događaja (stopa rasta za 4 postotna boda iznad prinosa na državne obveznice) aktualni primarni saldo bio dovoljan za stabilizaciju omjera javnog duga. Naravno, takav je scenarij za Grčku utopija.

Svim metodološkim ogradama usprkos, nastupila su teška fiskalna vremena u kojima ignoriranje neposredne opasnosti zbog metodoloških razilaženja znači zatvaranje očiju pred fundamentalnim slabostima.

Problem je s ovom metodologijom u tome što su neki omjeri javnog duga tako visoki da ih nije dovoljno stabilizirati. Dok Japan zbog visine i izvora nacionalne štednje može imati javni dug u visini dvostrukog BDP-a, Grčka ne može podnijeti omjer javnog duga od 150%, a za Mađarsku je i 80% previše. Iz istih razloga, Bugarska vjerojatno ne bi mogla prijeći 50%, a da ne izazove financijsku krizu. Prema tome, kod zemalja s visokim omjerima javnog duga, optimalni primarni saldo mogao bi biti veći od brojki iz tablice (s ciljem generiranja smanjenja omjera javnog duga). S druge strane, kod zemalja s vrlo niskim omjerima duga, optimalni bi primarni saldo mogao biti manji od brojki iz tablice (s ciljem dopuštanja rasta omjera javnog duga).

Ekonomisti koji su fiskalno tolerantniji od autora ovih redaka, skloni su relativizirati rezultate iz Tablice 2. tvrdnjom da se primarni saldo s dna poslovnog ciklusa ne može koristiti kao kriterij za izračune. Prema takvome fiskalno opuštenu stavu treba istaknuti tri prigovora. . Prvo, 2010. nije bila dno poslovnog ciklusa; većina se zemalja u toj godini već počela oporavljati – dno je bilo krajem 2009. ili početkom 2010. Drugo, pouzdana korekcija brojki primarnoga salda iz tablice 2. za cikličku komponentu deficita nije moguća jer je vrlo vjerojatno da se većina zemalja neće moći vratiti na dugoročne strukturne trendove iz prvog desetljeća XXI. stoljeća. Stoga postoji opasnost precjenjivanja cikličke i podcjenjivanja strukturne komponente deficita. Treće, upravo zbog neizvjesnosti o tome što je fundamentalna, a što ciklička pojava, investitori su skloni promatrati fiskalnu održivost zemalja u razvoju u odnosu na njihovu fiskalnu robusnost u dnu poslovnog ciklusa (Mendoza i Oviedo, 2007). Ova kriza pokazuje da sve veći broj europskih zemalja u fiskalnom smislu poprima karakteristike zemalja u razvoju. Stoga je u analizi njihove fiskalne održivosti razborito koristiti podatke iz okolice kriza ili cikličkih dolova.

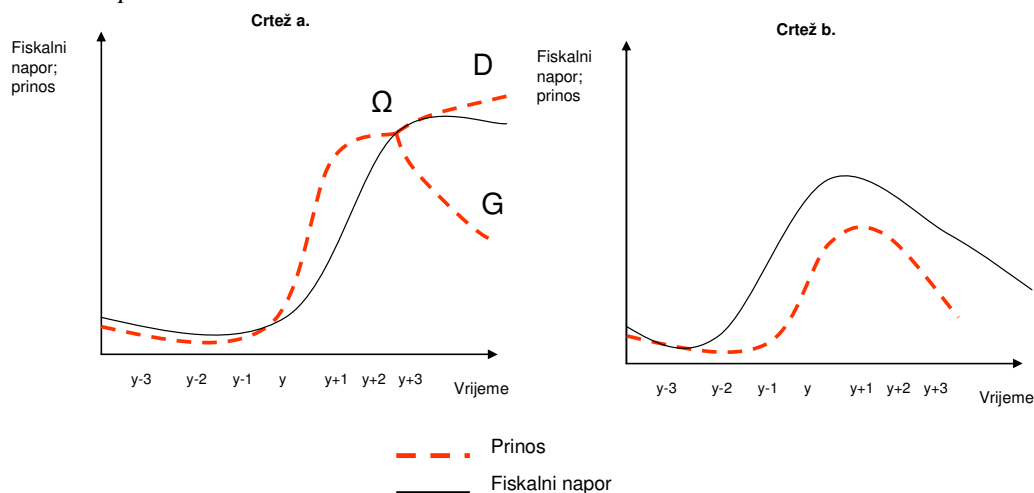
Objektivna procjena fiskalne održivosti otežana je zatvorenim krugovima argumentacije i složenim povratnim spregama koje djeluju u odnosu između fiskalne politike i financijskih tržišta. Primjer Švedske pokazuje da je otpornost na krizu utoliko veća što je manja vjerojatnost njezina pojavljivanja, jer oba čimbenika djeluju i na smanjenje premije rizika u prinosima na državne obveznice i na povećanje stope ekonomskog rasta. Epizode s juga Europe pokazuju suprotno: da je otpornost na krizu utoliko manja što je veća vjerojatnost izbijanja krize, jer oba čimbenika djeluju i na povećanje premije rizika u prinosima na državne obveznice, i na smanjenje stope gospodarskoga rasta.

Kompleksni odnosi između ekonomskog rasta, premija rizika i vjerojatnosti izbijanja krize različito su raspoređeni u vremenu što dodatno komplicira stvari. Sljedeća shema ilustrira problem. Kriznoj godini „y“ prethodile su tri godine u kojima je kakvoća fiskalne politike (tj. fiskalni napor) bila vrlo slaba (linija se kreće nisko na crtežu a.). Međutim, zbog inercije, regulacije i asimetričnih informacija o kojima smo raspravljali, tržišta nisu vrednovala fiskalnu slabost, nego su nastavila financirati državu po sličnim kamatnim stopama kao i prije. U kriznoj godini „y“ dolazi do nagle i neočekivane eskalacije prinosa zbog skoka premija rizika. Pod pritiskom tržišta započinje fiskalna prilagodba što se na grafikonu očituje rastom linije koja opisuje kakvoću fiskalne politike (linija može opisivati primarni saldo). Fiskalna prilagodba u početku pomaže vjerodostojnosti politike, prinosi se stabiliziraju, no godinu do dvije dana nakon početka prilagodbe nastupa „moment omega“. U „momentu omega“ kriza može evoluirati u dva posve različita smjera. Premda se fiskalna prilagodba nastavlja (uočite da linija kvalitete fiskalne politike ili fiskalnog napora ostaje na visokoj razini), vlada može otklizati u neplaćanje što se vidi na stazi D duž koje prinosi dalje rastu. No, uz isti fiskalni napor zemlja može otklizati u stabilizaciju i rast, što se vidi na stazi G duž koje prinosi brzo padaju. Bifurkacija u točki „omega“ zavisi o nizu čimbenika kao što su realna produktivnost ekonomije, kvaliteta institucija, međunarodno okruženje, povijest, politička kultura, pa i onaj dio koji ne poznajemo, pa ga opisujemo mišljenjem da ponekad treba imati i sreće. Zemlje poput Grčke i u manjoj mjeri Mađarske, pa i Italije, došle su do točke omega, i još uvijek nije sigurno kojim će putem krenuti. Točnije, za Grčku je prilično izvjesno da kreće po stazi D, dok Italija i Mađarska još ne kreću po stazi G iako bi ih brojke trebale tamo povesti, a to posebno zabrinjava.

Fiskalna prilagodba mora biti anticipativna. Ako je reaktivna, onda je dugotrajna, skupa i neizvjesna jer može biti zakašnjela.

Odgovorno društvo (npr. Švedska) koje ne želi da metafizički momenti odlučuju o njegovoj sudbini, anticipira mogući razvoj događaja i prilagođava fiskalnu politiku prije trenutka y, a pogotovo prije trenutka „omega“. S druge strane, neodgovorna društva koja prema fiskusu i novcu gaje pomalo romantičan odnos, sklona su fatalističkome prepuštanju sudbini. Ponašanje odgovornog društva prikazano je na crtežu b. Anticipirajući reakciju tržišta, društvo je ranije započelo s fiskalnom prilagodbom odnosno fiskalnim naporom (u y-2). Reakcija prinosa prema gore je zbog toga bila blaža i kraće je trajala nego u slučaju a., što je omogućilo brže otpuštanje fiskalnog napora jer se brže vratio gospodarski rast.

Shema 1. Odnos između fiskalnog napora i prinosa na državne obveznice: stilizirani prikaz



Hrvatska pripada skupini neodgovornih društava. Analiza održivosti pokazuje da Hrvatska napreduje prema „omega točki“, u kojoj više neće moći upravljati svojom ekonomskom sudbinom, nego će zavisiti o međunarodnim okolnostima i pukoj povijesnoj sreći.

Zbog toga na sljedećoj hrvatskoj vladi leži posebna odgovornost. Suprotno očekivanjima dijela zainteresiranih, s MMF-om ili bez njega, morat će uvesti dugoročnije i ozbiljnije mjere štednje. Samo se na taj način može otkloniti opasnost izbijanja fiskalne i financijske krize uslijed novog vanjskog šoka čija vjerojatnost više nije mala.

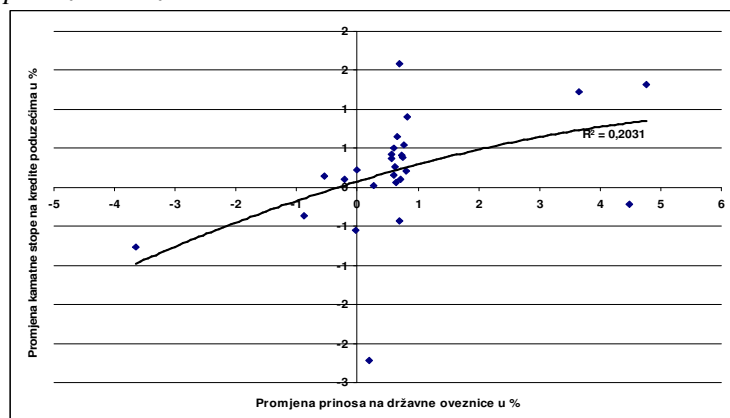
Premije rizika i kamatne stope razlog su zbog kojega fiskalna ekspanzija odnosno odgođena fiskalna prilagodba šteti gospodarstvu. Rast premija rizika u prinosima državnih obveznica posvuda je povezan s kamatnim stopama za kredite.

IV. Učinak na kamatne stope

Skok prinosa i kamatnih stopa predstavlja glavni kanal putem kojeg se efekt ekspanzivne fiskalne politike neutralizira i preokreće na štetu društva i gospodarstva. Slijedom iste logike, fiskalna se restrikcija u konačnici može preokrenuti u pozitivan mehanizam, ako je dovoljno vjerodostojna da izazove pad prinosa i kamatnih stopa. Zbog toga smo na kraju analize istražili kako različita obilježja pojedinih država utječu na prinose na državne obveznice i kako ti prinosi utječu na razlike u kamatnim stopama na kredite.

Korišteni su podatci za zemlje EU-27 iz Eurostatove baze. Slika 6. pokazuje da postoji očekivana pozitivna veza između promjena prinosa na državne obveznice i promjena kamatnih stopa na kredite poduzećima. Koeficijent determinacije je relativno mali, no većina opažanja je logično grupirana, a veza je pozitivna: rast prinosa na državne obveznice povezan je s rastom kamatnih stopa. Specifičnosti pojedinih zemalja imaju važnu ulogu: na primjer, u Rumunjskoj je bankarski sustav zdraviji od vladina sektora, a potražnja za kreditima ne raste, pa je u proteklih godinu dana zabilježen pad kamatnih stopa unatoč rastu prinosa na državne obveznice. Zbog toga se potpuniji uvid dobiva kroz regresijske rezultate koji su prikazani u tablici 3., a koji potvrđuju pozitivnu vezu između prinosa na državne obveznice i kamatnih stopa na kredite poduzećima.

Slika 6. Promjena prinosa na obveznice i promjena kamatnih stopa na kredite poduzećima za EU-27 2010.:06 – 2011.:04



Izvor: Eurostat.

Prva grupa regresijskih rezultata za 27 zemalja EU prikazana u tablici 3. odnosi se na jednadžbu odrednica kamatnih stopa⁹ na kredite poduzećima. Zavisna varijabla su promjene kamatnih stopa na kredite od lipnja 2010. do travnja 2011. (ΔKTA). Varijable su koje objašnjavaju promjena prinosa na državne obveznice u istom razdoblju ($\Delta PRINOS$) i rast BDP-a 2010. ($RAST$). Promjena prinosa na državne obveznice pozitivno je povezana s promjenom kamatnih stopa na kredite poduzećima, što znači da u zemljama u kojima brže raste prinos, brže rastu i bankarske kamatne stope. Rast BDP-a objašnjava utjecaj potražnje, jer pozitivan parametar znači da kamatne stope brže rastu u zemljama u kojima je brži rast, i obratno – kamatne stope brže padaju u zemljama u kojima je ekonomska aktivnost u kontrakciji.¹⁰

Kontrolom visine javnog duga ublažava se učinak na brzinu promjena prinosa (i osjetljivost na vanjske šokove), fiskalnom se prilagodbom utječe na smanjenje prinosa, a za očekivati je da će takva politika polučiti pozitivne učinke kroz utjecaj na smanjenje cijene kapitala.

Još su zanimljiviji rezultati druge jednadžbe koja pokazuje veze između promjena prinosa kao zavisne varijable i duga i fiskalnog napora kao objašnjavajućih varijabli. Fiskalni napor ($NAPOR$) je razlika primarnih deficita 2010. i 2009. Negativan koeficijent znači da je povećanje napora (smanjenje deficita) povezano s bržim padom ili sporijim rastom prinosa na državne obveznice. Pozitivan koeficijent uz omjer javnoga duga i BDP-a (varijabla DUG) znači da su prinosi na državne obveznice u proteklom razdoblju brže rasli u zemljama koje imaju veći omjer javnog duga.¹¹

Rezultati su posve očekivani. U skladu su s teorijskim predviđanjima, i jasno upućuju na smjer optimalne fiskalne politike i efekte koje će vjerojatno polučiti: kontrolom visine javnog duga ublažava se učinak na brzinu promjena prinosa i osjetljivost na vanjske šokove. Fiskalnom prilagodbom (prijelazom u zonu suficita) utječe se na smanjenje prinosa, a za očekivati je da će takva politika polučiti pozitivne učinke na gospodarstvo kroz utjecaj na smanjenje cijene kapitala (uz ostale utjecaje nepromijenjene).

Tablica 3. Rezultati regresijske analize

	Zavisna varijabla: ΔKTA		Zavisna varijabla: $\Delta PRINOS$
C	-0,296	C	-1,020
(t-test)	(-1,44)	(t-test)	(-1,94)
$\Delta PRINOS$	0,278	DUG	0,028
(t-test)	(2,96)	(t-test)	(3,69)
RAST	0,147	NAPOR	-0,127
(t-test)	(1,99)	(t-test)	(-1,94)
F	5,01	F	9,57

⁹ Podatci za kamatne stope: prosjek za prekoračenja po transakcijskim računima poduzeća, harmonizirana metodologija Eurostata za nove poslove.

¹⁰ Ovine se nipošto ne iscrpljuju sva moguća objašnjenja promjena kamatnih stopa kao što su npr. rizici klijenata. Uvijek treba imati na umu da ovdje izmjerene veze vrijede uz nepromijenjene vrijednosti drugih varijabli.

¹¹ U obje jednadžbe testirani su i učinci razine razvoja (BDP per capita po PPS-u) te veličine ekonomije (hipoteza je bila da i za zemlje vrijedi „too big to fail” pa bi veće i moćnije zemlje mogle imati u prosjeku sporiji rast prinosa), no niti jedna niti druga varijabla nisu se pokazale važnim objašnjenjima na uzorku EU-27.

V. Zaključak

Hrvatska fiskalna pozicija nije održiva. Iako su donošenjem Zakona o fiskalnoj odgovornosti utvrđeni čvršći parametri za vođenje fiskalne politike, prošlogodišnje povećanje primarnog deficita proračuna bilo je u suprotnosti s trendom fiskalnih prilagodbi koji je zahvatio većinu zemalja u Europi. I javni dug ulazi u kritičnu fazu.

Sljedeća će hrvatska vlada, s MMF-om ili bez njega, morati uvesti dugoročne mjere štednje. Samo se na taj način može otkloniti opasnost početka fiskalne i financijske krize uslijed novog vanjskog šoka čija vjerojatnost više nije mala. Mogućnost širenja krize na druge zemlje u Europi zbog odugovlačenja rješenja za krizu u Grčkoj više nije daleka opasnost. Eventualna nova eskalacija krize Hrvatsku bi zatekla nespremnu, što znači da bi se fiskalni udar iz inozemstva vrlo brzo prelio u kamatni šok. Dogodila bi se snažna reakcija prinosa na državne obveznice, a potom i kamatnih stopa na kredite, jer Hrvatska u ovom trenutku nema zaštitne mehanizme od negativna međunarodnog scenarija.

Potrebno je smanjiti javni dug i, posebno, primarni fiskalni deficit, što će imati pozitivne učinke na gospodarstvo kroz znatno smanjenje prinosa na državne obveznice i kamatnih stopa na kredite.

Literatura

- Alesina, A. i R. Perotti (1996): "Fiscal Adjustments in OECD Countries: Composition and Macroeconomic Effects." NBER Working Paper 5730.
- Annicchiarico, B. i N. Giammarioli (2004): "*Fiscal Rules and Sustainability of Public Finances in an Endogenous Growth Model.*" ECB Working Paper No. 381.
- Bohn, H. (1998): „*The Behavior of U.S. Public Debt and Deficits.*“ Quarterly Journal of Economics, 113 (Aug): str. 949-63.
- Buiter, W. (1985): "*Guide to Public Sector Debt and Deficits.*" Economic Policy: A European Forum 1: 13-79.
- Buiter, W. (2009): „*The Limits to Fiscal Stimulus.*“ CEPR Discussion Paper Series No. 7607.
- Buiter, W., G. Corsetti i N. Roubini (1992): „*Excessive Deficits: Sense and Nonsense in the Treaty of Maastricht.*“ CEPR Discussion Paper No. 750. www.cepr.org
- Calvo, G., A. Izquierdo i E. Talvi (2003): „*Sudden stops, the real exchange rate, and fiscal sustainability: Argentina's lessons.*“ NBER Working Paper Series 9828.
- Checchetti, S., M. S. Mohanty i F. Zampolli (2010): „The future of public debt: prospects and implications.“ BIS Working Papers No. 300.
- European Commission (2009): „*The 2009 Aging Report.*“ http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/publication_summary13784_en.htm
- Hachon, C. (2008): „*Preraspodjela, mirovinski sustavi i akumulacija kapitala.*“ Financijska teorija i praksa, 32 (3): 341-71.
- McKinnon, R. I. (1973): Money and Capital in Economic Development. Washington: The Brookings Institution.
- Mendoza, E. G. i J. D. Ostry (2007): „*International Evidence on Fiscal Solvency: Is Fiscal Policy Responsible?*“ IMF Working Paper 07/56
- Mendoza, E. i P. Oviedo (2007): „*Public Debt, Fiscal Solvency and Macroeconomic Uncertainty in Latin America: The Cases of Brazil, Colombia, Costa Rica and Mexico.*“ Economia Mexicana Nueva Epoca, XVIII (2): 133-73.
- Kanda, D. (2010): „*Asset Booms and Structural Fiscal Positions: The Case of Ireland.*“ IMF Working Paper 10/57.
- Kandil, M. i H. Morsy (2010): „*Fiscal Stimulus and Credibility in Emerging Countries.*“ IMF Working Paper 10/123.

MMF (2003): „Public Debt in Emerging Markets: Is It Too High?“ Pog. III. u: World Economic Outlook, September.

MMF (2010.a): Fiscal Monitor. www.imf.org

MMF (2010.b): „*From Stimulus to Consolidation: Revenue and Expenditure Policies in Advanced and Emerging Economies.*“ IMF: Fiscal Affairs Department. www.imf.org

MMF (2010.c): „*Strategies for Fiscal Consolidation in the Post-Crisis World.*“ IMF: Fiscal Affairs Department. www.imf.org

Reinhart, K., K. Rogoff i M. Savastano (2003): „*Debt Intolerance.*“ NBER Working Paper No. 9908.

Reinhart, K. i K. Rogoff (2009): This Time is Different: Eight Centuries of Financial Folly. Princeton: Princeton University Press.

Šonje, V. (2009): „*Savjetnici su imali pravo: fiskalna prilagodba može ublažiti krizu.*“ HUB Analiza br. 16. Zagreb: HUB. www.hub.hr

Šonje, V. (2010): „*Novo čitanje Boba Mundella*“ Banka, lipanj.

Švaljek, S., M. Vizek i A. Mervar (2009): „*Ciklički prilagođeni proračunski saldo: primjer Hrvatske.*“ EIZ WP 09-01. Zagreb: Ekonomski institut. www.eizg.hr

Vlada Republike Hrvatske (2010): Program gospodarskog oporavka. Zagreb, travanj: Power Point prezentacija, www.vlada.hr

Wyplosz, C. (2003): „*Fiscal Discipline in Emerging Market Countries: How to go About It?*“ u: Teunissen, J. J. i M. Teunissen (ur.): Financial Stability and Growth in Emerging Economies: The Role of the Financial Sector. Amsterdam: FONDAD, str. 51.-73.

Internetske stranice:

<http://epp.eurostat.ec.europa.eu/portal/page/portal/eurostat/home>

http://ec.europa.eu/economy_finance/sgp/deficit/countries/index_en.htm¹²

www.mfin.hr

¹² Stranica sadrži informacije o procedurama pokrenutima na osnovi prevelikih deficita – eng. EDP (excessive deficit procedures) i glavni je izvor za pregled fiskalnih mjera i strukturnih deficita.

TABLICA A: OMJER JAVNOG DUGA OPĆE DRŽAVE I BDP-a U EUROPI 1998.-2010.

% BDP-a	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	Prosjek 2000.-2010.
Eurozona	72,8	71,5	68,8	68,4	68,2	69,4	69,8	70,4	68,7	66,2	69,9	79,3	85,1	71,3
EU-27	66,4	65,8	61,9	61,0	60,4	61,8	62,2	62,7	61,4	58,8	62,3	74,4	80,0	64,3
Austrija	64,8	67,2	66,5	67,1	66,5	65,5	64,8	63,9	62,2	59,5	63,8	69,6	72,3	65,6
Belgija	117,4	113,7	107,9	106,6	103,5	98,5	94,2	92,1	88,1	84,2	89,6	96,2	96,8	96,2
Cipar	51,2	51,8	48,7	52,1	64,6	68,9	70,2	69,1	64,6	58,3	48,3	58,0	60,8	60,3
Finska	48,2	45,5	43,8	42,3	41,4	44,4	44,4	41,8	39,7	35,2	34,1	43,8	48,4	41,8
Francuska	59,4	58,9	57,3	56,9	58,8	62,9	64,9	66,4	63,7	63,8	67,7	78,3	81,7	65,7
Grčka	94,5	94,0	103,4	103,7	101,7	97,4	98,6	100,0	106,1	105,4	110,7	127,1	142,8	108,8
Irska	53,6	48,5	37,8	35,6	32,2	31,0	29,7	27,6	24,9	25,0	44,4	65,6	96,2	40,9
Italija	114,9	113,7	109,2	108,8	105,7	104,4	103,8	105,8	106,5	103,6	106,3	116,1	119,0	108,1
Luksemburg	7,1	6,4	6,2	6,3	6,3	6,1	6,3	6,1	6,5	6,7	13,6	14,6	18,4	8,8
Malta	53,4	57,1	55,9	62,1	60,1	69,3	72,1	70,2	63,7	62,0	61,5	67,6	68,0	64,8
Nizozemska	65,7	61,1	53,8	50,7	50,5	52,0	52,4	51,8	47,4	45,3	58,2	60,8	62,7	53,2
Njemačka	60,3	60,9	59,7	58,8	60,4	63,9	65,7	68,0	67,6	64,9	66,3	73,5	83,2	66,5
Portugal	52,1	51,4	50,5	52,9	55,6	56,9	58,3	63,6	63,9	68,3	71,6	83,0	93,0	65,2
Slovačka	34,5	47,9	50,3	48,9	43,4	42,4	41,5	34,2	30,5	29,3	27,8	35,4	41,0	38,6
Slovenija				26,8	28,0	27,5	27,2	27,0	26,7	23,4	21,9	35,2	38,0	28,2
Španjolska	64,1	62,3	59,3	55,5	52,5	48,7	46,2	43,0	39,6	36,2	39,8	53,3	60,1	48,6
Bugarska	79,6	79,3	74,3	67,3	53,6	45,9	37,9	29,2	22,7	18,2	13,7	14,6	16,2	35,8
Češka	15,0	16,4	18,5	24,9	28,2	29,8	30,1	29,7	29,4	29,0	30,0	35,3	38,5	29,4
Danska	60,8	57,4	51,5	48,7	48,3	45,8	44,5	37,1	32,1	27,4	34,5	41,8	43,6	41,4
Estonija	5,5	6,0	5,1	4,8	5,7	5,6	5,0	4,6	4,5	3,8	4,6	7,2	6,6	5,2
Latvija	9,6	12,5	12,3	14,0	13,5	14,6	14,9	12,4	10,7	9,0	19,7	36,7	44,7	18,4
Litva	16,6	22,8	23,7	23,1	22,3	21,1	19,4	18,4	18,0	16,9	15,6	29,5	38,2	22,4
Mađarska	59,9	59,8	55,0	52,0	55,6	58,4	59,1	61,8	65,6	65,9	72,3	78,4	80,2	64,0
Poljska	38,9	39,6	36,8	37,6	42,2	47,1	45,7	47,1	47,7	45,0	47,1	50,9	55,0	45,7
Rumunjska	16,6	21,7	22,5	25,7	24,9	21,5	18,7	15,8	12,4	12,6	13,4	23,6	30,8	20,2
Švedska	69,1	64,8	53,6	54,4	52,6	52,3	51,3	51,0	45,7	40,8	38,8	42,8	39,8	47,6
Velika Britanija	46,7	43,7	41,0	37,7	37,5	38,7	40,6	42,2	43,5	44,7	54,4	69,6	80,0	48,2

Izvor: Eurostat

TABLICA B: OMJER PRIMARNOG SALDA PRORAČUNA OPĆE DRŽAVE I BDP-a U EUROPI 1998.-2010.

% BDP	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	Prosjek 2000.-2010.
Eurozona	2,2	2,6	3,9	2,0	0,9	0,2	0,2	0,4	1,6	2,3	1,0	-3,5	-3,2	0,5
EU-27			4,2	2,0	0,6	-0,1	-0,1	0,3	1,2	1,9	0,5	-4,2	-3,7	0,2
Austrija	1,2	1,1	1,8	3,4	2,5	1,5	-1,6	1,2	1,2	1,9	1,7	-1,3	-2,0	0,9
Belgija	6,4	6,2	6,5	6,8	5,6	5,2	4,4	1,5	4,2	3,6	2,5	-2,3	-0,7	3,4
Cipar	-1,1	-1,3	1,0	1,1	-1,2	-3,1	-0,8	1,1	2,1	6,4	3,7	-3,4	-3,1	0,3
Finska	5,1	4,6	9,7	7,6	6,2	4,3	4,0	4,3	5,5	6,7	5,6	-1,5	-1,4	4,6
Francuska	0,7	1,2	1,4	1,5	-0,2	-1,3	-0,9	-0,3	0,3	0,0	-0,4	-5,1	-4,5	-0,9
Grčka	:	:	3,6	2,0	0,7	-0,7	-2,6	-0,7	-1,4	-2,0	-4,8	-10,3	-4,9	-1,9
Irska	5,7	5,0	6,8	2,4	1,0	1,7	2,5	2,7	4,0	1,2	-5,9	-12,2	-29,2	-2,3
Italija	5,1	4,9	5,5	3,2	2,7	1,6	1,2	0,3	1,3	3,5	2,5	-0,7	-0,1	1,9
Luksemburg	3,8	3,7	6,3	6,4	2,4	0,7	-0,9	0,2	1,5	3,9	3,3	-0,5	-1,3	2,0
Malta	-6,7	-4,0	-2,5	-3,1	-1,9	-6,4	-1,1	0,8	1,0	1,2	-1,4	-0,6	-0,6	-1,3
Nizozemska	3,8	4,7	5,6	2,9	0,7	-0,6	0,7	2,1	2,7	2,4	2,8	-3,3	-3,4	1,1
Njemačka	1,2	1,7	4,5	0,2	-0,7	-1,1	-1,0	-0,5	1,2	3,0	2,8	-0,4	-0,9	0,6
Portugal	-0,2	0,2	0,1	-1,3	0,0	-0,2	-0,7	-3,5	-1,2	0,2	-0,5	-7,2	-6,1	-1,9
Slovačka	-2,8	-4,0	-8,2	-2,5	-4,7	-0,3	-0,2	-1,1	-2,0	-0,5	-0,8	-6,5	-6,6	-3,0
Slovenija	-0,2	-0,7	-1,3	-1,6	-0,3	-0,7	-0,5	0,1	0,1	1,3	-0,7	-4,6	-4,0	-1,1
Španjolska	1,0	2,1	2,2	2,4	2,2	2,1	1,7	2,8	3,7	3,5	-2,6	-9,4	-7,3	0,1
Bugarska		3,9	3,7	4,0	1,5	1,7	3,4	3,6	4,4	1,1	2,5	-3,9	-2,6	1,8
Češka	-3,9	-2,7	-2,9	-4,6	-5,5	-5,5	-1,8	-2,4	-1,5	0,5	-1,6	-4,5	-3,3	-3,0
Danska			5,9	4,8	3,3	2,7	4,3	7,1	6,8	6,3	4,7	-0,9	-1,0	4,0
Estonija	-0,1	-3,2	0,0	0,1	0,5	1,9	1,9	1,8	2,7	2,8	-2,6	-1,4	0,3	0,7
Latvija	0,8	-3,2	-1,8	-1,2	-1,5	-0,9	-0,3	0,1	0,0	0,0	-3,6	-8,2	-6,2	-2,1
Litva	-1,9	-1,4	-1,5	-2,0	-0,6	0,0	-0,6	0,3	0,3	-0,3	-2,6	-8,3	-5,3	-1,9
Mađarska	-0,5	1,5	2,1	0,6	-4,9	-3,2	-2,0	-3,8	-5,4	-0,9	0,5	0,1	-0,1	-1,5
Poljska	-0,3	0,6	0,0	-2,0	-2,1	-3,3	-2,9	-1,3	-1,0	0,4	-1,5	-4,7	-5,2	-2,1
Rumunjska	0,7	0,6	-0,7	-0,1	0,5	0,1	0,2	-0,1	-1,3	-1,8	-5,0	-7,0	-4,9	-1,8
Švedska	5,8	5,2	7,2	4,4	1,7	1,1	2,4	3,9	4,2	5,6	3,9	0,2	0,7	3,2
Velika Britanija	3,3	3,7	6,3	2,8	0,0	-1,4	-1,4	-1,3	-0,7	-0,6	-2,7	-9,4	-7,4	-1,4

Izvor: Eurostat

