

## ODRŽIVA FISKALNA POLITIKA I JAVNI DUG: NIKAD VIŠE KAO PRIJE

### Sažetak

Održiva razina javnog duga zavisi o razlici prinosa na državne obveznice i stope rasta BDP-a, razini javnog duga i o političkim obilježjima fiskalne politike – prije svega o političkoj reputaciji u pogledu sposobnosti vođenja odgovorne fiskalne politike. Prema tehničkim parametrima (prinos, rast, omjer javnog duga i BDP-a), Hrvatska nema održivu fiskalnu politiku, no i takva, ona u ovome trenutku nije lošija nego u većini zemalja EU. Međutim, cijela Europa ima fiskalnih problema te ona nije dobar okvir za usporedbu. Održivi je omjer javnog duga i BDP-a u zemljama u razvoju za oko 20 postotnih bodova niži nego u razvijenim zemljama i Hrvatska se zbog toga ne može uspoređivati s Francuskom i Njemačkom. Prema mnogim studijama održivi se omjer javnog duga i BDP-a za zemlje poput Hrvatske kreće između 40% i 50%, što znači da Hrvatska zbog vrlo brzog rasta omjera (koji je tipičan za gotovo sve europske zemlje) sada prestiže taj prag. Podatak je 50,4%, ako se u obračun javnog duga uračuna šire definirani državni sektor. Osim toga, Hrvatska nema dobru fiskalnu reputaciju jer u povoljnom dijelu poslovnog ciklusa nije vodila dovoljno restriktivnu fiskalnu politiku koja bi osigurala pad omjera javnog duga prije recesije. Naposljetku, Hrvatska ima jedan od najvećih problema s deficitom mirovinskoga sustava jer već sada ima jednu od najstarijih populacija u Europi koja vrlo brzo i dalje stari. Zbog toga u Hrvatskoj treba uvesti dobro odmjerena fiskalna pravila koja će osigurati dugoročnu održivost fiskalne politike. Svrha uvođenja fiskalnih pravila kroz Zakon o fiskalnoj odgovornosti je pružiti okvir za što oštriju fiskalnu korekciju. Dobro vrijeme za nju ubrzano istječe. Potrebno je što prije postići primarni fiskalni suficit i zaustaviti rast, te po mogućnosti i smanjiti omjer javnog duga i BDP-a. Samo će takva fiskalna politika Hrvatsku izolirati od krize.

\*\*\*

*„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**

\*\*\*

## Sadržaj

<b>Uvod</b>	<b>4</b>
<b>I. Teorije i statistike</b>	<b>7</b>
<b>II. Fiskalna pravila: „sahrana“ ili „oživljavanje“ Maastrichta</b>	<b>21</b>
<b>III. Demografski trendovi: starenje stanovništva i mirovinski deficit</b>	<b>30</b>
<b>IV. Umjesto zaključka: o Hrvatskoj</b>	<b>35</b>
<b>Literatura</b>	<b>38</b>

## Dodatci

Omjer javnog duga opće države i BDP-a u Europi 1998.-2009.

Omjer primarnog salda proračuna opće države i BDP-a u Europi 1998.-2009.

Javni dug Hrvatske

Promjena starosnog omjera ( $65+/(15-64)$ ) 2010.-2030.

## Uvod

Događaji u Grčkoj potresli su Eurozonu, Europsku Uniju i čitav svijet. Jasno je zašto se problem dogodio Grčkoj: fiskalna nedisciplina u vidu velikog proračunskog deficita (većeg od 10% BDP-a) i javnog duga (oko 115% BDP-a), uz očite institucionalne slabosti, čine eksplozivnu kombinaciju. Puno je teže shvatiti zašto je problem jedne male države koja čini oko 2% stanovnika EU toliko dugo bio „pod tepihom“ i onda uzdrmao cijeli svijet. U ovom radu objašnjavamo zašto je poimanje održivosti fiskalne politike i optimalne visine javnog duga podložno velikim političkim pogreškama koje leže u korijenu Grčke krize. Bavimo se i pitanjem koliko je Hrvatska udaljena od takve političke pogreške.

*Europa je u fiskalnoj krizi na koju zasad nema pravi odgovor.*

Europa je u fiskalnoj krizi na koju zasad nema pravi odgovor. Iako se kriza najčešće veže još i uz Portugal i Irsku, mnogi ugroženoj skupini pridodaju i Španjolsku (pa se govori o PIGS skupini država). Zbog toga su Portugal i Španjolska donijeli planove fiskalne prilagodbe. Uz njih se potihom progovara i o Italiji i Velikoj Britaniji kao o fiskalno ugroženim zemljama. No, tržišni sudionici i dalje spremno kupuju njihove obveznice. Problem u Velikoj Britaniji izgleda manji unatoč dramatičnom deficitu (9,5% BDP 2009.) jer Velika Britanija nije u Eurozoni, ima dugu povijest fiskalnog kredibiliteta, a mirovinski je sustav održiviji nego u većem dijelu Europe. Italija s druge strane ima jedan od najmanjih strukturnih deficita. Stoga danas nitko ne može pouzdano reći gdje je granica između fiskalno urednih i neurednih članica EU.

Poteškoće pri određivanju granice fiskalne solventnosti proizlaze iz činjenice da se u svakom iznosu državnoga duga isprepliću prošlost i budućnost. S gledišta nastanka, svaki je javni dug naslijeđe fiskalne prošlosti – kumulativ prošlih deficita. No, ako se pitamo gdje je granica rasta toga duga, moramo se okrenuti prema budućnosti. Održivost javnog duga zavisi o budućoj sposobnosti vlade za vraćanje duga. A ta sposobnost zavisi o dva makroekonomska i o nizu političkih čimbenika.

Ekonomski gledano, održiva razina javnog duga zavisi o razlici kamatne stope (prinosa) na državne obveznice i stope rasta BDP-a u dugom roku<sup>1</sup>. Što su kamatne stope veće, a stopa rasta BDP-a manja, to je teže osigurati održivost javnog duga jer treba ostvariti veći primarni saldo<sup>2</sup> proračuna. Svi se slažu da je veoma teško, a autor ovih redaka misli da nije moguće, pouzdano procijeniti dugoročni prinos na državne obveznice i dugoročni rast outputa. Zbog toga nije moguće reći koliki je današnji optimalni primarni saldo proračuna neke države. Zaključak je da za održivost javnog duga nema jasnih jednostavnih ekonomskih kriterija. Nedostatak jasnog i jednostavnog kriterija – svima razumljive brojke, na dnevnoj

<sup>1</sup> Ako je deflator BDP-a jednak deflatoru nominalne kamatne stope svejedno je govorimo li o realnim ili nominalnim veličinama. Ako su deflatori različiti govorimo o različiti realnih stopa.

<sup>2</sup> Primarni saldo je stvarni saldo iz kojeg su izuzeta plaćanja kamata na javni dug.

političkoj razini gura ekonomske kriterije u drugi plan pa u prvi plan izbijaju politički kriteriji.

*Održiva razina javnog duga zavisi o razlici prinosa na državne obveznice i stope rasta BDP-a, razini javnog duga i o političkim obilježjima fiskalne politike – prije svega o političkoj reputaciji.*

Prema Buiteru (2009: 16), među političkim kriterijima fiskalne održivosti najvažniji su: odlučnost i vjerodostojnost prošlih i budućih vlada da riješe probleme u vezi s fiskalnim stvarima, spremnost građana na plaćanje većih poreza i/ili smanjenje prava te spremnost i sposobnost središnje banke da proračunu osigura inflacijski porez kroz svoju dobit - seigniorage. Ove je kriterije teško analizirati. Političari u nekim zemljama mogu doslovce raditi gluposti, a tržišta će im praštati kupnjom državnih obveznica, dok u nekim drugim zemljama političari mogu najaviti sto godina primarnih suficita, no nitko im neće vjerovati. Reputacija igra ključnu ulogu.

Reputacija je važna jer političari na vlasti imaju moć da u svakom trenutku prestanu vraćati dugove. U tome ih sprječavaju dugoročna razmatranja - potreba za dobrim odnosima s kreditorima. S druge strane, politički su odnosi tako dinamični da je veoma teško osmisлити analitičke kriterije kojoj vladi vjerovati, a kojoj ne. U teoriji funkcionira ako radije vjerujete grčkoj nego argentinskoj vladi jer Grčka uredno vraća svoje dugove od Drugog svjetskog rata naovamo, a Argentina je zabilježila neplaćanje obveznica 2001. No što vam to danas vrijedi? Investitor u obveznice danas ne bi platio ni kunu za ovakav savjet o Grčkoj i Argentini.

Osim što makroekonomski i politički kriteriji ne daju dovoljno jasne kriterije za ocjenu održivosti javnoga duga, problem je i u tome što procjena održivosti javnoga duga u sebi sadrži cirkularni argument – zatvorenu logičku petlju. Zapitajmo se, tko procjenjuje visinu javnoga duga? Prvi to čine oni koji su najviše zainteresirani za procjenu – kreditori i investitori u državne obveznice. Rezultat njihove procjene utječe na odluku o kupnji ili prodaji instrumenata javnog duga. Stoga spremnost tržišnih sudionika da drže zalihu duga neke države utječe na njegovu održivost. To je zatvoreni krug koji doprinosi inherentnoj nestabilnosti (neodređenosti) optimalne visine javnog duga.

Naposljetku, starenje stanovništva ima negativan učinak na održivost javnog duga. Starenje dovodi do dugoročnog usporavanja rasta BDP-a i smanjenja sposobnosti za stvaranje primarnog suficita proračuna (uz pretpostavku da politička struktura i mirovinski sustavi ostarjelih naroda ostaju uglavnom nepromijenjeni). Svaka dugoročna projekcija koja uzima u obzir demografske faktore pokazuje puno veću potrebu za današnjim primarnim suficitom od projekcije koja zanemaruje te faktore.

Prema tome, postoje četiri čimbenika zbog kojih problem održivosti javnog duga nema jedinstvenog (i jednostavnog) rješenja: (a) nemogućnost procjene dugoročnih makroekonomskih parametara (prinosa na obveznice i rasta BDP-a), (b) upitna pouzdanost političke analize, (c) zatvorena logička petlja u pokušaju procjene održivosti, (d) problem starenja stanovništva. Stoga ne čudi da u svijetu bez

jedinstvenog rješenja usporedo postoje Estonija s omjerom javnog duga i BDP-a od 7%, Slovenija, Slovačka i Hrvatska s malo više od 35% (odnosno Hrvatska s 50,4% ako se garancije uzmu u obzir), Njemačka sa oko 75%, Belgija s oko 100%, Grčka i Italija s više od 115% i Japan s oko 200% (podaci potkraj 2009.). Razlike su iznimno velike.

*Demografski trendovi također imaju bitan utjecaj na fiskalnu održivost.*

Nestabilnost odnosno neodređenost optimalne visine javnog duga pojačana je specifičnim odnosom vlada i tržišta. Vlade u pravilu ne reagiraju promjenom fiskalne politike na male promjene prinosa na obveznice (odnosno premije rizika koja je u njima sadržana). Samo vrlo velike promjene prinosa mogu natjerati vlade na razmatranje promjene fiskalne politike. Zbog toga i mala promjena potražnje za obveznicama može izazvati velike promjene prinosa. Takva kolebanja mogu potaknuti spekulacije. To je nemoguća situacija za vlade čiji su mehanizmi odlučivanja i sposobnost prilagodbe fiskalne politike vrlo rigidni.

Politički su regulatori pokušali doskočiti ovom problemu uvođenjem fiskalnih pravila ponašanja i/ili ograničenja, ne bi li stvorili ambijent u kojem će potražnja za državnim obveznicama biti stabilna, tj. u kojem će promjene potražnje biti usklađene s dinamikom političkih procesa. Jedno takvo pravilo je nulti ponder rizika za bankovna ulaganja u državne obveznice. One bi, navodno, trebale biti „nerizične“. No povijest je prepuna epizoda neplaćanja državnih obveznica (Reinhart i Rogoff, 2009). Stoga, da su prepušteni sami sebi odnosno vlastitim slobodnim procjenama, tržišni bi sudionici u tražene prinose ugradili znatne premije rizika koje bi se vjerojatno kolebale puno više nego što se kolebaju u reguliranim uvjetima. Tako su vlade reguliranjem pondera rizika djelomično neutralizirale tržišne instinkte i korigirale tržišna kolebanja. Drugi primjer pravila kojima se nastoji smanjiti kolebljivost prinosa na državne obveznice jesu fiskalna pravila poput limita iz Sporazuma iz Maastrichta – ograničenja fiskalnog deficita i javnog duga na 3% odnosno 60% BDP-a. U ovom ćemo radu pokazati što se događa kada se takva pravila uvedu i kad se pomoću njih utječe na ponašanje tržišnih sudionika, te kad se ta ista pravila ne poštuju. Problem inherentne nestabilnosti zalihe javnog duga tada eskalira i počinje razdoblje turbulencije koje traje sve dok se ponovno ne uspostave nova vjerodostojna pravila ili dok ne profunkcioniraju uspavani prirodni mehanizmi procjene rizika. Sada smo u jednome takvom razdoblju.

U takvom se vremenu ne smijemo opustiti vjerujući u ideju da je Hrvatska imuna na fiskalni problem. Odgovor na pitanje postoji li opasnost da kreditori i naš javni dug (službeno oko 50% BDP-a s garancijama i raste) u jednom trenutku ocijene prevelikim, nije jednostavan. Optimalni je javni dug veoma teško odrediti i dok je to tako, potražnja za našim obveznicama podložna je velikim oscilacijama koje u jednom trenutku mogu postati veće od mogućnosti fiskalne prilagodbe. Stoga je ova rasprava itekako važna za Hrvatsku, iako fiskalna pozicija trenutačno ne izgleda loše u komparativnoj europskoj perspektivi (koja je sama po sebi vrlo loša).

U prvome dijelu rada analiziramo podatke o visini javnog duga u europskim zemljama i uspoređujemo ih s teorijskim odrednicama održivoga duga. U drugom dijelu govorimo o fiskalnim pravilima s posebnim osvrtom na pravila iz Maastrichta – zašto nisu funkcionirala i kako je njihov de facto nestanak - de jure su još na snazi - utjecao na stvaranje aktualnih turbulencija koje su potaknule političare na grozničavo traženje novih „pravila igre“ u Europi. U trećem dijelu proširujemo razmatranja demografskim trendovima i analiziramo problem mirovinskih sustava. Na kraju, u četvrtom dijelu, izvodimo pouke za Hrvatsku.

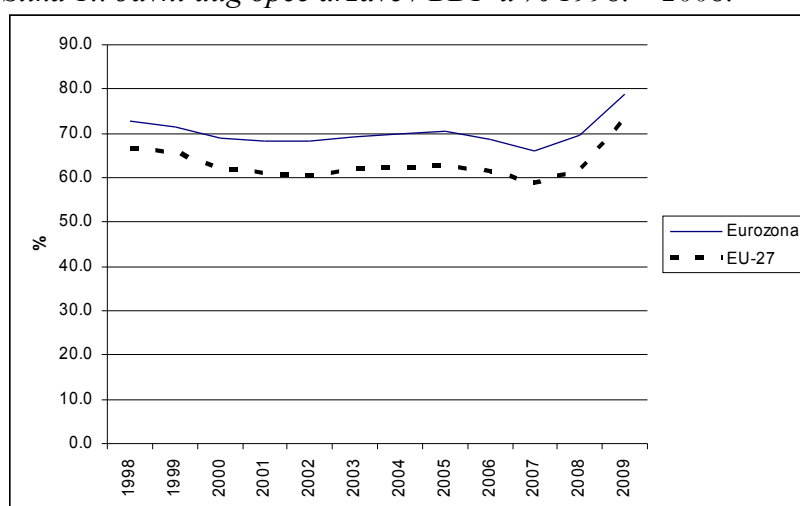
## I. Teorije i statistike

Prosječni omjer javnog duga opće države i BDP-a u Eurozoni je od 1999. do 2009. godine iznosio 70%, a u EU-27 62,8% (slika 1. i tablica A u prilogu na kraju rada). Razdoblje za koje je prosjek izračunat omeđeno je s jedne strane stvaranjem eura (1999.) a s druge kulminacijom globalne krize koja je uzrokovala fiskalnu ekspanziju, deficite i naglo povećanje javnog duga (2008.-09.) u svim državama EU.

*Članice EU koje su izvan Eurozone u prosjeku pokazuju veću fiskalnu disciplinu od članica EMU.*

Podatci pokazuju tri pravilnosti. Prvo, nakon nastanka eura omjer se smanjivao tijekom prve 2-3 godine. Međutim, smanjenje je bilo izraženije izvan Eurozone (vidljivije je na liniji za EU-27 nego za Eurozonu). Drugo, članice EU izvan Eurozone stalno bilježe niži javni dug nego članice Eurozone. Treće, globalna je recesija ostavila nepodijeljeno snažan trag u povećanju javnog duga u Eurozoni i izvan nje.

Slika 1.: Javni dug opće države / BDP u % 1998. – 2008.



Izvor: Eurostat.

Kako objasniti ove pravilnosti? Jedan od razloga zbog kojih je fiskalni limit od 60% ozbiljno shvaćen u početku formiranja Eurozone nalazi se u činjenici da je većina od inicijalnih 11 članica (njih 6) ušlo u Eurozonu s omjerom javnog duga većim od 60%. Zbog toga je u početku postojala politička volja da se kriteriji poštuju – postojao je pritisak na fiskalnu prilagodbu jer je želja za uspjehom eura bila prioritet mnogih europskih vlada krajem 90-tih. Međutim, taj je politički impuls nestao nakon dvije do tri godine. Članice s inicijalnim omjerima većim od 100% (Belgija, Grčka i Italija) smanjivale su relativnu zaduženost sve do 2005./06. želeći pokazati da su „dobri đaci“ u novonastaloj monetarnoj uniji. No za Njemačku i Francusku vrijedila su druga pravila. Njemačka je od ulaska u Eurozonu do 2006. povećala omjer javnog duga sa 60,9% na 67,6%, a Francuska s 58,9% na 63,7%. Obje su države prekoračile limit od 60% i počele se udaljavati od njega pod izgovorom da vode protucikličku fiskalnu politiku rukovođenu unutarnjim razlozima. Tako su ključne države Eurozone vrlo rano žrtvovalе zajednička pravila domaćim političko-ekonomskim motivima.

*Njemačka i Francuska ubrzo su nakon uvođenja eura probile Maastrichtška ograničenja i nastavile se udaljavati od njih.*

Dva čimbenika objašnjavaju zašto su zemlje izvan Eurozone brže i duže konvergirale prema 60%-tnom limitu. Prvo, statistike za zemlje izvan Eurozone nalaze se pod utjecajem dviju velikih europskih ekonomija koje nisu prihvatile euro – Velike Britanije i Švedske. Švedska je početkom prošlog desetljeća vodila konzervativnu fiskalnu politiku kojom je smanjila omjer javnog duga sa 64,8% na 45,7% BDP-a. Velika Britanija je ostala stabilna s omjerom oko 44%. Drugo, brojne su manje članice EU izvan Eurozone označile prihvaćanje eura prioritetom svojih ekonomskih politika. Iz takvog je opredjeljenja proizašla fiskalna disciplina. Na primjer, Slovenija je smanjila javni dug s iznimno niskih 28% BDP-a 2001. na još nižih 23% u trenutku ulaska u Eurozonu 2007. Slovački je javni dug s 50,3% BDP-a 2000. pao na 27,7% 2008. Fiskalne prilagodbe pritom nisu škodile srednjoeuropskim zemljama. Naprotiv, obje su države u tom razdoblju prošle kroz fazu brzog rasta, što znači da se prilagodba većinom odigrala kroz suzdržavanje od fiskalne ekspanzije u razdoblju povoljnog odnosa stope rasta i stope prinosa. Pritom ne treba zanemariti utjecaj metodoloških promjena u izvještavanju fiskalnih statistika.

Međutim recesija 2008.-09. dovela je do velikog kratkoročnog povećanja tereta javnog duga zbog eksplozije fiskalnih deficita. U 2009. godini zabilježeni su omjeri deficita prema BDP-u od 6,3% u Eurozoni i 6,8% u EU-27.<sup>3</sup> Raspon se proširio od 0,5% BDP-a u Švedskoj do 14,3% u Irskoj. Iza povećanja deficita stajala su dva povezana motiva. Jedan je bio kejnzejanski tj. protuciklički: odgodom smanjenja ili povećanjem rashoda, i/ili smanjenjem poreza, željelo se ublažiti recesiju. Drugi je motiv bio političko-ekonomski: kreatori politike ne žele i ne mogu brzo reagirati na recesijom potaknut pad javnih prihoda i rast prinosa na državne obveznice. Demokratski su politički procesi rigidni - tržišni se parametri mijenjaju puno brže od političkih.

*Recesija je dovela do pada poreznih prihoda, širenja deficita i eksplozivnog rasta javnog duga u gotovo svim europskim zemljama.*

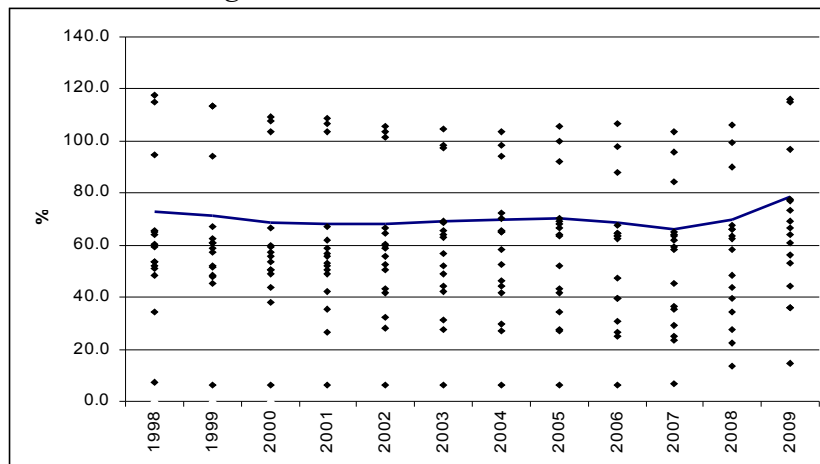
<sup>3</sup> Tablica B u prilogu na kraju rada pokazuje primarne deficite po zemljama (ukupni deficiti korigirani za otplate kamata). Podatci Eurostata.



Tijekom 2009. postalo je jasno da se deficiti šire preko svake mjere, da su premije rizika za neke zemlje trajno narasle te da će gospodarski oporavak u Europi biti vrlo spor. Recesija se prestala doživljavati kao „obična“ recesija. Mnogi su ju shvatili najavom duljeg razdoblja sporijega gospodarskog rasta. Postalo je jasno da se javni prihodi neće vraćati na stazu rasta po zamišljenoj optimističnoj putanji. Analitičari MMF-a bili su iznenađeni kad su shvatili da se fiskalne pozicije ne mijenjaju unatoč početku izlaska iz recesije (MMF, 2010.a). Sporiji dugoročni rast od očekivanog vjerojatno znači dugoročno manje javne prihode, a to znači sporije zatvaranje deficita, a to pak znači daljnji rast omjera javnog duga. Prognoze govore o povećanju prosječnog omjera javnog duga i BDP-a u razvijenim zemljama sa 73% 2007. na 109% BDP-a 2014. (MMF, 2010.c). Izračuni BIS-ovih stručnjaka (Cecchetti i dr., 2010) pokazali su da trenutačni deficiti u sprezi s demografskim trendovima u dugom roku predstavljaju neodrživu kombinaciju. Nastupio je strah da će fiskalna ekspanzija trajati pa se logično nametnulo pitanje održivosti fiskalnih pozicija. Poseban je strah potaknut financijskim tržištima. Ona zasad nisu reagirala dramatično osim u slučaju Grčke, a poznato je da tržišta reagiraju na dugoročne ravnoteže neočekivano i naglo (MMF, 2010.c: str. 6) pa u zraku "visi" pitanje: tko je sljedeći?

Slika 2. pokazuje disperziju javnog duga po pojedinim zemljama EU i naglašava dodatni problem - godine 2009. čak 10 zemalja prekoračilo je ograničenje na javni dug iz Maastrichta od 60% BDP-a.

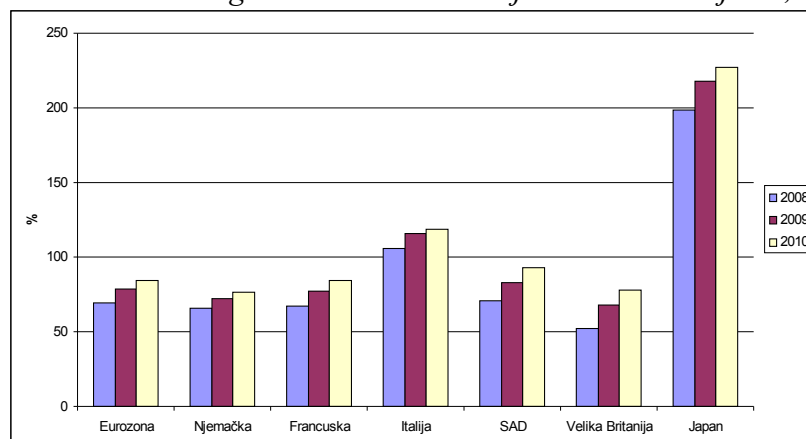
Slika 2.: Javni dug / BDP u Eurozoni u % 1999.-2009.



Izvor: Eurostat.

Međutim, omjer javnog duga i BDP-a nije informativan indikator jer ne postoji kriterij zbog kojega bismo trebali reći da su podatci na gornjoj slici „zabrinjavajući“ ili „neodrživi“. Usporedimo li europske podatke s drugim vodećim svjetskim gospodarstvima, nećemo otkriti razloge za zabrinutost.

Slika 3.: Javni dug / BDP u vodećim svjetskim ekonomijama, u %



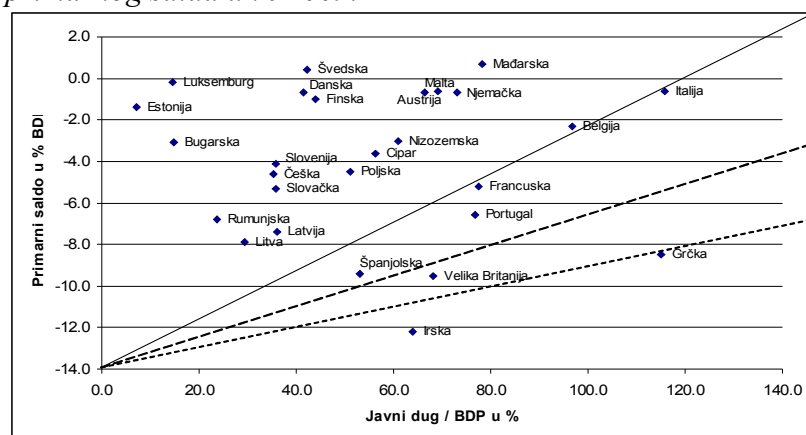
**Problem prezaduženosti javnih sektora zahvatio je cijeli razvijeni svijet.**

Izvor: World Economic Outlook, April 2010., str. 169 (očekivanje za 2010.).

Situacija je malo „bolja“ nego u SAD-u i puno „bolja“ nego u Japanu, što znači da se iz međunarodnih usporedbi ne može puno zaključiti (ili se može zaključiti da sve razvijene zemlje imaju ozbiljan problem).

Jasniju naznaku razloga za zabrinutost vidimo na slici 4. Na osi x je omjer javnog duga i BDP-a, a na osi y omjer primarnog fiskalnog salda i BDP-a za 2009. Jugoistočni dio grafikona je „siva zona“. Tu je „velik“ javni dug i „velik“ primarni deficit. Međutim, posve je arbitrarno kako ćemo povući liniju koja razdvaja „fiskalno problematične“ od „fiskalno održivih“ zemalja. Puna linija koja se na slici nalazi najdalje sjeverozapadno upućuje na probleme u Irskoj, Grčkoj, Španjolskoj, Velikoj Britaniji i Portugalu. Blizu zone razdvajanja nalaze se i Francuska, Belgija i Italija, no ne znamo što zaključiti za te zemlje. Prema tome, još uvijek nemamo jasan kriterij, odnosno liniju razdvajanja.

Slika 4.: Dijagram rasipanja omjera javnog duga naspram omjera primarnog salda u % 2009.



Izvor: Eurostat

Na slici 4. očito je riječ o vježbi iz nacrtne geometrije. Istom slikopisnom logikom mogli bismo graditi povijesne ili zemljopisne teorije o klasterima zemalja koje se ne grupiraju slučajno (Njemačka-Austrija-Malta, zatim Švedska-Danska-Finska i naposljetku Slovenija-Češka-Slovačka). Sve to nije dostatno da bismo saznali što nas zapravo zanima: kriterij razdvajanja fiskalno održivih od fiskalno neodrživih zemalja.

*I ovaj analitički pristup pokazuje da u Europi najveći fiskalni problem imaju Grčka i Irska.*

### *Ekonomski kriteriji održivosti javnog duga*

Sada će nas umjesto induktivnog pristupa crtanju pravaca zanimati ekonomski kriterij održivosti javnog duga. Teorija poznaje jaki i slabi kriterij održivosti. Oba se opisuju istom formulom:

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

gdje je  $s$  primarni saldo proračuna,  $r$  je realni prinos na dugoročne državne obveznice,  $g$  je stopa rasta realnog BDP-a, a  $d$  je zatečeni omjer javnog duga i BDP-a. Kada bi se mogla procijeniti dugoročna razlika prinosa na državne obveznice i BDP-a ( $r-g$ ), tada bi se, uz dani omjer javnog duga  $d$ , mogao izračunati optimalni primarni saldo proračuna  $s$ . No, kako dugoročni ( $r-g$ ) nije moguće procijeniti na pouzdan način, gornja se jednadžba koristi za objašnjenje uvjeta konstantnog omjera duga  $d$ . Uvjet konstantnog omjera javnog duga i BDP-a interpretira se kao uvjet održivosti javnog duga. To je slabi kriterij održivosti, jer ne postoji niti jedan dobar razlog zbog kojega bi zatečena razina omjera javnog duga trebala biti optimalna. Još jedan pogled na sliku 3. pokazuje da različite zemlje mogu postići vrlo različite razine omjera javnog duga zadržavajući pritom stabilnost.

Umjesto tehnički zahtjevnih, ali s gledišta spoznajne produktivnosti vrlo upitnih pokušaja procjene dugoročnih ( $r-g$ ), korisnije je promatrati koje su implikacije različitih pretpostavki za dugoročni ( $r-g$ ) na primarni saldo  $s$ , uz dani omjer duga  $d$ . Analitičar može formirati pretpostavke o vjerojatnostima da se dogodi neki scenarij razlike prinosa na obveznice i stope rasta, te uz dani omjer javnog duga promatrati kakav bi se ciljani primarni saldo trebao postići. Analitičar će na kraju usporediti stvarni i ciljani primarni saldo i na taj način donijeti zaključak o održivosti fiskalne politike.

Podatci u tablici 1. pokazuju rezultate za različite kombinacije ( $r-g$ ) i  $d$ . Omjeri javnog duga u tablici 1.a. odabrani su tako da približno odgovaraju stvarnoj situaciji u europskim državama u fokusu aktualne krize. Na primjer, Irska i Grčka imaju vrlo različite omjere javnog duga (64% i 115% prema podacima za 2009.), pa ih možemo uspoređivati promatranjem omjera 65% i 125% u tablici 1. Uz dugoročnu stopu rasta koja je za čak 4 postotna boda veća od prinosa na obveznice (gotovo nevjerojatno), očitavamo da bi primarni deficit morao iznositi 2% BDP-a u slučaju Irske (za  $d \approx 65\%$ ) i 5% u slučaju Grčke (za  $d \approx 125\%$ ). To znači da primarni deficiti u obje zemlje (12,2% u slučaju Irske i 8,5% u slučaju

Grčke) izlaze daleko izvan okvira mogućih rješenja, i to uza scenarij s 4 postotna boda „viška“ stope rasta nad prinosom (vrlo optimističan scenarij). Zato su i Irska i Grčka označene crvenom bojom u tablici rezultata 1.b.

Tablica 1.a.: Ciljni primarni saldo u % BDP-a za dani omjer javnog

		Razlika prinosa i stope rasta (r-g)								
		4	3	2	1	0	-1	-2	-3	-4
Omjer javnog duga i BDP-a u %	10	0.40	0.30	0.20	0.10	0.00	-0.10	-0.20	-0.30	-0.40
	35	1.40	1.05	0.70	0.35	0.00	-0.35	-0.70	-1.05	-1.40
	50	2.00	1.50	1.00	0.50	0.00	-0.50	-1.00	-1.50	-2.00
	65	2.60	1.95	1.30	0.65	0.00	-0.65	-1.30	-1.95	-2.60
	75	3.00	2.25	1.50	0.75	0.00	-0.75	-1.50	-2.25	-3.00
	100	4.00	3.00	2.00	1.00	0.00	-1.00	-2.00	-3.00	-4.00
	125	5.00	3.75	2.50	1.25	0.00	-1.25	-2.50	-3.75	-5.00
	150	6.00	4.50	3.00	1.50	0.00	-1.50	-3.00	-4.50	-6.00
	175	7.00	5.25	3.50	1.75	0.00	-1.75	-3.50	-5.25	-7.00

duga i uz različite scenarije razlike prinosa i stope rasta (r-g)

Tablica 1.b.: Usporedba stvarnog i ciljnog primarnog salda po zemljama

	Javni dug u % BDP-a	Primarni saldo u % BDP-a		Ciljani primarni saldo u % BDP-a za (r-g) =		
		2009.	2008.-2009.	4	0	
					0	-4
Austrija	66,5	-0,7	0,7	2,7	0,0	-2,7
Belgija	96,7	-2,3	0,2	3,9	0,0	-3,9
Cipar	56,2	-3,6	0,1	2,2	0,0	-2,2
Finska	44,0	-1,0	2,3	1,8	0,0	-1,8
Francuska	77,6	-5,2	-2,9	3,1	0,0	-3,1
Grčka	115,1	-8,5	-5,8	4,6	0,0	-4,6
Irska	64,0	-12,2	-9,1	2,6	0,0	-2,6
Italija	115,8	-0,6	1,0	4,6	0,0	-4,6
Luksemburg	14,5	-0,2	1,5	0,6	0,0	-0,6
Malta	69,1	-0,6	-0,9	2,8	0,0	-2,8
Nizozemska	60,9	-3,0	-0,1	2,4	0,0	-2,4
Njemačka	73,2	-0,7	1,0	2,9	0,0	-2,9
Portugal	76,8	-6,6	-3,3	3,1	0,0	-3,1
Slovačka	35,7	-5,3	-3,2	1,4	0,0	-1,4
Slovenija	35,9	-4,1	-2,4	1,4	0,0	-1,4
Španjolska	53,2	-9,4	-6,0	2,1	0,0	-2,1
Bugarska	14,8	-3,1	-0,2	0,6	0,0	-0,6
Češka	35,4	-4,6	-3,1	1,4	0,0	-1,4
Danska	41,6	-0,7	2,1	1,7	0,0	-1,7
Estonija	7,2	-1,4	-2,0	0,3	0,0	-0,3
Latvija	36,1	-7,4	-5,5	1,4	0,0	-1,4
Litva	29,3	-7,9	-5,3	1,2	0,0	-1,2
Mađarska	78,3	0,7	0,6	3,1	0,0	-3,1
Poljska	51,0	-4,5	-3,0	2,0	0,0	-2,0
Rumunjska	23,7	-6,8	-5,8	0,9	0,0	-0,9
Švedska	42,3	0,4	2,3	1,7	0,0	-1,7
Velika Britanija	68,1	-9,5	-6,1	2,7	0,0	-2,7

Crveno: I primarni saldo za 2009. i prosječni 2008.-2009. izlaze izvan okvira određenog s r-g=-4%.

Žuto: Primarni saldo za 2009. ili prosječni 2008.-2009. izlaze izvan okvira određenog s r-g=-4%.

Analiza potvrđuje fiskalnu ugroženost Irske i Grčke unatoč vrlo različitim omjerima zaduženosti. Portugal je s primarnim deficitom od 6,6% BDP-a također „izvan skupa mogućih rješenja“. I Velika Britanija je ugrožena s primarnim deficitom od 9,5% BDP-a. Italija, zanimljivo, nije, jer njezin primarni deficit iznosi samo 0,6% BDP-a, a u prijašnjim je godinama ostvarivan primarni suficit. Uz javni dug veći od 100% BDP-a, takav je primarni deficit konzistentan s malim (znači mogućim) viškom stope rasta nad prinosom. Primarni deficit Belgije od 2,3% uz omjer javnog duga od oko 100% BDP-a zahtijeva 2 postotna boda veći rast od prinosa, a ni taj odnos nije izvan skupa mogućih rješenja. Za razliku od Italije i Belgije, Španjolska se i Francuska nalaze izvan skupa mogućih rješenja. Španjolski primarni deficit iznosi -9,4% BDP-a a Francuski -5,2%, što uz javni dug od 53% (Španjolska) odnosno 78% (Francuska) izlazi izvan granica od 2% odnosno 3% koliko je određeno modelom. Međutim, Francuska je imala neusporedivo bolju fiskalnu politiku 2008., tako da njen prosjek za godine 2008.-2009. ulazi u okvir održivih politika pa je zbog toga označena žutom bojom. Prema istom su kriteriju označene Bugarska, Cipar i Nizozemska.

*Unatoč visokom dugu, Belgija i Italija imaju održive fiskalne pozicije zahvaljujući malim primarnim deficitima.*

Zanimljivo je da dvije zemlje s vrlo visokim omjerima javnog duga (Belgija i Italija) imaju primarni saldo koji bi mogao biti blizu optimuma, tj. koji bi mogao biti ostvariv uz razumno mali višak stope rasta nad prinosom na državne obveznice. Za razliku od njih, mnoge druge zemlje s vrlo različitim omjerima zaduženosti, uključujući i one s niskim omjerima, nalaze se izvan održivih putanja zbog previsokih primarnih deficita. To je uobičajena situacija i u Srednjoj i Istočnoj Europi, gdje su čak i fiskalno razborite države poput Estonije i Slovenije izašle izvan okvira održivih fiskalnih politika. S jedne strane, to je posljedica konstrukcije samog modela koji za zemlje s nižim omjerom javnog duga dopušta vrlo mali primarni deficit, a što u svijetu realnih politika nije relevantan rezultat. Takve zemlje u pravilu mogu povećavati omjer javnog duga bez dramatičnih posljedica u početku razdoblja rasta. Na primjer, Estonija vrlo lako može korigirati primarni deficit od 1,4% BDP-a i/ili dopustiti rast omjera javnog duga koji se nalazi na niskih 7% BDP-a. Ona se očito nalazi u bitno boljoj situaciji od na primjer Slovačke. Stoga pri tumačenju rezultata treba imati na umu da oni precjenjuju potreban primarni saldo u zemljama s vrlo malim omjerima javnog duga.

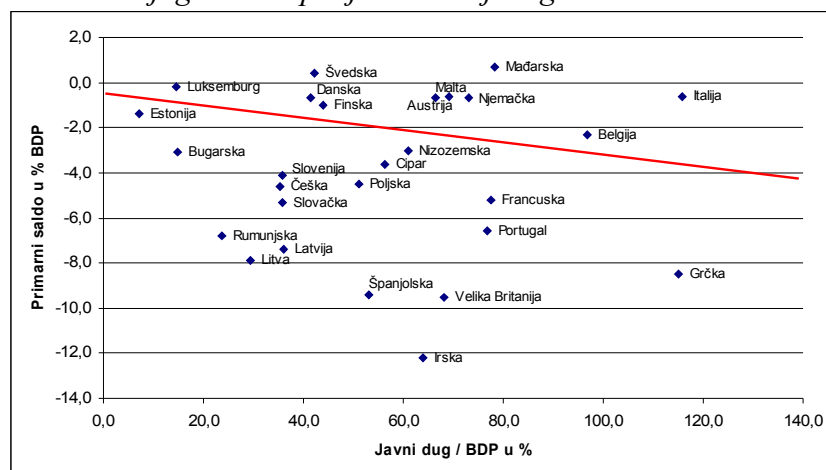
Rezultati pokazuju puno veću osjetljivost izračuna na primarni saldo nego na razinu zaduženosti. Zemlje s niskim javnim dugom i velikim primarnim deficitom osuđene su na eksplozivni rast duga, pa unatoč povoljnom omjeru zaduženosti njihovi kreditori mogu biti vrlo zabrinuti. Na tom tragu vidimo da u grupi tranzicijskih zemalja s razmjerno niskim dugom postoje zemlje koje su fiskalno ugrožene zbog veoma visokih deficita. To su Litva, Latvija i Rumunjska. Imaju omjere javnog duga oko 30%, ali primarne deficite od oko 7% BDP-a. Čak i uz vrlo ambiciozno pretpostavljeni višak dugoročnog rasta nad prinosom na državne obveznice ove se zemlje i dalje nalaze u zoni neodrživosti. Radi ilustracije pretpostavimo da imaju prostora povećavati omjer javnog duga

do 50% i izračunajmo potrebnu razliku stope rasta i stope prinosa da bi primarni deficit od 7% BDP-a bio znak održive fiskalne politike uz povećani omjer duga. Razlika u tom slučaju iznosi čak 14 postotnih bodova, što je nemoguće zamisliti osim u kraćim inflacijskim razdobljima. Isti zaključak vrijedi za sve tranzicijske zemlje osim Mađarske. Mađarska je napravila veliku fiskalnu prilagodbu od početka provedbe stabilizacijskog programa potkraj 2008. Uz Mađarsku još devet zemalja (ukupno 10 od 27 ili 37% svih država EU) ima tehnički održivu fiskalnu politiku (bijela polja u tablici 1. i zemlje iznad linije na slici 5.).

*Samo 10 država EU ili 37% od ukupnog broja država prema ovoj metodi ima održivu fiskalnu poziciju.*

Zaključujemo da je rotacija oko centra bila pogrešna nacrtana geometrija na slici 4. Slika 5. pokazuje da linija razdvajanja fiskalno održivih zemalja ima blago negativan nagib. To znači da je aktualna fiskalna politika mjerena primarnim saldonom puno važnija odrednica održivosti fiskalne politike od visine javnoga duga. Zbog toga omjer javnog duga može jako varirati od zemlje do zemlje.

Slika 5.: Dijagram rasipanja s drukčijom granicom



Izvor: Eurostat, izračuni Arhivanalitike.

Kako u ovom odnosu izgleda Hrvatska? Primarni saldo opće države prema preliminarnom izračunu uz metodu Eurostata za 2009. iznosi -5,1 milijarda kuna ili -1,5% BDP-a. Javni je dug (preliminarno) prema ESA95 metodologiji bez duga HBOR-a i garancija iznosio 35,4 BDP-a. Ove brojke komparativno ne izgledaju loše, iako podatci u tablici 1. pokazuju da je primarni deficit od 1,5% BDP-a vrlo velik uz javni dug od oko 35% BDP-a. Dugoročna bi stopa rasta morala biti za više od četiri postotna boda veća od prinosa na obveznice da bi ovaj primarni saldo bio održiv. To nije realno za očekivati. Stoga je i Hrvatska, tehnički gledano, izvan okvira fiskalne održivosti kao i sve zemlje Srednje i Istočne Europe, osim Mađarske. Međutim, Hrvatska se ovim rezultatom na slici pozicionira iznad Slovenije, bliže liniji fiskalne održivosti (linija je na -1,4%).

Izračunima se može prigovoriti da su restriktivni jer uzimaju primarna salda s dna poslovnoga ciklusa. Optimisti bi očekivali da će s izlaskom iz krize početi razmjerno brži rast javnih prihoda koji će automatski zatvarati deficit. Premda je prigovor legitiman, on se mora suočiti s tri problema. Prvo, ne postoji jamstvo da će se ekonomije vratiti na trendove rasta potencijalnog outputa prije početka ove krize. Drugo, nema jamstva da političari neće povećavati rashode nakon krize poništavajući na taj način pozitivne učinke rasta prihoda na salda. Ukazivanje na ove probleme moglo bi biti vrlo relevantno, jer MMF (2010:7) primjećuje: „Dok se globalna aktivnost oporavlja brže od ranijih predviđanja, fiskalni se izgledi ne popravljaju u skladu s time. Očekuje se da će ukupni svjetski fiskalni deficit pasti sa 6,7% BDP-a 2009. na 6% BDP-a 2010 ... Međutim, to je poboljšanje slabije od očekivanja iz studenog 2009. unatoč reviziji prognoza rasta u World Economic Outlook-u prema gore (za 1,1 postotnih bodova). Ova činjenica odražava fundamentalno pogoršanje ciklički prilagođenih deficita u svim grupama zemalja.“ Treće, Mendoza i Oviedo (2007) pokazuju da zemlje u razvoju fiskalnu politiku moraju voditi prema parametrima s dna poslovnoga ciklusa. Inače im kreditori neće vjerovati.

*Hrvatska je fiskalna pozicija bolja od portugalske (Grčku da i ne spominjemo). No to je tek tehnička ocjena.*

Hrvatska je fiskalna pozicija ipak udaljena od na primjer portugalske (Grčku da i ne spominjemo). Ako pretpostavimo da bi dugoročni rast u Hrvatskoj mogao biti za jedan postotni bod niži od prinosa na obveznice, primarni bi fiskalni saldo trebao iznositi oko 0,4% BDP-a. Fiskalna korekcija od dva postotna boda BDP-a (od -1,5% do 0,4% BDP-a) može se izvesti i uz dane slabosti političkog procesa u Hrvatskoj (iako bi mnogi promatrači ovu tvrdnju ocijenili preoptimističnom). Pitanje je, naravno, jesu li dva postotna BDP-a dovoljna. Na to ćemo se pitanje vraćati prema kraju rada.

S druge strane, za Hrvatsku vrijede dvije primjedbe koje donekle relativiziraju ovaj zaključak. Prva je vezana uz obuhvat podataka, a druga uz valutnu izloženost javnog sektora. Pokazat ćemo da obuhvat podataka predstavlja ozbiljnu prijetnju vjerodostojnosti hrvatskih fiskalnih izračuna, dok valutna izloženost javnog sektora zasad ne izgleda pretjerano zabrinjavajuće.

Veliki dio duga i zaduživanja evidentira se izvan usporedivog izvještajnog obuhvata. I dok je za garancije princip jednak u svim europskim zemljama (ne uključuju se u dug opće države), praksa je veoma različita kada je riječ o javnim poduzećima i ustanovama. Ovi podaci u Hrvatskoj nisu ažurni, pa se tako na stranicama Ministarstva financija u trenutku pisanja ovog rada (svibanj 2010.) mogu pronaći podaci za HBOR s 31.09.2009. koji pokazuju da je dug HBOR-a po kreditima i izdanim obveznicama iznosio 13,7 milijardi kuna (naspram 10,9 milijardi 31.12.2008.), zatim podaci za ARZ (7,8 naspram 6,3 milijardi kuna) i HAC (18,4 naspram 15,1 milijardi) između ostalih. Samo ove tri javne jedinice su 30.09.2009. nosile dodatnih 40 milijardi kuna duga državnog sektora (12,2% BDP-a), pri čemu se samo u prvih devet mjeseci 2009. njihov dug povećao za 7,6 milijardi kuna ili za oko

2,3% BDP-a. Prema upravo objavljenom izvještaju o javnom dugu koji uključuje dug HBOR-a i državne garancije koje jednim dijelom pokrivaju dugove poduzeća kao što su ARZ i HAC, šire definirani javni dug na dan 31.12.2009. iznosi 50,4% BDP-a (tablica C. u prilogu). Taj bi dug trebalo uvećati za dugove javnih poduzeća i ustanova za koje nema eksplicitnih državnih garancija i time bismo dobili cjeloviti pregled duga javnog sektora. Međutim, važno je uočiti da je povećanje i ovako krnje definiranog omjera javnog duga iznosilo čak osam postotnih bodova tijekom 2009. (porast s 42,4% BDP-a 31.12.2008. na 50,4% BDP-a 31.12.2009.). Ovo je povećanje približno jednako povećanju prosječnog omjera duga i BDP-a u Eurozoni (usp. tablice A. i C. u prilogu na kraju rada) što znači da Hrvatska nije ništa bolja od Europe. Pri tome, omjer javnog duga u ovom trenutku i dalje raste te ozbiljno prelazi kritični prag od 50%. Također treba naglasiti da u obračun opće države ne ulaze sve jedinice lokalne uprave i samouprave što vjerojatno umanjuje i deficit i dug. Naposljetku, u izračune deficita i duga nije uključen dug umirovljenicima. Zavisno o obuhvatu, naša brojka o fiskalnom saldu od -1,6% BDP-a može se korigirati i do puno većih -3% BDP-a. Prema tome, Hrvatska u potpunosti dijeli europski fiskalni trend i za njega ne može biti zabrinuta manje od prosječne europske zemlje.

*Tempo povećanja omjera javnog duga i BDP-a u Hrvatskoj približno odgovara europskom prosjeku i Hrvatska zbog toga ne bi trebala biti manje zabrinuta nego druge europske zemlje.*

Drugo, Hrvatska nosi specifičan rizik male, otvorene i eurizirane ekonomije. Zbog toga omjer javnog duga može izmaknuti kontroli kreatora ekonomske politike. Calvo, Izquierdo i Talvi (2003) na primjeru su Argentine upozorili na važnost valutne strukture javnog duga naspram udjela sektora međunarodno utrživih dobara u BDP-u.<sup>4</sup> Realna deprecijacija tečaja utječe i na brojnik i na nazivnik omjera javnog duga d. Ako je udjel inozemnog javnog duga u ukupnom javnom dugu veći od omjera izvoza i BDP-a, u kratkom će roku nakon deprecijacije omjer naglo narasti zbog učinka vrednovanja. To se vidi iz ove formule:

$$s = (r - g) \frac{D + eD^*}{Y + eY^*}$$

gdje je D domaća komponenta javnog duga a D\* strana, Y je proizvodnja domaćih a Y\* proizvodnja utrživih dobara, dok je e realni tečaj. Premda je doseg ove analize ograničen jer zanemaruje učinak promjena realnog tečaja na domaću proizvodnju Y,<sup>5</sup> ona je dobar pokazatelj očekivanog smjera djelovanja samog efekta vrednovanja. Naime, ako vrijedi  $(eD^*/D) > (eY^*/Y)$ , onda će realna deprecijacija izazvati rast, a realna aprecijacija pad omjera javnog duga. Rezultat će biti obratan ako vrijedi  $(eD^*/D) < (eY^*/Y)$ .

<sup>4</sup> Vrlo ga je teško točno izračunati. Za prvu se aproksimaciju koristi udjel prihoda od izvoza u BDP-u, no točan bi omjer trebao uključivati i sektore, tj. proizvodnje koje su izložene međunarodnoj konkurenciji i koje bi u slučaju promjene odnosa cijena mogle supstituirati uvoz.

<sup>5</sup> Na primjer, deprecijacija može poremetiti očekivanja i povećati teret servisiranja dugova te kroz te kanale utjecati na kontrakciju osobne i investicijske potrošnje.



Izvoz roba i usluga predstavlja oko 35% hrvatskog BDP-a 2009., što znači da bi omjer ( $eY^*/Y$ ) mogao iznositi oko 0,53 (=35%/65%). Omjer vanjskog i domaćeg javnog duga iznosi 0,47 kada se gleda službeni javni dug opće države u tablici C. u prilogu. Omjer se penje na 0,77, kada se uzme u obzir još i dug HBOR-a i garancije kod kojih dominira devizni dio. Uzmemo li nepovoljniji omjer od 0,77, vidimo određeni valutni nerazmjer (znatno veći udjel deviznog duga u ukupnom dugu od udjela sektora utrživih dobara u ukupnom outputu). To znači da moramo detaljnije promotriti kako bi realna deprecijacija pogoršala omjer javnog duga, pogotovo ako uzmemo u obzir da je i dio domaćeg javnog duga (oko 42%) denominiran u stranim valutama ili vezan uz tečaj.

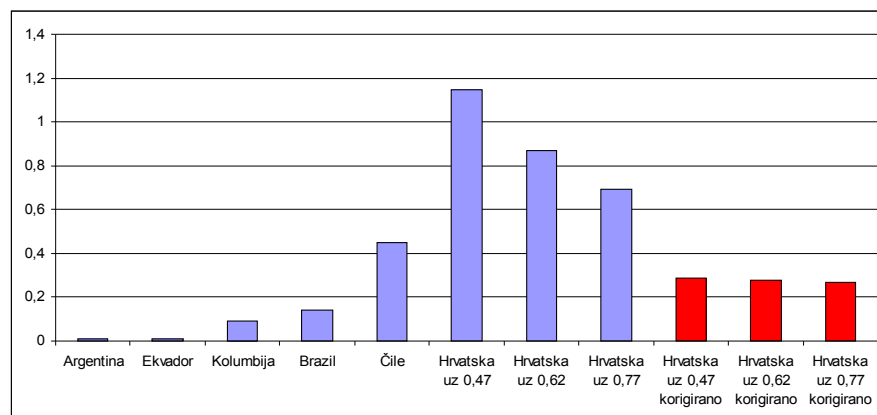
*Valutni nerazmjer javnog duga upućuje na to da situacija nije alarmantna kao u Južnoj Americi potkraj 90-tih.*

Iako se ova opasnost ne može umanjivati, postoje tri razloga zbog kojih povećanje omjera javnog duga u Hrvatskoj uslijed promjene tečaja ne bi izazvalo šok kao u Južnoj Americi potkraj 90-ih. Prvo, dio garancija i duga HBOR-a vezan je uz izvozne poslove, što znači da dužnici ne bi bili toliko pogođeni nakon deprecijacije realnog tečaja te se garancije ne bi aktivirale na teret proračuna zbog promjene tečaja. To znači da je relevantniji niži omjer deviznog duga od 0,47 nego viši omjer od 0,77. Vjerojatno je razumno raditi i s prosjekom tih dviju vrijednosti (0,62), što je i učinjeno u nastavku.

Drugo, problem valutnog nerazmjera u Južnoj Americi bio je najizraženiji u velikim i zatvorenim gospodarstvima poput Brazila i Argentine. Njih je obilježavao veliki vanjski dug i mali sektori utrživih dobara. Čile je bio relativno dobro zaštićen od ovog problema i ta je zemlja uspješno prošla kroz krizu. Calvo, Izquierdo i Talvi (2003) računali su gornje odnose inverznom metodom i podijelili ( $D/eD^*$ ) sa ( $Y/eY^*$ ) te su tako dobili omjere koji su na slici 6. pokazani usporedo s indikatorom za Hrvatsku (veći omjer znači manji valutni nerazmjer). Slika pokazuje da je javni sektor u Hrvatskoj danas valutno zaštićeniji od najzaštićenije ekonomije u Južnoj Americi 1998. – Čilea, ako radimo s valutnom strukturom službenog duga opće države (0,47). Dodavanje duga HBOR-a i državnih garancija bitno mijenja izračun (parametar je 0,77) jer je uglavnom riječ o deviznim obvezama, no primijetili smo da su one jednim dijelom u vezi s izvozom pa nije realno očekivati da bi nakon deprecijacije došlo do gubitaka koji bi teretili proračun. Zbog toga se može raditi s prosjekom dvaju parametara (0,62) koji također pokazuje manju valutnu izloženost nego u Čileu najmanjom valutnom izloženosti u Južnoj Americi potkraj 90-tih. Naposljetku, korekcija parametara za deviznu komponentu domaćeg javnog duga vidno mijenja rezultat, ali ne i zaključak.<sup>6</sup>

<sup>6</sup> Zahvaljujemo gospodinu Petru Sopeku na ukazivanju na potrebu korekcije rezultata za ovaj učinak.

Slika 6. Indikator valutnog nerazmjera zaduženosti javnog sektora (manja vrijednost indikatora – veći nerazmjer) za Hrvatsku 2009. i J. Ameriku 1998.



Korekcije za deviznu komponentu domaćeg duga.

Izvor: Calvo et. al (2003: str. 22., t. 6.) i izračuni Arhivanalitike

Treći razlog zbog kojega ne treba očekivati dramatičan utjecaj (hipotetičkih) promjena tečaja na omjer javnog duga otkriva se simulacijama. Uz parametar 0,47 sadašnji omjer od 50,4% pada na 50,0% u slučaju 25%-tne deprecijacije. Uz parametar 0,62 omjer javnog duga raste na 50,8% BDP-a. Uz parametar 0,77 omjer raste na 51,4% BDP-a. S obzirom na prilično ekstreman, tj. vrlo malo vjerojatan scenarij snažne realne deprecijacije od 25%, ovako male promjene navode na zaključak da hrvatski javni sektor trenutačno nije neposredno ugrožen valutnim nerazmjerima (dogadaj male vjerojatnosti nema ekstremno jak učinak). Uvođenje domaćih indeksiranih i deviznih obveznica u izračune ne bi bitno promijenilo zaključak.<sup>7</sup>

Bilo bi posve pogrešno zaključiti da ove kalkulacije pozivaju na opuštenost. Povijest deficita i trend omjera javnog duga i BDP-a pozivaju na maksimalan oprez. Kreditore imaju sjećanje. Prije nekoliko godina sistematizirana su iskustva s održivim razinama javnog duga u zemljama u razvoju koje su imale relativno visok stupanj inozemne zaduženosti. Reinhart, Roggoff i Savastano (2003) prvi su dokazali veliku razliku između sposobnosti razvijenih i zemalja u razvoju da povećavaju omjer javnog duga. MMF (2003) i Mendoza i Ostry (2007) pronašli su da iznad omjera javnog duga od 50% nastupaju problemi s održavanjem fiskalne solventnosti u zemljama u razvoju. Kandil i Morsy (2010) pronalaze potpunu neučinkovitost fiskalne politike na razinama javnog duga iznad omjera 50% u zemljama u razvoju. MMF (2010.b: str. 9) kao ciljne omjere ističe 60% za razvijene zemlje i 40% za zemlje u razvoju. MMF (2010.c: str. 37) ključnim pronalazi sposobnost financiranja u domaćoj valuti. Ta sposobnost povećava prag tolerancije financijskih tržišta na javni dug. Kako hrvatska vlada nema sposobnost dalje povećavati javni dug i istovremeno bitno mijenjati valutnu strukturu u korist kune, daljnji rast omjera javnog duga u Hrvatskoj mogao bi dovesti fiskalnu politiku

*Međunarodno iskustvo poziva na maksimalan oprez: Hrvatska vjerojatno upravo dostiže gornji prag održivoga javnog duga.*

<sup>7</sup> U tehnički najgorem scenariju omjer javnog duga raste za značajnih ali ne i katastrofalnih 4 postotna boda BDP-a.

pod lupu investicijske javnosti i smanjiti njenu ionako malu učinkovitost. Dodatan poziv na oprez predstavlja već spomenuta činjenica da tržišta neočekivano i naglo reagiraju na dugoročne neravnoteže. Relativna stabilnost spreadova ne bi smjela nikoga zavarati.

### *Politički kriteriji održivosti javnog duga*

Ekonomski kriteriji nisu jedini koji služe za ocjenu održivosti javnog duga. Da su ekonomski kriteriji jedini, više nitko ne bi kupovao britanske obveznice, a mađarske bi obveznice imale puno manji spread nego hrvatske (u stvarnosti je obratan slučaj). Prema tome, politički su kriteriji jednako važni, možda i važniji od ekonomskih.

U jeku uspona poslovnog ciklusa - godine 2006., Mađarska je imala uvjerljivo najgori primarni saldo u Europi - 5,6% BDP-a u minusu. Bila je jedina europska zemlja u razvoju s omjerom javnog duga osjetno većim od 50%. U najgorem je vremenu izvela fiskalnu prilagodbu koja ju je, barem trenutačno, dovela do jedne od boljih situacija u Europi (tablica 1, slike 4. i 5.). Epizoda pokazuje da se fiskalna prilagodba može izvesti i u nemoguće vrijeme bez neprijepornih učinaka na gubitak outputa. Unatoč tome, tržišni sudionici i dalje procjenjuju Mađarsku jednako rizičnom ili rizičnijom u usporedbi s Hrvatskom. S druge strane, Velika Britanija sa sličnom razinom zaduženosti kao Mađarska, katastrofalnim primarnim deficitom od -9,5% BDP-a i oslabjelom funtom, još uvijek služi kao benchmark i utočište za investitore. To je ilustracija činjenice da tržišni sudionici i mediji stavljaju veći ponder na zatečenu razinu duga (pozitivne nagnute linije sa slike 4.) nego ekonomska teorija (koja „crta“ padajuću liniju na slici 5.). Prema tome, politički se kredibilitet u vođenju fiskalne politike teško zarađuje u očima kreditora i javnosti, ali se i ne gubi lako. Stoga država odnosno društvo mora postupno i u dugom roku dokazivati sposobnost vođenja održive fiskalne politike u različitim makroekonomskim i političkim okolnostima.

***Ključno pitanje političkog fiskalnog kredibiliteta glasi: koliko brzo ključni društveni akteri mogu postići približnu suglasnost o fiskalnom stanju i koliko brzo mogu donijeti kvalitetne političke odluke o javnim prihodima, rashodima i deficitu?***

Ključno političko pitanje je sposobnost dijagnostike i brzina reakcije: koliko brzo ključni društveni akteri mogu postići približnu suglasnost o fiskalnom stanju i koliko brzo mogu donijeti kvalitetne političke odluke o javnim prihodima, rashodima i deficitu? Kada bi se u demokratskom političkom procesu moglo brzo i precizno reagirati na problem, pitanje održivosti ne bi se postavljalo. Ugrožena bi zemlja povećala poreze i/ili smanjila izdatke i tako uvjerila kreditore da je dobar dužnik, a svojim građanima osigurala život bez financijske krize. U stvarnosti, međutim, političke varijable mogu upućivati na drukčija rješenja. Prvo, moguće je da kreatori politike nemaju dovoljno znanja za razumijevanje stvarnih dimenzija fiskalnog problema i potrebne prilagodbe. Drugo, moguće je da se interesne skupine ne mogu dogovoriti o podjeli tereta fiskalne prilagodbe (teorija „rata do istrjebljenja“ ili nekooperativne – loše ravnoteže). Treće, moguće je da tržišni sudionici nemaju strpljenja čekati politički dogovor jer ne vjeruju da je isti moguć. (Tada oni prestaju s financiranjem i/ili prinos na obveznice brzo raste).

Kreditori ne mogu provoditi sofisticirane analize političkog procesa ne bi li proniknuli u stvarne preferencije trenutačne vlade ili ključnog ministra. Razdoblja njihova izlaganja prema riziku pojedinih zemalja nekoliko su puta duži od životnoga vijeka pojedinih vlada, a još su i duži kada se gledaju u odnosu na prosječni politički vijek pojedinih ministara. Sve što kreditorima preostaje u takvim uvjetima jest voditi računa o reputaciji. Reputacija se gradi i vidi kroz niz ponašanja u različitim situacijama. Stoga kreditori polaze od toga da serija prošlih fiskalnih ponašanja odražava fiskalnu kulturu i politički ambijent u nekoj državi, bez obzira tko je na vlasti. Ako su prošle vlade znale odgovoriti na brz rast omjera javnog duga poboljšanjem primarnoga salda (povećanjem poreznih prihoda ili, još bolje, kontrolom rashoda)<sup>8</sup>, kreditori će pretpostaviti da će se takav obrazac ponašanja ponoviti i u budućnosti.

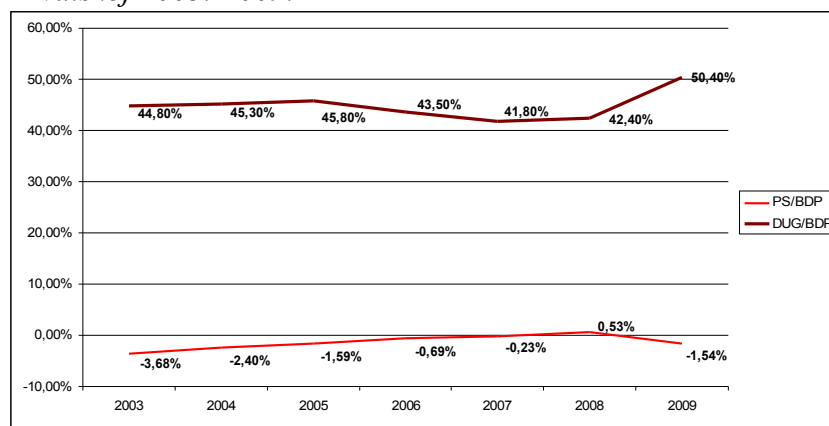
Prema tome, test fiskalne održivosti koji kombinira ekonomske i političke kriterije svodi se na ispitivanje dolazi li u pravilu do poboljšanja primarnoga salda nakon razdoblja rasta omjera javnog duga, i obratno (Bohn, 1998). Zemlje koje pokazuju takav obrazac ponašanja temeljem vizualnog pregleda podataka su Švedska, Belgija, Italija, Finska, Danska i Austrija (usp. tablice A. i B. u dodatku). Među tranzicijskim zemljama tu sposobnost pokazuju Estonija (trajno, tako da je njen omjer javnog duga minimalan), Bugarska (koja je u odgovoru na dramatičnu fiskalnu krizu 90-tih kada je omjer javnog duga prešao 100% trajno smanjivala omjer snažnim primarnim suficitima u fazi brzoga gospodarskog rasta), Mađarska u novije vrijeme (čija su primarna salda mala i pojavljuju se tek potkraj promatranog razdoblja, ali zemlja zaslužuje „kredit“ jer joj je to uspjelo u najteže moguće vrijeme), Slovenija (koja ima „track record“ malih primarnih deficita do 2005. i primarnih suficita 2005.-2007.) i Litva u vrijeme prije krize (sličan slučaj kao Slovenija, ali s puno dubljim potonućem u ovoj krizi pa je njen „kredit“ već potrošen).

Kako u ovoj usporedbi izgleda Hrvatska? Za razliku od Bugarske, Estonije, Mađarske, Slovenije i Litve, Hrvatska je kontinuirano bilježila primarne deficite unatoč povoljnoj fazi poslovnoga ciklusa. Mali primarni suficit pojavio se 2008., no to ne treba tumačiti političkim naporom nego krajem razdoblja povoljne konstelacije odnosa ekonomskog rasta i prinosa na obveznice. I statističke su promjene odigrale ulogu (već spomenuti izlazak HAC-a iz konsolidacije 2008., neevidentiranje isplata duga umirovljenicima i sl.). Nesporno je da je fiskalna situacija 2003.-2004. izgledala neodrživo i da je nakon toga došlo do korekcije primarnog salda prema održivijim

*U Hrvatskoj se u razdoblju 2004.-2008. dogodila fiskalna korekcija, no čini se da je ona bila stihijna posljedica izrazito povoljnoga dijela poslovnog ciklusa.*

<sup>8</sup> Nakon serije empirijskih istraživanja prihvaćeno je gledište prema kojemu su fiskalne prilagodbe koje se zasnivaju na kontroli rashoda trajnije i učinkovitije od prilagodbi zasnovanih na povećanju prihoda (Alesina i Perotti, 1996).

Slika 7.: Omjer javnog duga i primarni saldo opće države u % BDP-a u Hrvatskoj 2003.-2009.



Napomena: Podatci za 2008. i 2009. nisu neposredno usporedivi s prethodnim godinama zbog izbacivanja HAC-a iz konsolidacije opće države. PS/BDP – primarni saldo opće države u % BDP-a.

Izvor: Statistički prikazi Ministarstva financija brojevi 147 i 159.

razinama. Međutim, primarni je suficit zabilježen samo u jednoj godini, i to nakon izbacivanja HAC-a iz konsolidacije opće države.

Prikazanom bi se pogledu na hrvatski fiskus moglo zamjeriti to što ukupni deficit ne razdvaja na cikličku i strukturnu komponentu. Međutim, uvjerenje je autora da danas nije moguće na vjerodostojan način razdvojiti strukturnu od cikličke komponente bilo kojega deficita. Nakon ove krize, sve procjene potencijalnog outputa koje se zasnivaju na prošlim podacima - upitne su<sup>9</sup>. To se pogotovo odnosi na zemlje koje su imale brz rast cijena imovina (Kanda, 2010). Ako je potencijalni output precijenjen, strukturni je saldo također precijenjen. No strukturni primarni saldo na gornjoj se slici svakako kreće ispod donje linije (u deficitu) do 2008., a vrhunac krivulje u 2008. jednim je dijelom plod statističke reklasifikacije. Ovo je, u najboljem slučaju, slika neutralne fiskalne politike koja se samo prilagođavala poslovnom ciklusu. Hrvatske će vlade još puno i dugo morati raditi na stjecanju fiskalne reputacije kroz demonstraciju sposobnosti stvaranja primarnih suficita.

## II. Fiskalna pravila: „sahrana“ ili „oživljavanje“ Maastrichta?

Neodređenost održive razine javnog duga otvara mogućnost da posve slobodna i neregulirana financijska tržišta vrlo različito vrednuju državne obveznice raznih država. Da je to tako, pojavile bi se velike oscilacije prinosa na državne obveznice.

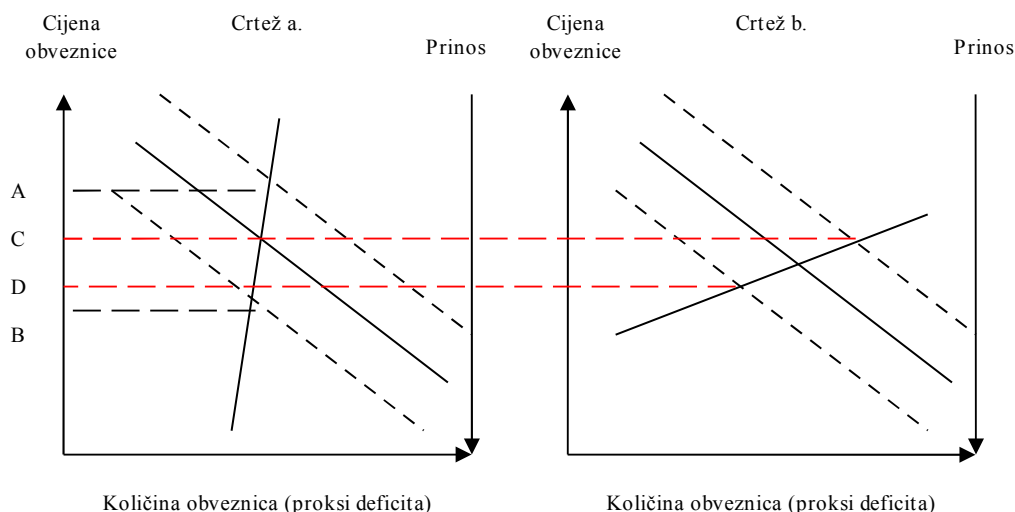
Slika 8. pokazuje dvije situacije na tržištu državnih obveznica. U objema vidimo potražnju s istim karakteristikama. Ponuda čini razliku. Na crtežu a. ponuda je gotovo neelastična u odnosu na cijenu (prinos). Pad cijene (rast prinosa) državnih obveznica u takvim uvjetima neće primorati vladu

*Vlade mogu stabilizirati cijene i prinose svojih obveznica tako što će fleksibilno prilagođavati deficite tržišnim okolnostima, no to je politički vrlo teško.*

<sup>9</sup> Raspravu o tome vidjeti i u: Švaljek, Vizek i Mervar (2009).

na promjenu fiskalne politike i smanjenje deficita i potrebe za financiranjem. Na crtežu b. ponuda je elastična u odnosu na cijenu. Elastičnost znači da vlada reagira na signale s tržišta i reducira deficit, tj. povećava suficit kad narastu prinosi odnosno premije rizika. Glavna je poruka da cijene i prinosi variraju jače u slučaju neelastične ponude, nego kad je ponuda elastična.

Slika 8.: Tržište državnih obveznica



Niti jedna vlada ne želi pasivno promatrati velika kolebanja prinosa na tržištima svojih obveznica jer joj to narušava ugled i - još važnije, bitno otežava financijsko planiranje. Slika 8. pokazuje da vlade imaju dvije opcije za rješavanje tog problema. Prva je izgraditi reputaciju prilagodljive vlade koja osluškuje puls tržišta i prilagođava deficit tržišnim signalima. Ta je situacija prikazana na crtežu b. – elastična ponuda obveznica. Međutim, s tom su opcijom povezana dva problema. Prvo, političari (pogrešno) misle da im pobjeda na izborima daje moć odnosno mandat koji nadrašta tržišta, pa svako ograničavanje moći ne doživljavaju kao koristan disciplinirajući mehanizam već tumače to kao gubitak suvereniteta ili urotu moćnih financijskih krugova. Drugo, u demokraciji se sporo odlučuje, a na tržištu se cijene mijenjaju brzo. Stoga je u demokraciji vrlo teško uskladiti varijacije fiskalne politike (deficita) s varijacijama prinosa odnosno premije rizika sadržane u njima, čak i ako postoji politička volja za to. Stoga se većina vlada odlučuje (i) za drugu opciju – kontrolu potražnje za državnim obveznicama. (Stvarni se svijet sastoji od praktičnih kombinacija osluškivanja tržišta i pokušaja utjecanja na potražnju za obveznicama).

*Većina vlada pokušava utjecati na cijene svojih obveznica – izravno represijom ili neizravno regulacijom i signaliziranjem, tj. fiskalnim pravilima.*

Gornja slika jasno pokazuje da se, uz zadržavanje neelastične ponude, varijacije mogu kontrolirati ako se kontroliraju varijacije potražnje za obveznicama. Ako bi vlada na crtežu a. uspjela utjecati na to da potražnja ne varira kao što je prikazano (a što za posljedicu ima raspon cijena od A do B), već da varira u nekom puno užem intervalu (što bi za posljedicu

imalo raspon cijena od C do D), tržišna bi kolebanja cijena i prinosa bila jednaka kao u slučaju elastične ponude na crtežu b.

Određena kontrola kolebanja cijena odnosno prinosa koja ne bi uništila bitan informacijski sadržaj tržišnog cjenovnog signala uistinu bi mogla biti korisna. Upitno je, međutim, je li tako fina regulacija moguća. Naime, kontrola varijacija potražnje za državnim obveznicama može poprimiti izravne i neizravne oblike. Najgrublji su izravni oblici kontrole državno vlasništvo nad bankama i drugim financijskim posrednicima koji onda – izravno ili neizravno – financiraju vladine deficite u puno većem obujmu nego što bi činili u privatnom režimu upravljanja. Nešto blaža i modernija verzija su (donji) limiti u propisivanju strukture portfelja mirovinskih fondova, tj. određivanje minimalnog postotka portfelja koji fond mora uložiti u državne obveznice. Takva se regulacija pravda argumentom sigurnosti što je, naravno, promašeno ako na inozemnim tržištima postoje vrijednosni papiri s puno boljim rejtingom od lokalnih državnih obveznica. Još blaži direktni stabilizatori potražnje su bankarski propisi za izračunavanje kapitala koji su dugo omogućavali da se državna obveznica ponderira kao da nema rizik bez obzira na stvarni kreditni rejting države odnosno izdanja obveznica.

Sedamdesetih godina prošloga stoljeća pokazalo se da pretjerivanje s izravnom kontrolom suspendira razvoj tržišta državnih obveznica i vodi u financijsku represiju koja u konačnici onemogućava gospodarski razvoj i smanjuje blagostanje (McKinnon, 1973). Tada je počeo odmak prema neizravnim oblicima kontrole čiji je cilj dopustiti normalan razvitak tržišta instrumenata javnog duga i pritom uvjeriti tržišne sudionike da će uvijek moći naplatiti svoj dug. Otkad su središnje banke nezavisne (ograničena je mogućnost za jamčenje otplate državnih obveznica iz inflacijskog poreza), a daljnje je povećanje poreznog opterećenja postalo upitno s gledišta političke izvedivosti i međunarodne konkurentnosti, započelo je širenje fiskalnih pravila – samoograničavajućih limita u vođenju fiskalne politike. Vlada donošenjem (i pridržavanjem!) fiskalnih pravila signalizira tržištima da će voditi razboritu fiskalnu politiku. Međutim, pravila ne služe samo kreditorima. Pravila ponajprije služe osiguranju dugoročnog rasta i blagostanja građanima – kroz izbjegavanje financijske krize (jamčenje dugoročne fiskalne održivosti), uspješno vođenje (kratkoročne) stabilizacijske politike i kroz ispunjavanje ostalih javnih ciljeva: sigurnosti, preraspodjele i sl. Fiskalna se pravila koriste jer bez njih, u uvjetima nepovjerenja, fiskalna politika ne može obavljati svoje temeljne funkcije.

Na prvi pogled, fiskalna su pravila oksimoroni. Netko tko odlučuje o fiskalnoj politici (vlada, parlament) donosi odluku o čemu neće odlučivati u vođenju fiskalne politike u budućnosti (npr. obećava da neće povećati rashode ili da neće imati deficit). Čemu ta vremenska nekonzistentnost? Zašto vlada ne odluči da nešto neće odlučiti upravo kada odlučuje o tome? Drugim riječima, ako vlada ne može odlučiti da nešto neće odlučiti kada odlučuje o tome, otkud jamstvo da će joj pomoći to što je prethodno odlučila da o tome neće odlučivati? Neće li takva

vlada pregaziti svoju prethodnu odluku? Zašto se demokratska vlast (vlada, parlament) pokušava spasiti od sebe same?

U nastavku ćemo pokazati da su pravila nužan uvjet ostvarenja pune demokracije odnosno sprječavanja prikrivene diktature.

U fiskalnoj politici postoji fundamentalni konflikt između kratkoročnih i dugoročnih učinaka. Ono što je dobro na kratki rok (anticiklička fiskalna ekspanzija), na dugi rok može postati štetno (neodrživi javni dug). Kako se struktura glasača mijenja u vremenu, očito je da nisu isti glasači oni koji imaju korist od kratkoročne ekspanzije i oni koji će možda imati dugoročni problem zbog prevelikog duga. Iako ljudi veoma rijetko racionaliziraju vladine poteze na taj način, oni intuitivno znaju za taj problem. Razmišljaju o tome što današnji vladini potezi znače za njih i njihove obitelji u budućnosti te reagiraju u skladu sa svojim zaključcima. Zbog toga kratkoročne diskrecijske ekspanzije u vidu smanjenja poreza ili rasta izdataka mogu imati pozitivan učinak na proizvodnju i zaposlenost samo ako ekonomski subjekti zadrže uvjerenje u dugoročnu održivost fiskalne situacije. U suprotnom se javljaju razni oblici kratkoročne neefikasnosti u djelovanju fiskalne politike (teorija rikardijanske ekvivalencije i teorija istiskivanja).<sup>10</sup>

*Fiskalna su pravila neophodna u demokraciji.*

Prema tome, većini je ljudi na više-manje racionalnoj razini, jasno da kratkoročni pokušaji fiskalnog oživljavanja ekonomske aktivnosti ne mogu trajati vječno. Dugoročna fiskalna ekspanzija vodi u neodrživ rast javnog duga, što znači da svima mora biti jasno kako se i kada fiskalna ekspanzija zaustavlja. Temeljni je problem ove krize u tome što nikome nije jasno kako se i kada zaustavlja fiskalna ekspanzija koja je inicijalno zamišljena kao nužan odgovor na ovu krizu. (U prilogu se nalazi pregled fiskalnih mjera korištenih u zemljama EU)<sup>11</sup>.

Charles Wyplosz (2003) u briljantnoj političko-ekonomskoj analizi u ovu sliku o neravnoteži kratkoročnih i dugoročnih ciljeva uvodi još nepostojeće glasače i tvrdi da vlada mora pokušati sebe spasiti od sebe same jer je to demokratski u odnosu prema budućim naraštajima glasača koji još nemaju svoje zastupnike u političkom procesu. Deficit odnosno promjene duga su odluke o intertemporalnoj preraspodjeli. Temeljni aksiom demokracije traži da u tom odlučivanju sudjeluju svi na koje se preraspodjela odnosi. Kako je veoma teško osigurati informirano glasovanje šestogodišnjaka - a posebno je teško to učiniti s još nerođenom djecom - potrebna su mudra pravila. Ona osiguravaju održivu razinu javnog duga i kompenziraju odsutnost većine koji će taj

<sup>10</sup> Za detaljan prikaz ove teme vidjeti HUB Analiza br. 19.: „Savjetnici su imali pravo: fiskalna prilagodba može ublažiti krizu.“ [www.hub.hr](http://www.hub.hr) i Buitter (2009).

<sup>11</sup> Pregled pokazuje da su te mjere bile kontroverzne. Checcetti i dr. (2009) procjenjuju da je njihov učinak bio u prosjeku 13% BDP-a, no tu uključuju iznose korištene za dokapitalizacije banaka, no ne i iznose odobrenih garancija. Otvoreno je pitanje kako obračunavati fiskalne efekte. Klasični efekti diskrecijskih mjera uključivo i učinke smanjenja poreza ne procjenjuju se na više od 2-3% BDP-a što znači da su krajnji dosezi tih mjera vrlo upitni. U svakom slučaju, prerano je za čvrsto zaključivanje o učincima kratkoročnih mjera fiskalne politike.



dug morati platiti. Prema ovom objašnjenju, pravila su nužna kako bi se spriječila diktatura sadašnjih glasača nad budućima.

Ovom bismo objašnjenju mogli dodati još jedno slično. Kada politički proces iz nekog razloga ne može dovesti do fiskalne prilagodbe (već spomenuti politički „rat do istrjebljenja“), inflacija je izvjestan ishod. Ako je dovoljan dio javnog duga denominiran u domaćoj valuti, inflacija će mu srušiti realnu vrijednost, a vladi olakšati servisiranje (jer njeni prihodi s inflacijom nominalno rastu, a realna vrijednost duga pada). Inflacija stoga predstavlja neizglasani porez kojim se mali pojedinačni iznosi preraspodjeljuju od mnoštva krajnjih korisnika novca, malobrojnim korisnicima kredita koji se odobravaju u prvom koraku monetarne ekspanzije (teorija blizine izvora). Stoga uvođenje fiskalnih pravila možemo interpretirati kao instrument borbe protiv diktature onih bliskih monetarnom izvoru nad mnoštvom krajnjih korisnika malih novčanih iznosa.

*Deficit je preraspodjela u vremenu, što znači da o njemu ne može odlučivati dio danas mladih ili nerođenih građana koji će morati vraćati dug.*

Fiskalna se pravila mogu pojaviti u tri oblika. Svi oblici imaju neke prednosti i mane, a vidjet ćemo i zašto se Charles Wyplosz (2003) zauzima za fiskalni savjet mudraca. Dakle, modeli su:

1. Reakcijske funkcije ili pravila ponašanja (npr. postići primarni suficit nakon višegodišnjeg razdoblja rasta javnog duga).
2. Brojke (npr. fiskalni kriteriji iz Maastrichta, no poznata su i druga brojčana pravila kao npr. zamrzavanje nominalnih ili realnih ukupnih rashoda i sl.).
3. Savjet mudraca (Fiskalni odbor čiji je mandat uravnotežiti interese sadašnjih i budućih glasača kroz određivanje limita na deficit i javni dug na srednji rok u čije se okvire moraju uklopiti godišnji proračuni).

### *Reakcijske funkcije – pravila ponašanja*

Iz teorijskog smo modela vidjeli da je optimalna razina javnog duga neodređena, ali da se političko-ekonomska održivost može signalizirati ako se pokaže sposobnost za ostvarivanje primarnih viškova nakon produženih razdoblja rasta omjera javnog duga. Postoje vrlo sofisticirane ideje kako operacionalizirati takvu reakcijsku funkciju (Annicchiarico i Giammarioli, 2004). Sve se ideje te vrste svode na to da primarni deficit mora reagirati na promjenu omjera zaduženosti. Međutim, od tehničke je izvedbe puno važnija politička potpora. U tu je svrhu vrlo korisno pogledati pravila ponašanja riznice Njenog Veličanstva (eng. HM Treasury)<sup>12</sup>. Pravila ponašanja se zasnivaju na Zakonu o fiskalnoj odgovornosti. Taj Zakon ocrtava stazu fiskalne prilagodbe Velike Britanije do 2016.<sup>13</sup> Staza se sastoji od ovih pravila:

*Sve reakcijske funkcije svode se na to da primarni saldo mora reagirati na trend rasta omjera javnog duga i BDP-a.*

<sup>12</sup>[http://webarchive.nationalarchives.gov.uk/+/http://www.hm-treasury.gov.uk/fiscal\\_responsibility\\_bill.htm](http://webarchive.nationalarchives.gov.uk/+/http://www.hm-treasury.gov.uk/fiscal_responsibility_bill.htm)

<sup>13</sup> Primijetite u ovom primjeru što znači reputacija i zbog čega tržišni sudionici i dalje, unatoč vrlo lošim brojkama, vjeruju riznici Njenog Veličanstva. Njihovi su eksperti

- U svakoj godini od 2011. do 2016. neto posudbe javnog sektora iskazane u % BDP-a moraju biti manje nego prethodne godine (što de facto znači da se ukupni deficit kao % BDP-a mora smanjivati najmanje šest godina zaredom).
- Deficit iskazan kao % BDP-a mora se najmanje prepoloviti do 2014. u odnosu na 2010. godinu.

Britanski zakon o fiskalnoj odgovornosti veoma je određen u pogledu brojčane definicije staze prilagodbe jer su drugi elementi fiskalnog okvira dani ostalim propisima. Utoliko se britanski model može smatrati kombinacijom prvog i drugog modela (model reakcijske funkcije + pravila u brojkama). Velika Britanija osim toga ima Zakon o fiskalnoj stabilnosti (koji se trenutačno usklađuje sa Zakonom o fiskalnoj odgovornosti). Zakon o fiskalnoj stabilnosti određuje temeljna načela fiskalnog upravljanja (razvidnost, stabilnost, odgovornost, pravednost i efikasnost) gdje pojam odgovornosti eksplicite definira odgovornost za dugoročno održivu fiskalnu poziciju.

Velika Britanija je zanimljiv primjer i zbog brzine kojom se u njoj vodi fiskalna politika. Godine 2007. i 2008. vlada Gordona Browna ušla je u snažnu fiskalnu ekspanziju spašavajući banke i smanjujući poreze. Već 2009. ocijenjena je neodrživost trendova, doneseni su novi zakoni, okviri i pravila, a nakon poraza laburista na izborima nova vladajuća garnitura najavljuje kraj „ere obilja“ u javnim financijama i najavljuje „novu eru suše“. Stoga ne treba čuditi što izborni pobjednici još jače revidiraju fiskalna pravila u odnosu na ono što su već učinili laburisti prije njih. Sposobnost za radikalne i nagle političke zaokrete u fiskalnoj politici obilježje je prilagodljivih sustava kojima tržišta vjeruju.

Zanimljiv je i primjer Novog Zelanda. Tamošnji Zakon o javnim financijama i Zakon o fiskalnoj odgovornosti sadrže općenite odredbe o obvezi iskazivanja fiskalnih namjera, strategijama, informiranju, izvještavanju i sl. Najzanimljivije je da zakonski okvir obvezuje vladu da najmanje svake četiri godine izradi projekciju dugoročne fiskalne pozicije Novog Zelanda s vremenskom perspektivom od minimalno 40 godina. Pretpostavka je da će takvi dugoročni pogledi osvijestiti dugoročne rizike kratkoročnih poteza i osigurati održivost fiskalne politike u dugom roku.

### Brojke

Tamo gdje u politici prevladava nespремnost da se jasno i brzo zauzme političko stajalište (npr. ekspanzivna ili restriktivna fiskalna politika), odnosno, gdje vlada spremnost za vođenje bilo koje politike koja se u danom trenutku učini oportunom, pravila iskazana u brojkama mogu se činiti dobrim rješenjima. Brojčana su pravila također dobra kada se želi poslati snažan politički signal: brojke omogućavaju fokusiranje politike i

*Jednostavna su brojčana pravila, poput onih iz Maastrichta - varljiva.*

---

dijagnosticirali stanje, napravili izračune, sastavili prijedlog zakonskog okvira temeljem izračuna, vlada je prijedlog usvojila i Parlament je usvojio taj prijedlog.

transparentnu kontrolu ostvarenja. Međutim, fiskalna pravila u brojkama pate od nekoliko ozbiljnih nedostataka:

- Mogu se uvesti bez obzira na stvarnu kvalitetu fiskalnog političkog procesa čime se može stvoriti iluzija o fiskalnoj razboritosti, a da stvarno unaprijeđenje fiskalnog političkog procesa pritom padne u drugi plan.
- Brojke su rigidne i veoma je teško unaprijed znati jesu li dobro odabrane (optimalne), a kasnije ih je teško mijenjati.
- Brojke su podložne kritici s gledišta neusuglašenosti s fundamentalnom političkom logikom (kako vlast koja ne želi ili ne može poštivati pravila može sebe ograničiti pravilima)?

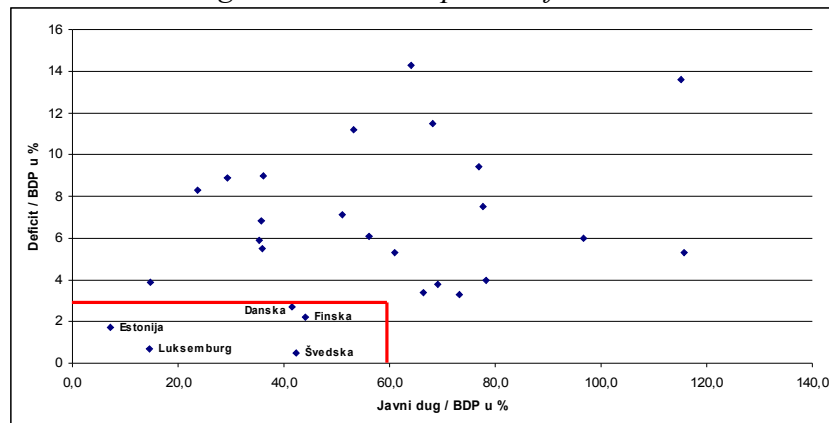
Fiskalna pravila iz Maastrichta dobar su primjer ovih slabosti. Proizvedena su „na silu“, samo zahvaljujući prevladavajućem političkom i ekonomskom uvjerenju da se fiskalne politike moraju nekako koordinirati da bi monetarna unija bila održiva.<sup>14</sup> Fiskalni kriterij javnog duga od 60% BDP-a puka je povijesna slučajnost – to je prosječni omjer javnog duga u zemljama EU u trenutku sastavljanja teksta Sporazuma iz Maastrichta (Wyplosz, 2003).

Od početka su postojale kritike ovih kriterija koje su ukazivale na njihovu neodrživost zbog pretjerane rigidnosti (Buitier, Corsetti i Roubini, 1992). Te se kritike iz današnje perspektive ne čine relevantnima jer je upravo nepoštivanje limita iz Maastrichta dovelo do najveće fiskalne krize u Europi. Stoga su relevantnije druge dvije kritike. Prvo, fiskalna pravila iz Maastrichta uvedena su bez obzira na kvalitetu fiskalnog političkog procesa u EU. Štoviše, pravila su trebala poslužiti kao katalizator početka političkog procesa usuglašavanja fiskalnih politika, što se nije dogodilo. Međutim pravilima je stvorena iluzija o fiskalnoj razboritosti koja je „uspavala“ instinkte tržišnih sudionika i u konačnici proizvela preveliku sličnost premija rizika zemalja članica bez obzira na veliku različitost njihovih fiskalnih politika. Kada su tržišni sudionici uzeli u obzir činjenicu da pravila ne funkcioniraju, nastala je aktualna kriza. Drugo, slučaj s pravilima iz Maastrichta pokazuje dominantnu snagu političke logike - vidjeli smo kako su Njemačka i Francuska nakon samo pet godina članstva u zoni prekršile odredbe sporazuma i omjere javnog duga udaljile od limita . U ovoj je krizi postalo očito da ta pravila više ničemu ne služe, a vlade su bile prisiljene na fiskalne prilagodbe tek kad je započela reakcija tržišta odnosno nagli rast premija rizika. Slika 9. pokazuje da samo 5 članica EU, od čega su samo dvije u Eurozoni, trenutačno poštuju fiskalne kriterije iz Maastrichta.

---

<sup>14</sup> Raspravu o vezi između monetarnih unija i fiskalnih pravila vidjeti u: Šonje (2010).

Slika 9. Javni dug u % BDP-a naspram deficita u % BDP-a 2009.



Izvor: Eurostat.

*Samo pet članica EU, od kojih su samo dvije u EMU, trenutano poštuju pravila iz Maastrichta.*

### Savjet mudraca – fiskalni odbor

Prema Wyploszu (2003), jedino što možemo zaključiti jest da država mora imati „umjeren“ javni dug. Problem je što nitko ne zna točno što znači „umjeren“: „Jednostavno, moramo se osloniti na dobru prosudbu o tome što je poželjna razina javnog duga za neku zemlju u danom povijesnom trenutku. „Prosudba“ je ključna riječ ovdje. Ona znači da ljudsko promišljanje, vođeno jasnim načelima, predstavlja superiornu alternativu ograničavajućim pravilima izgrađenim oko neizbježno arbitrarnih brojki. Zahtjev je da te prosudbe obavljaju razumni ljudi, slobodni od političkog ili bilo kakvog drugog pritiska.“ (Wyplosz, 2003). Konkretno, fiskalni bi odbor mudraca djelovao poput odbora guvernera središnje banke i određivao okvir za kretanje deficita u srednjem roku (kroz to bi indirektno određivao razinu javnog duga). Posao bi vlade bio da u tom okviru odredi strukturu prihoda, rashoda i metode financiranja deficita. Na prigovor da je riječ o tehnokratskom i antidemokratskom rješenju, Wyplosz odgovara već spomenutim argumentom zaštite intertemporalnih obilježja demokracije (fiskalni „mudraci“ kao zastupnici interesa budućih glasača).

*Fiskalni odbor gdje sjede stručnjaci koji zastupaju i interes budućih naraštaja određuje limit deficita koji vlada mora poštivati.*

U konačnici je upitno koliko se tri vrste pravila međusobno razlikuju. I u modelu reakcijske funkcije i u modelu odbora fiskalnih mudraca krajnji je proizvod broj, kojeg izvršna vlast mora poštovati. Pravo pitanje stoga glasi: kako dolazimo do toga broja kada ad hoc dogovorena brojčana pravila, poput fiskalnih pravila iz Maastrichta, često zakazuju?

U svjetlu ovog problema upitna je i perspektiva najnovijeg njemačkog pravila. Njemačka je, u želji da ostane stožerna država EU koja svojom razboritom fiskalnom politikom jamči stabilnost, prošle godine donijela ustavni zakon kojim se od 2016. zabranjuje federalni deficit veći od 0,35% BDP-a, a od 2020. proračunima nižih razina vlasti zabranjuje se bilo kakav deficit. Iako je zakon u vrlo dugom roku besmislen (jer omjer duga konvergira apsurdno niskim razinama), u ovom ga trenutku treba shvatiti kao rješenje koje bi Europi moglo donijeti fiskalnu stabilizaciju – kroz izravnu stabilizacijsku ulogu njemačkog fiskusa i kroz neizravni

signal drugim zemljama EU da oponašaju Njemačku na putu izlaska iz ove krize.

Fiskalna povijest je povijest eksperimenata. Budućnost je inherentno nepredvidiva, a posebno su nepredvidivi politički procesi. Stoga će svaka država i svaka unija eksperimentirati s raznim oblicima pravila i kroz to učiti. Otvoreno je pitanje vode li ti procesi poboljšanju društvenog blagostanja u dugom roku.

Kako se Hrvatska do sada odnosila prema fiskalnim pravilima? Hrvatska nikada nije imala makroekonomska fiskalna pravila. Međutim, Hrvatska ima zakon koji obvezuje Ministarstvo financija na donošenje trogodišnjeg fiskalnog okvira, što se očituje vladinim prihvaćanjem „Smjernica ekonomske i fiskalne politike“ najesen svake godine. Problem je što okviri za godine  $t+1$  i  $t+2$  doneseni u planskoj godini  $t-1$  nisu obvezujući, pa kad godina  $t+1$  postane godina  $t$  nastaju velike razlike između proračunskih planova (kao da prethodni trogodišnji proračun nije ni postojao).

Iako trogodišnji fiskalni limiti nisu bili vjerodostojni, očekivanje ulaska u EU odigralo je korisnu ulogu (kao i za europske države izvan Eurozone o čemu smo raspravili u prvom poglavlju). Neizravno je „centriralo“ vladu na poštivanje fiskalnih limita iz Maastrichta. To nije bilo teško u godinama kada su eksterni faktori potpomogli ubrzanje gospodarskog rasta i smanjenje prinosa na državne obveznice. Sada, međutim, kada se primarni deficit i javni dug nalaze na neodrživoj putanji, a fiskalna su pravila iz Maastrichta izgubila svaki kredibilitet, nameće se pitanje koja su to pravila koja će Hrvatskoj pomoći u vraćanju na održivu fiskalnu stazu? Ekonomski program vlade Jadranke Kosor spominje donošenje zakona o fiskalnoj odgovornosti, no otvoreno je pitanje sadržaja toga zakona i izračuna limitirajućih brojki koje bi iz njega eventualno mogle proizaći. Ova rasprava pokazuje da je riječ o vrlo složenome pitanju. Rješenje traži dobro promišljanje i čvrstu političku potporu za fiskalnu stabilnost, po mogućnosti što šireg političkog spektra, uključujući i oporbu. Samo se na taj način može doći do provedivih i razumnih pravila. Stoga sa zakonom o fiskalnoj odgovornosti ne treba žuriti jer je velika vjerojatnost da će u tom slučaju samo forma biti zadovoljena, a da će svaka nova vlada mijenjati zakon onako kako joj bude odgovaralo.

### III. Demografski trendovi – starenje stanovništva

Ne postoji niti jedno područje na kojem je Wyploszeva (2003) primjedba o intertemporalnoj pogrešci demokracije zbog diktature sadašnjih nad budućim glasačima toliko vidljiva, kao kada je riječ o problemu starenja stanovništva. Problem nastaje zbog toga što današnji porezni obveznici, u ime jednosmjerno definirane međugeneracijske solidarnosti (od mladih k starijima), financiraju mirovinska i povezana zdravstvena prava u kojima sami, zbog starenja stanovništva, neće moći besplatno uživati kad ostare. Jednosmjerno definirana međugeneracijska solidarnost prikriva i neke dublje nepravde kao što je preraspodjela od siromašnih k bogatima u tzv. „pay-as-you-go“ (PAYG) sustavu (tzv. prvi stup mirovinskog osiguranja). Naime, osobe kraćeg životnog vijeka, a to su u pravilu slabije obrazovani i lošije plaćeni radnici, ili ne dožive umirovljenje, ili u mirovini provedu razmjerno kratko razdoblje jer im je očekivani životni vijek kraći u usporedbi s bolje obrazovanim i plaćenim radnicima (Drouhin, 2001. prema: Hachon, 2008.).

Naposljetku, starenje umanjuje sposobnost društva da povećava produktivnost pa sa starenjem dolazi do smanjenja stope dugoročnog ekonomskog rasta. Ako je uz to vezan i problem deficita mirovinskog sustava, premije rizika na državne obveznice mogle bi dugoročno rasti.

Stoga je očito da se problem starenja može prevesti u pitanje održivosti javnog duga. Uz nepromijenjena mirovinska prava i uz nepromijenjenu strukturu proračuna i stope doprinosa, neizbježan je stalan rast deficita i duga u budućnosti. To nije održiva fiskalna staza, pa se postavlja pitanje koliko bi trebao iznositi primarni fiskalni saldo da bi se putanja duga stabilizirala u budućnosti?

MMF-ove (2010.b) su procjene za razvijene zemlje dramatične. Ako bi razvijene zemlje 2030. željele imati omjer javnog duga jednak 60% BDP-a, one bi od 2020. do 2030. morale postići strukturni fiskalni saldo za 8 postotaka BDP-a veći od trenutnog. A to znači da bi se strukturni fiskalni saldo morao poboljšavati za gotovo 1 postotni bod godišnje od sada do 2020. To bi se trebalo dogoditi u razdoblju u kojem se može očekivati pritisak na daljnji rast deficita mirovinskog i zdravstvenog sustava reda veličine 4%-5% BDP-a zbog starenja stanovništva. Kako se fiskalna prilagodba koju zahtijeva postizanje primarnog salda za 8 postotnih bodova BDP-a boljeg od sadašnjeg u uvjetima starenja stanovništva ne čini politički izvedivom, izračun upućuje na zaključak da bi problem fiskalne održivosti mogao postati permanentan problem u razvijenim zemljama. A to znači da bi premije rizika u prosjeku mogle trajno narasti, dok bi povremene fiskalne krize mogle potresati pojedine zemlje koje zakasne s poduzimanjem potrebnih mjera (kao što je sada slučaj sa zemljama Južne Europe).

Prema MMF-u (2010.b), najugroženije države zbog kombiniranog učinka starenja i inicijalne fiskalne pozicije su: Irska, Španjolska, Portugal,

*Starenje stanovništva otvara dramatična pitanja preraspodjele u vremenu i zahtijeva puno dublje promišljanje pojma međugeneracijske solidarnosti od onog uobičajenog.*

*Uz nepromijenjena mirovinska prava i uz nepromijenjenu strukturu proračuna i stope doprinosa, neizbježan je stalan rast deficita i duga u budućnosti.*

Francuska, SAD, Velika Britanija i Nizozemska. Fondove simulacije pokazuju da u tim zemljama niti zamrzavanje realnih fiskalnih izdataka na per capita bazi nije dovoljno za potrebnu fiskalnu prilagodbu. S druge strane, za zemlje u razvoju potrebna bi prilagodba mogla iznositi bitno manjih, oko 3% BDP-a, zahvaljujući povoljnijim demografskim trendovima. To se, naravno, ne odnosi na Hrvatsku i Srednju Europu koje su zahvaćene starenjem kao i razvijene zemlje.

Problem starenja stanovništva već je duže vrijeme evidentan u razvijenim zemljama pa je većina vlada krenula u reforme PAYG mirovinskih sustava (MMF, 2010.b). Demografske su projekcije više nego uvjerljive. Izvještaj o starenju Europske Komisije (2009) predviđa da će prosječna starost stanovnika EU narasti s 40,4 godine 2008. na 47,9 godina 2060. te da će se očekivano trajanje života povećati sa 76 na 84,5 godina za muškarce i s 82,1 na 89 godina za žene. Zbog toga će omjer starosne zavisnosti (broj osoba u radnoj dobi u odnosu na broj osoba starijih od 65) pasti s 4 na 2. Smanjeni fiskalni kapaciteti utjecat će na povećanje stope aktivnosti (udjel osoba dobne skupine 15-64 koje su radna snaga) sa sadašnjih 70,6% na 74,1% 2060. Međutim rad sve starijih osoba neće pogodovati rastu produktivnosti. Dugoročna će se stopa rasta BDP-a spustiti na samo 1,3% nakon 2040. U takvim uvjetima mirovinski sustavi jednostavno ne mogu opstati bez reformi.

Prvi stup međugeneracijske solidarnosti može se reformirati samo pomoću tri mjere: (a) povećanjem starosne granice odlaska u mirovinu, (b) smanjenjem mirovinskih prava, (c) povećanjem doprinosa. MMF preporuča povećanje starosne granice odlaska u mirovinu za dvije godine, čime bi se trebalo kompenzirati očekivano povećanje trajanja života do godine 2030. Produženje starosne granice za dvije godine ekvivalentno je povećanju stope doprinosa za 2 postotna boda. Kako se većina razvijenih zemalja nalazi na gornjem pragu poreznog opterećenja (daljnje povećanje direktnih poreza/doprinosa dodatno bi ugrozilo ionako načetu konkurentnost), produženje starosne granice očito je preferirana opcija.

*Mirovinski sustavi kakve danas poznajemo ne mogu opstati bez dubokih reformi. Tržišni sudionici znaju za to pa počinje razdoblje u kojem će informacije o mirovinskim sustavima sve jače utjecati na cijene državnih obveznica.*

Međutim, zemlje koje su suočene s posebno teškim problemom starenja i neodrživosti mirovinskih sustava ne mogu riješiti problem samo pomicanjem starosne granice. Japan, Koreja i Švedska kombinirali su ove mjere sa smanjenjem mirovinskih prava (cca. 20% kroz 20 godina) i povećanjem doprinosa (Japan). Francuska je na zanimljiv način kombinirala povećanje doprinosa s uvođenjem formule koja veže starosnu granicu uz očekivano trajanje života (MMF, 2010.b).

S gledišta aktualne fiskalne krize u Europi, nameće se ključno pitanje: vidimo li u najnovijim događajima na tržištima obveznica tragove promjene ponašanja investitora koji počinju oštrije „kažnjavati“ države koje iz kratkoročnih političkih razloga zanemaruju posljedice dugoročnog demografskog pitanja? Prerano je za zaključivanje o tome jer nemamo mogućnost u promjenama premija rizika identificirati dio koji se objašnjava aktualnom neodrživošću fiskalne politike naspram dijela koji je povezan s neodrživošću uzrokovanom dugoročnim problemom

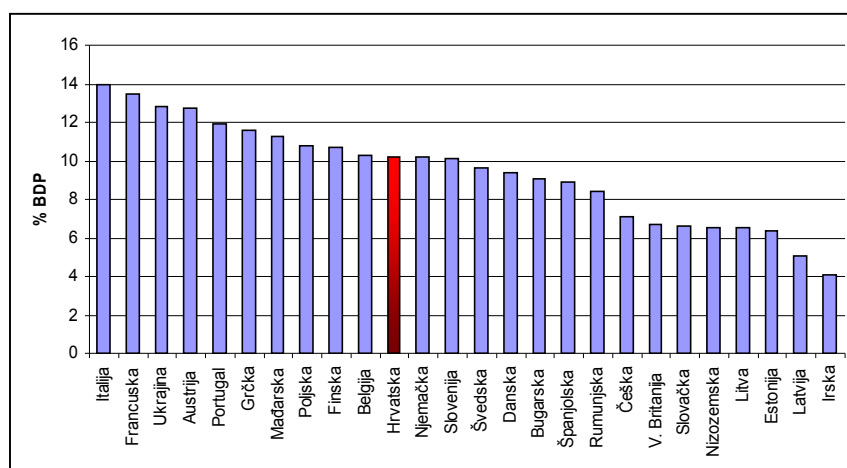
starenja. Činjenica je, međutim, da su analize mirovinskog sustava ukazivale na to da je najveći mirovinski problem u dugom roku lociran upravo u Grčkoj. Sličan problem kao u Grčkoj (povećanje mirovinskih izdataka u odnosu na BDP za 5-6 postotnih bodova do 2030.) registriran je još samo u Ukrajini (MMF, 2010.b: str. 64). S druge strane, Velika Britanija i Francuska su - na tragu već spomenute veće fiskalne reputacije i odgovornosti - ranim korekcijama u mirovinskom sustavu smanjile dugoročna opterećenja sustava, što je možda doprinijelo nešto „blažem“ pogledu tržišnih sudionika na njihove trenutne fiskalne deficite. U svakom slučaju, ne možemo odbaciti mogućnost da je ovo prva kriza u kojoj tržišta počinju – ma kako nepotpuno, ugrađivati informacije o dugoročnim posljedicama demografskih trendova u cijene obveznica.

Kakva je pozicija Hrvatske u pogledu demografskog problema? Zbog vrlo stare populacije i niske stope aktivnosti, deficit mirovinskog sustava u postotku BDP-a u prošlom se desetljeću kretao između visokih 4% i 5%. Prosjek u zemljama Srednje i Istočne Europe iznosi oko 1%. Prema proračunu za 2010. očekivani deficit mirovinskog sustava iznosi 4,3% BDP-a i na tragu je otprije poznatih brojki, premda treba naglasiti da bi lošija naplata mirovinskih doprinosa povezana s većim padom broja zaposlenih od očekivanog, mogla dovesti do još većeg mirovinskog deficita. Deficit se pokazuje vrlo rigidnim, iako omjer prosječne mirovine prema prosječnoj plaći kontinuirano pada.

Slika 10. pokazuje da se ukupni izdatci za mirovine u Hrvatskoj kreću iznad europskoga prosjeka i prosjeka za tranzicijske zemlje. S izdatcima na razini od 10,2% BDP-a Hrvatska je najbližnja Njemačkoj i Belgiji, a veći omjer od tranzicijskih zemalja imaju samo Ukrajina (demografski i institucionalni razlozi) te Mađarska i Poljska.

*Udjel proračunskih izdataka za mirovine u % BDP-a u Hrvatskoj je sličan kao u Belgiji i Njemačkoj.*

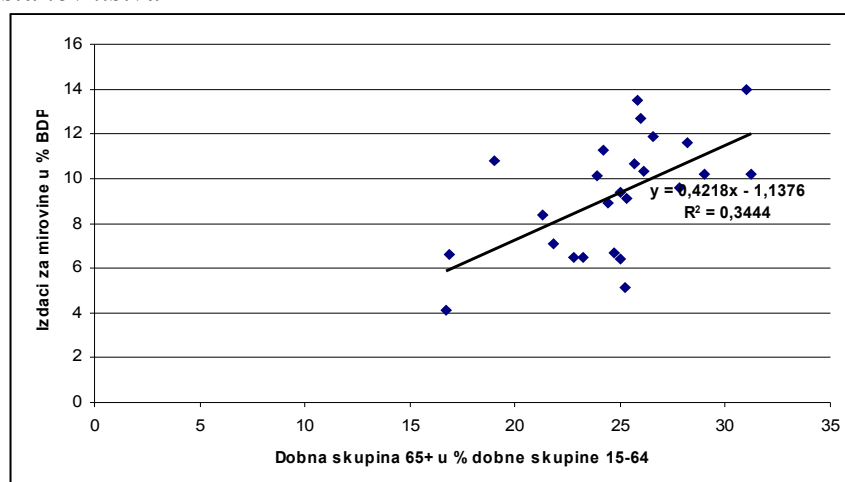
Slika 10. Proračunski izdatci za mirovine u % BDP-a 2010.



Izvor: Za Hrvatsku „Obrazloženje državnog proračuna ... za 2010. godinu ...“, [www.mfin.hr](http://www.mfin.hr) i izračuni Arhivanalitike. Za ostale zemlje: MMF (2010.b: str. 64.).



Slika 11. Veza između proračunskih izdataka za mirovine i starosti stanovništva



*Starenje populacije dovodi do rasta udjela mirovinskih izdataka u BDP-u.*

Izvor: Za demografske podatke za Europske zemlje „The 2009 Aging Report“ Europske Komisije, str. 47. Za podatke o mirovinskim izdatcima MMF (2010.b: str. 64. Za demografske podatke za Hrvatsku Mrđen (2004: str. 74), izračunato interpolacijom na temelju podataka za 2001. i 2016. godinu. Podatci o mirovinskim izdatcima kao za sliku 10.

Slika 11. pokazuje vezu između proračunskih izdataka za mirovine u % BDP-a i starosti stanovništva za odabrane europske zemlje. Starost stanovništva je mjerena kao omjer broja stanovnika u velikoj starosnoj skupini 65+ u odnosu na broj stanovnika u velikoj starosnoj skupini 15-64, i ona očito ima pozitivan utjecaj na udjel mirovinskih izdataka u BDP-u.

Relacija koja je prikazana na slici 11. može se koristiti za ilustraciju problema koji bi nastupili u PAYG mirovinskim sustavima kada se ništa ne bi promijenilo. Uvrštenjem omjera dobnih skupina ( $65+/(15-64)$ ) za 2030. u gornju jednadžbu dobila bi se prva aproksimacija mirovinskih izdataka uz pretpostavku nepromijenjenog mirovinskog sustava i nepromijenjenih parametara ekonomske strukture. Očekivano starenje stanovništva do 2030. u Europi i Hrvatskoj uistinu je dramatično; prikazano je na kraju priloga na kraju rada. Hrvatska bi uz Njemačku, Finsku i Nizozemsku mogla doživjeti najveće pogoršanje starosnog omjera dobnih skupina (s 29% na 45,6%) i shodno tome, najveće povećanje fiskalnog opterećenja mirovina u iznosu od 8% BDP-a (godišnje). To znači da bi mirovinski izdatci oko 2030. u Hrvatskoj mogli narasti na oko 18% BDP-a ako se ništa drugo ne bi promijenilo.

To se vrlo vjerojatno neće dogoditi jer je mirovinska reforma započela upravo s ciljem da se to drugo promijeni (parametri mirovinskog sustava). Međutim, mirovinska je reforma samo djelomično provedena. Stopa izdvajanja za drugi stup ostala je preniska, a u međuvremenu je mirovinskim dodatcima poboljšan status umirovljenika u I. stupu, dok su umirovljenici u II. stupu diskriminirani, tj. izuzeti od bilo kakvih dodataka. Kad su prve osobe otišle u mirovinu iz kombiniranog I. i II. stupa, kalkulacije su pokazale da bi one imale veću mirovinu da su ostale u I. stupu (to su osobe iz naraštaja koji je u trenutku počinjanja

mirovinske reforme imao 40-50 godina te je mogao birati želi li ući (i) u II. stup mirovinskog osiguranja). Tada su se mogle čuti spekulacije o tome da je za to „kriv“ drugi stup (spominjala su se loša ulaganja, visoke naknade, kriva koncepcija reforme i sl.), pa je bivši premijer u jednom trenutku čak najavio regresiju mirovinske reforme. Međutim, radilo se o tome da su osobe o kojima je riječ napravile loš osobni odabir odlučivši se za II. stup, jer je trenutak za odlazak u mirovinu bio loš (relativno mali prinosi i kratko razdoblje kapitalizacije mirovinske štednje). K tome, vlada je uvođenjem mirovinskih dodataka samo za one koji su ostali u I. stupu napravila korak unatrag, dodatno opteretila proračun, tj. I. stup, diskriminirala umirovljenike II. stupa i bitno odgodila trenutak u kojem će kombinirana mirovina iz I. i II. stupa biti veća od mirovine iz I. stupa.

U Hrvatskoj trenutačno ne postoje objavljene ažurirane simulacije mirovinskih izdataka do 2030. koje bi uzele u obzir demografske i ekonomske trendove i moguće promjene parametara sustava, kao i sve promjene koje su napravljene u mirovinskom sustavu u prošlom desetljeću. Zbog toga samo znamo da je problem velik, ali ne znamo koliko. Toga su očigledno svjesni u Vladi jer nedavno objavljeni ekonomski program vlade Jadranke Kosor sadrži relativno velik broj mjera koje se odnose na mirovinski sustav (Vlada RH, 2010: str. 26.):

- Revizija mirovina stečenih po posebnim uvjetima.
- Usklađivanje zakonske dobi za odlazak u prijevremenu i redovnu mirovinu.
- Destimulacija prijevremenog umirovljenja.
- Postupni porast doprinosa za drugi stup mirovinskog osiguranja.
- Smanjenje naknada u drugom stupu i porezni poticaji poslodavcima za uplate radnicima u treći stup mirovinskog osiguranja.

U nedostatku dugoročnih simulacija i konkretnih numeričkih karakteristika pojedinih mjera, ne možemo nagađati o tome što ove mjere u konačnici znače za dugoročnu stabilizaciju mirovinskog sustava. Tome će se u budućnosti morati posvetiti još veća pozornost na osnovi konkretnijih simulacija jer će za ovu temu rasti interes i javnosti i kreditora.

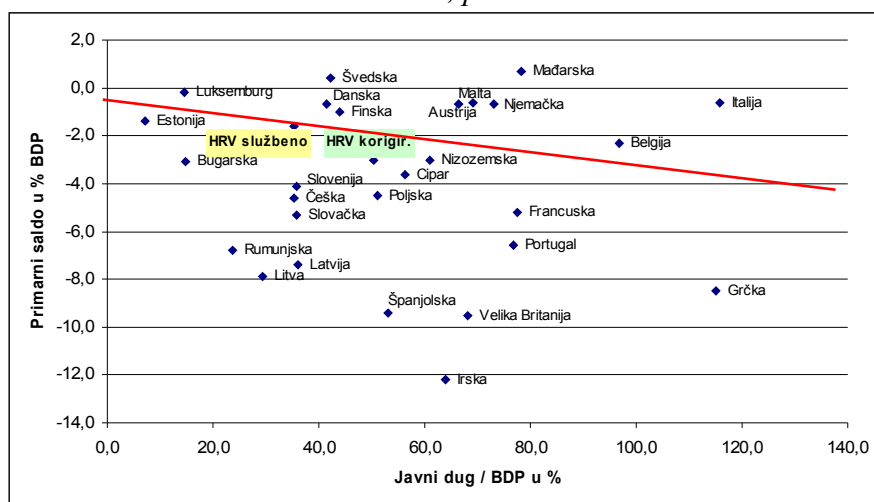
*Ne postoji način da kvantitativno analiziramo i ocijenimo učinke koje će u mirovinskom sustavu imati mjere koje je najavila Vlada.*

#### IV. Umjesto zaključka: o Hrvatskoj

Zaključno rezimiramo glavne nalaze o trenutačnoj fiskalnoj situaciji u Hrvatskoj:

- *Kratkoročna fiskalna pozicija ne izgleda loše u komparativnoj europskoj perspektivi (koja sama po sebi izgleda vrlo loše).*

Slika 12: Kao slika 5. s Hrvatskom, podatci za 2009.



Izvor: kao slika 5., za Hrvatsku: preliminarni izvještaj o proračunu za 2009., [www.vlada.hr](http://www.vlada.hr)

Hrvatska nema tehnički održivu fiskalnu poziciju, no ona se nalazi u gornjem razredu europskih država prema kriteriju fiskalne održivosti. Najveći problem su nedovoljno vjerodostojne fiskalne statistike, no i uz vrlo konzervativne podatkovne reklasifikacije o kojima je bilo riječi ranije u radu, Hrvatska je daleko od država koje se spominju kao „slučajevi“. Dodatni argumenti u prilog optimističnom zaključku o komparativno solidnoj poziciji Hrvatske su: (i) fiskalna održivost je konzervativno mjerena prema podacima s dna poslovnog ciklusa (strukturni primarni saldo 2009. bolji je od prikazanog na slici) i (ii) analiza valutne strukture javnog duga ne ukazuje na dramatičnu izloženost javnog sektora valutnom riziku.

Međutim postoje jaki kontraargumenti koji ukazuju na to da je krajnje vrijeme za puno ozbiljniji zaokret u fiskalnoj politici. Prvo, cijela Europa ima fiskalnih problema te ovo nije dobar okvir za usporedbu. Ne bi nas trebalo zadovoljiti to što se čvrsto držimo na brodu koji tone i na kojem ima putnika s puno većim iskustvom u spašavanju od nas. Drugo, održivi je omjer javnog duga i BDP-a u zemljama u razvoju za oko 20 postotnih bodova niži nego u razvijenim zemljama i investitori ocjenjuju fiskalnu održivost upravo prema podacima s dna poslovnog ciklusa (jer žele osigurati da će se njihova potraživanja od država moći naplatiti i u

najtežoj krizi). Mađarska je preko noći, radi samo jedne nepromišljene izjave, postala zemlja-„slučaj“ unatoč komparativno solidnoj fiskalnoj poziciji. Treće, prema mnogim studijama održivi se omjer javnog duga za zemlje poput Hrvatske kreće između 40% i 50%, što znači da Hrvatska zbog vrlo brzog rasta omjera (koji je tipičan za gotovo sve europske zemlje) sada prestiže taj prag ako se u obračun javnog duga uračuna šire definirani državni sektor. Četvrto, Hrvatska nema dobru fiskalnu reputaciju. Peto, od svih prikazanih zemalja na slici, Hrvatska ima jedan od najvećih problema s deficitom mirovinskoga sustava jer već sada ima jednu od najstarijih populacija u Europi koja veoma brzo dalje stari. Težina kontraargumenata ukazuje na to da se Hrvatska ne može zadovoljiti trenutnom pozicijom nego treba hitno i dugoročno težiti primarnom fiskalnom suficitu tj. stabilizaciji pa smanjenju omjera javnog duga.

- *Zemlje s veoma lošom trenutačnom pozicijom poput Velike Britanije ne moraju biti na sigurnom putu u fiskalnu krizu ako imaju jaku političku tradiciju i kulturu fiskalne odgovornosti. Hrvatska se ne ubraja u takve slučajeve.*

Za razliku od Estonije, Slovenije ili – u posljednje dvije godine – Mađarske, Hrvatska nije u dovoljnoj mjeri počela izgrađivati političku tradiciju fiskalne odgovornosti. Politička tradicija fiskalne odgovornosti znači da su se glavni društveni akteri u stanju relativno brzo usuglasiti oko dijagnoze fiskalnoga stanja i približno – eksplicitno ili implicitno, dogovoriti o potrebnim fiskalnim korekcijama, tj. podjeli tereta fiskalne stabilizacije. Iako je nakon 2004. u Hrvatskoj došlo do određene fiskalne korekcije, potvrdilo se da u dobrim vremenima politički apetiti rastu i svi vjeruju da će rast trajati vječno (sindrom „*Ovaj put je drugačije*“ (Reinhart i Rogoff, 2009)). Hrvatska je, za razliku od nekoliko srednjoeuropskih država, zadržala primarne deficite i u najpovoljnijim dijelovima prošlog poslovnog ciklusa, te je na taj način propustila poslati signal da je fiskalno vjerodostojna država koja je sposobna voditi restriktivnu fiskalnu politiku kada je to najpotrebnije.

Zbog toga treba razmišljati o uvođenju makroekonomskih fiskalnih pravila zakonskom regulacijom fiskalne odgovornosti, kako je i predviđeno vladinim programom. Dosadašnja rudimentarna i neobvezujuća pravila u vidu trogodišnjih fiskalnih limita nisu se pokazala dovoljnima. S eksplicitnim brojčanim pravilima, poput onih iz Maastrichta, također treba biti oprezan jer su rigidna i nemoguće je unaprijed znati jesu li optimalna. Svako dobro fiskalno pravilo osigurava korekciju primarnog fiskalnog salda kad se jasno profilira dugoročni trend rasta javnog duga, no najteže je odgovoriti na pitanje kolika mora biti ta prilagodba. Na odgovor na to pitanje utječu brojni parametri: dugoročni rast, dugoročni prinosi na obveznice, karakteristike mirovinskog sustava i demografski trendovi itd.

- *Hrvatska ima izdašan mirovinski sustav (u relativnom iskazu najsličniji njemačkom i belgijskom) s iznimno velikim deficitom koji se kreće između 4% i 5% BDP-a i populaciju koja ubrzano stari. Započeta mirovinska reforma stala je na pola puta i Hrvatska s otvorenim mirovinskim pitanjem ulazi u dugoročno razdoblje u kojem će kreditori s pojačanom pozornosti motriti upravo na taj problem. Za očekivati je da će premije rizika u prinosima državnih obveznica postupno u budućnosti divergirati, zavisno o tome kako će pojedine zemlje rješavati taj problem.*

Zbog toga Hrvatska mora odmah promijeniti regulacijski okvir fiskalne politike – uvesti obvezujuća fiskalna pravila, pravilima i povećanom transparentnošću smanjiti neizvjesnost vođenja politike u srednjem i dugom roku te pokazati opredjeljenje i sposobnost za prijelaz u novu fazu u kojoj će do daljnjega ostvarivati primarne suficite.

## 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](http://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](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](http://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](http://www.imf.org)

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

Vlada Republike Hrvatske (2010): Program gospodarskog oporavka. Zagreb, travanj: Power Point prezentacija, [www.vlada.hr](http://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.htm](http://ec.europa.eu/economy_finance/sgp/deficit/countries/index_en.htm)<sup>15</sup>

[www.mfin.hr](http://www.mfin.hr)

---

<sup>15</sup> Stranica sadrži informacije o procedurama pokrenutima na temelju 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.-2009.**

% BDP-a	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	Prosjek 1999.-2009.
Eurozona	72.8	71.5	68.8	68.4	68.2	69.4	69.8	70.4	68.7	66.2	69.7	78.7	70.0
EU-27	66.4	65.8	61.9	61.0	60.4	61.8	62.2	62.7	61.4	58.8	61.6	73.6	62.8
Austrija	64.8	67.2	66.5	67.1	66.5	65.5	64.8	63.9	62.2	59.5	62.6	66.5	64.8
Belgija	117.4	113.7	107.9	106.6	103.5	98.5	94.2	92.1	88.1	84.2	89.8	96.7	97.8
Cipar	51.2	51.8	48.7	52.1	64.6	68.9	70.2	69.1	64.6	58.3	48.4	56.2	59.4
Finska	48.2	45.5	43.8	42.3	41.4	44.4	44.4	41.8	39.7	35.2	34.2	44.0	41.5
Francuska	59.4	58.9	57.3	56.9	58.8	62.9	64.9	66.4	63.7	63.8	67.5	77.6	63.5
Grčka	94.5	94.0	103.4	103.7	101.7	97.4	98.6	100.0	97.8	95.7	99.2	115.1	100.6
Irska	53.6	48.5	37.8	35.6	32.2	31.0	29.7	27.6	24.9	25.0	43.9	64.0	36.4
Italija	114.9	113.7	109.2	108.8	105.7	104.4	103.8	105.8	106.5	103.5	106.1	115.8	107.6
Luksemburg	7.1	6.4	6.2	6.3	6.3	6.1	6.3	6.1	6.5	6.7	13.7	14.5	7.7
Malta	53.4	57.1	55.9	62.1	60.1	69.3	72.1	70.2	63.7	61.9	63.7	69.1	64.1
Nizozemska	65.7	61.1	53.8	50.7	50.5	52.0	52.4	51.8	47.4	45.5	58.2	60.9	53.1
Njemačka	60.3	60.9	59.7	58.8	60.4	63.9	65.7	68.0	67.6	65.0	66.0	73.2	64.5
Portugal	52.1	51.4	50.5	52.9	55.6	56.9	58.3	63.6	64.7	63.6	66.3	76.8	60.1
Slovačka	34.5	47.9	50.3	48.9	43.4	42.4	41.5	34.2	30.5	29.3	27.7	35.7	39.3
Slovenija				26.8	28.0	27.5	27.2	27.0	26.7	23.4	22.6	35.9	27.2
Španjolska	64.1	62.3	59.3	55.5	52.5	48.7	46.2	43.0	39.6	36.2	39.7	53.2	48.7
Bugarska	79.6	79.3	74.3	67.3	53.6	45.9	37.9	29.2	22.7	18.2	14.1	14.8	41.6
Češka	15.0	16.4	18.5	24.9	28.2	29.8	30.1	29.7	29.4	29.0	30.0	35.4	27.4
Danska	60.8	57.4	51.5	48.7	48.3	45.8	44.5	37.1	32.1	27.4	34.2	41.6	42.6
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	5.2
Latvija	9.6	12.5	12.3	14.0	13.5	14.6	14.9	12.4	10.7	9.0	19.5	36.1	15.4
Litva	16.6	22.8	23.7	23.1	22.3	21.1	19.4	18.4	18.0	16.9	15.6	29.3	21.0
Mađarska	59.9	59.8	55.0	52.0	55.6	58.4	59.1	61.8	65.6	65.9	72.9	78.3	62.2
Poljska	38.9	39.6	36.8	37.6	42.2	47.1	45.7	47.1	47.7	45.0	47.2	51.0	44.3
Rumunjska	16.6	21.7	22.5	25.7	24.9	21.5	18.7	15.8	12.4	12.6	13.3	23.7	19.3
Švedska	69.1	64.8	53.6	54.4	52.6	52.3	51.3	51.0	45.7	40.8	38.3	42.3	49.7
Velika Britanija	46.7	43.7	41.0	37.7	37.5	38.7	40.6	42.2	43.5	44.7	52.0	68.1	44.5

Izvor: Eurostat



**TABLICA B: OMJER PRIMARNOG SALDA PRORAČUNA OPĆE DRŽAVE I BDP-a U EUROPI 1998.-2009.**

% BDP	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	Prosjek 1999. 2009.
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	1.1
EU-27			4.2	2.0	0.6	-0.1	-0.1	0.3	1.2	1.9	0.5	-4.2	0.6
Austrija	1.2	1.1	1.8	3.4	2.5	1.5	-1.5	1.3	1.3	2.3	2.1	-0.7	1.4
Belgija	6.4	6.2	6.5	6.8	5.6	5.2	4.4	1.5	4.2	3.6	2.6	-2.3	4.0
Cipar	-1.1	-1.3	1.0	1.1	-1.2	-3.1	-0.8	1.1	2.1	6.4	3.7	-3.6	0.5
Finska	5.1	4.6	9.7	7.6	6.2	4.3	4.0	4.3	5.5	6.7	5.6	-1.0	5.2
Francuska	0.7	1.2	1.4	1.5	-0.2	-1.3	-0.9	-0.3	0.3	0.0	-0.5	-5.2	-0.4
Grčka	:	:	3.6	2.0	0.7	-0.7	-2.6	-0.7	0.6	-0.9	-3.1	-8.5	-1.0
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	0.8
Italija	5.1	4.9	5.5	3.2	2.7	1.6	1.2	0.3	1.3	3.5	2.5	-0.6	2.4
Luksemburg	3.8	3.7	6.3	6.4	2.4	0.7	-0.9	0.2	1.5	3.9	3.2	-0.2	2.5
Malta	-6.7	-4.0	-2.5	-3.1	-1.9	-6.4	-1.1	0.8	1.0	1.2	-1.2	-0.6	-1.6
Nizozemska	3.8	4.7	5.6	2.9	0.7	-0.6	0.7	2.1	2.7	2.4	2.8	-3.0	1.9
Njemačka	1.2	1.7	4.5	0.2	-0.7	-1.1	-1.0	-0.5	1.2	3.0	2.7	-0.7	0.8
Portugal	-0.2	0.2	0.1	-1.3	0.0	-0.2	-0.7	-3.5	-1.2	0.2	0.1	-6.6	-1.2
Slovačka	-2.8	-4.0	-8.2	-2.5	-4.7	-0.3	-0.2	-1.1	-2.0	-0.5	-1.1	-5.3	-2.7
Slovenija	-0.2	-0.7	-1.3	-1.6	-0.3	-0.7	-0.5	0.1	0.1	1.3	-0.6	-4.1	-0.8
Španjolska	1.0	2.1	2.2	2.4	2.2	2.1	1.7	2.8	3.7	3.5	-2.5	-9.4	1.0
Bugarska		3.9	3.7	4.0	1.5	1.7	3.4	3.6	4.4	1.1	2.7	-3.1	2.4
Češka	-3.9	-2.7	-2.9	-4.6	-5.5	-5.5	-1.8	-2.4	-1.5	0.5	-1.6	-4.6	-3.0
Danska			5.9	4.8	3.3	2.7	4.3	7.1	6.8	6.3	4.8	-0.7	4.5
Estonija	-0.1	-3.2	0.0	0.1	0.5	1.9	1.9	1.8	2.7	2.8	-2.5	-1.4	0.4
Latvija	0.8	-3.2	-1.8	-1.2	-1.5	-0.9	-0.3	0.1	0.0	0.0	-3.5	-7.4	-1.8
Litva	-1.9	-1.4	-1.5	-2.0	-0.6	0.0	-0.6	0.3	0.3	-0.3	-2.6	-7.9	-1.5
Mađarska	-0.5	1.5	2.1	0.6	-4.9	-3.2	-2.0	-3.8	-5.4	-0.9	0.4	0.7	-1.4
Poljska	-0.3	0.6	0.0	-2.0	-2.1	-3.3	-2.9	-1.3	-1.0	0.4	-1.5	-4.5	-1.6
Rumunjska	0.7	0.6	-0.7	-0.1	0.5	0.1	0.2	-0.1	-1.3	-1.8	-4.7	-6.8	-1.3
Švedska	5.8	5.2	7.2	4.4	1.7	1.1	2.4	3.9	4.2	5.6	4.1	0.4	3.7
Velika Britanija	3.3	3.7	6.3	2.8	0.0	-1.4	-1.4	-1.3	-0.7	-0.6	-2.6	-9.5	-0.4

Izvor: Eurostat

**TABLICA C: JAVNI DUG HRVATSKE**

	31.12.2008.*		31.12.2009.	
	Mlrd kn	% BDP	Mlrd kn	% BDP
Ukupni dug opće države	100,2	29,3	117,9	35,4
- u tome: domaći	69,9	20,4	80,2	24,1
- u tome: inozemni	30,3	8,9	37,7	11,3
HBOR	10,8	3,2	12,4	3,7
- u tome: domaći	0,8	0,2	0,0	0,0
- u tome: inozemni	10,0	3,0	12,4	3,7
Garancije	33,8	9,9	37,5	11,3
- u tome: domaće	12,4	3,6	14,9	4,5
- u tome: inozemne	21,4	6,3	22,6	6,8
<b>SVEUKUPNO</b>	<b>154,8</b>	<b>42,4</b>	<b>167,8</b>	<b>50,4</b>
- u tome: domaće	83,1	24,2	95,1	28,6
- u tome: inozemno	61,7	18,2	72,7	21,8

\* Napomena: podaci za prijašnje godine nisu usporedivi zbog ubacivanja i izbacivanja HAC-a iz konsolidacije opće države.

Izvor: Mjesečni statistički prikaz Ministarstva financija br. 171, str. 33., t. 20.

*Promjena starosnog omjera (65+/(15-64)) 2010. – 2030.*

