

# GLOBALNA FINANCIJSKA KRIZA I FISKALNA POLITIKA U SREDIŠNJOJ I ISTOČNOJ EUROPI: HRVATSKA PRORAČUNSKA ODISEJA U 2009. GODINI

dr. sc. Dubravko MIHALJEK\*  
Banka za međunarodna plaćanja u Baselu

Izvorni znanstveni članak\*\*  
UDK 336.2  
JEL E44, E58, E61, E62,  
E63, F32, H68, O57

## Sažetak

*Ovaj se članak bavi dvama glavnim pitanjima: prvo, koje su mogućnosti domaćega i inozemnoga tržišnog financiranja deficita državnog proračuna; i drugo, kakve su mogućnosti provođenja ekspanzivne fiskalne politike u Hrvatskoj. Oba se pitanja razmatraju iz šire regionalne perspektive, u kontekstu ekonomske i financijske krize koja je u listopadu 2008. godine zahvatila Središnju i Istočnu Europu. U radu se istražuje kako se kriza proširila financijskim tržištima regije i kako je utjecala na cijenu i izvore financiranja državnog proračuna. Rad pokazuje da se uzastopnim rebalansima proračuna za 2009. godinu znatno povećalo oslanjanje na tržišno financiranje deficita, unatoč velikom poskupljenju tržišnih izvora financiranja, da je zaduživanje države kod domaćih banaka dovelo do bitno smanjenog kreditiranja privatnog sektora te da je plasman euroobveznica u svibnju 2009. godine bio skuplji od ranijih plasmana u sličnim okolnostima i usporedivih izdanja državnih obveznica u prvoj polovici 2009. godine. Na temelju navedenoga, u članku se tvrdi da ekspanzivna fiskalna politika u Hrvatskoj ne bi bila učinkovita i umanjila bi fiskalnu održivost i financijsku stabilnost.*

*Ključne riječi: financijska kriza, tokovi kapitala, BIS-ova međunarodna financijska statistika, Središnja i Istočna Europa, fiskalna politika, hrvatski proračun*

---

\* Mišljenja iznesena u ovom radu mišljenja su autora i ne trebaju se pripisivati BIS-u. Ovaj se rad temelji na Mihaljek (2009). Autor zahvaljuje Jimmyju Sheku na pomoći u istraživanju, Ireni Klemenčić na savjesnom prijevodu na hrvatski te Katarini Ott, Thomasu Reiningeru, dvojici anonimnih recenzenata i sudionicima rasprave u Institutu za javne financije na korisnim komentarima.

\*\* Primljeno (*Received*): 11.5.2009.

Prihvaćeno (*Accepted*): 20.9.2009.

## 1. Uvod

Ovaj se rad bavi dvama glavnim pitanjima: prvo, koje su mogućnosti domaćega i inozemnoga tržišnog financiranja deficita državnog proračuna; i drugo, kakve su mogućnosti da se u Hrvatskoj provodi ekspanzivna fiskalna politika. Oba se pitanja razmatraju iz šire regionalne perspektive, u kontekstu ekonomske i financijske krize koja je u listopadu 2008. godine zahvatila Središnju i Istočnu Europu (SIE). U radu se analiziraju planovi financiranja deficita u rebalansima proračuna za 2009. godinu i pokazuje se da se u planovima nije vodilo previše brige o kretanjima na financijskim tržištima. Slijedom navedenoga, zaključuje se da ekspanzivna fiskalna politika ne bi bila učinkovita i narušila bi fiskalnu održivost i financijsku stabilnost.

Javni rashodi u Hrvatskoj uglavnom se financiraju od poreza (60% ukupnog prihoda u 2008. godini), doprinosa za socijalno osiguranje (35%) i ostalih prihoda (5%). Od poreza su najvažniji oni kojima se oporezuju robe i usluge – porez na dodanu vrijednost (PDV) i trošarine čine gotovo 70% ukupnih prihoda od poreza. Ukupni su prihodi činili otprilike 40% BDP-a u 2008. godini, što je jedan od najvećih omjera prihoda u odnosu na BDP u Središnjoj i Istočnoj Europi.

Deficit opće države na gotovinskom načelu prosječno je iznosio -4,2% BDP-a u razdoblju od 1999. do 2008. godine. Deficit je dosegno vrhunac iznosom od -6,5% BDP-a 2000. godine, a nakon toga se postupno smanjivao do -1,8% BDP-a u 2008. godini. Proračunski podaci utemeljeni na Europskom sustavu računa (*European System of Accounts*) (ESA 95) dostupni su tek od 2004. godine; izračun deficita po toj osnovi prosječno iznosi -2,0% BDP-a i smanjio se sa -3,4% BDP-a u 2004. na -0,7% BDP-a u 2008. godini.<sup>1</sup>

Proračunski deficit u Hrvatskoj najčešće se financira kombiniranjem domaćih i inozemnih izvora sredstava.<sup>2</sup> Od domaćih izvora najčešće se koriste – približno u jednakom omjeru – zajmovi banaka i izdavanje kunskih obveznica. Među inozemnim izvorima financiranja prevladavaju zajmovi banaka. Međunarodne obveznice izdaju se rijetko.

S obzirom na tu strukturu proračunskih prihoda i financiranja deficita, u jesen 2008, kada je pripreman proračun za 2009. godinu, moglo se očekivati da će globalna financijska kriza imati sljedeće učinke na hrvatski proračun. Prvo, porezni će se prihodi smanjiti zato što će doći do sporijeg rasta gospodarske aktivnosti i, posebice, potrošnje. Drugo, prihodi od doprinosa za socijalno osiguranje smanjit će se, iako možda manje nego prihodi od poreza, jer se tržišta rada obično prilagođuju sa zadržkom. Treće, trošak inozemnog financiranja povećat će se. Četvrto, izvori inozemnog financiranja ishlapjet će jer su globalni ulagači postali neskloni riziku i smanjila su im se sredstva za ulaganje u rizične oblike financijske imovine kao što su hrvatske državne obveznice. Peto, prelijevanjima krize s globalnih tržišta kapitala, trošak domaćih izvora financiranja također će porasti i bit će manje sredstava na raspolaganju.

---

<sup>1</sup> Gotovinski je deficit u razdoblju 2004-2008. godine iznosio prosječno -2,8% BDP-a, tj. 0,8 postotnih bodova više od deficita izračunanog prema metodologiji ESA 95.

<sup>2</sup> Članak se bavi samo tržišnim, privatnim izvorima financiranja: bankovnim kreditima, trezorskim zapisima i obveznicama u domaćoj valuti kao domaćim izvorima financiranja te bankovnim kreditima i međunarodnim obveznicama kao inozemnim izvorima financiranja. Službeni i koncesijski (tj. netržišni) izvori financiranja ne razmatraju se.

Ukratko, u jesen 2008. godine, kada se pripremao proračun za 2009. godinu, jasne naznake krize trebale su potaknuti tvorce hrvatske fiskalne politike da s krajnjim oprezom predvide porezne prihode i izvore vanjskoga i domaćeg financiranja. Umjesto toga, proračun za 2009. godinu utemeljen je na optimističnim pretpostavkama o ekonomskom rastu i poreznim prihodima, povećano je planirano zaduživanje kod domaćih banaka u doba kada se privatni sektor počeo suočavati s nedostatkom likvidnih sredstava i zacrtan je povratak na međunarodno tržište obveznica upravo u vrijeme kada su se vanjski uvjeti financiranja promijenili iz povijesno iznimno povoljnih u iznimno nepovoljne.

Pitanja financiranja deficita državnog proračuna nisu još detaljnije razmatrana u literaturi o fiskalnoj politici u Hrvatskoj. Najbliži je temi ovog rada Bajo (2005), koji analizira upravljanje Ministarstva financija gotovinom i likvidnošću. Zaključio je da zbog loše razvijenih funkcija riznice Vlada drži velik dio tekućih sredstava u obliku depozita u komercijalnim bankama umjesto da ih uloži na tržištu novca. Štoviše, radi kratkotrajnih pozajmica i pokrivanja deficita izvanproračunskih fondova, Ministarstvo financija često uzima zajmove uz tržišne uvjete u istim onim bankama (uključujući Hrvatsku poštansku banku koja je u državnom vlasništvu) u kojima već drži neiskorištene depozite.

Drugi rad o sličnoj temi napisala je Švaljek (2009), koja je analizirala točnost projekcija proračunskih prihoda i rashoda. Promatrajući proračune od 1995. do 2008. godine, autorica je zaključila da su pogreške u predviđanju prihoda i rashoda relativno malene te da su projekcije preciznije za rebalans nego za izvorne proračune. U izvornim proračunima prihodi su uglavnom bili podcijenjeni, a u rebalansima precijenjeni. Jedno od objašnjenja takvih odstupanja jest pretjerana konzervativnost pri procjeni prihoda, odnosno strateško korištenje projekcija s ciljem sprečavanja pretjeranog porasta rashoda. U ovom će radu biti pokazano, međutim, da bi proračun za 2009. godinu bio značajna iznimka navedenog modela.

Ostatak ovog rada sastoji se od sljedećih dijelova. U poglavlju 2. analiziraju se uzastopni pokušaji Vlade da osigura domaće izvore financiranja deficita proračuna za 2009. godinu. Poglavlje 3. detaljna je analiza širenja globalne financijske krize Središnjom i Istočnom Europom i zahvaćanja Hrvatske; utjecaja krize na cijenu i dostupnost inozemnih izvora financiranja proračuna te utvrđivanja kakav učinak je to imalo – ili, bolje rečeno, nije imalo – na planove financiranja deficita u rebalansima proračuna za 2009. godinu. U poglavlju 4. raspravlja se zašto Hrvatska ne može provoditi ekspanzivnu fiskalnu politiku. Najprije se analizira kako je provedena koordinacija mjera makroekonomske politike tijekom najnovije krize, a potom se formuliraju teorijski i empirijski argumenti protiv fiskalne ekspanzije u sadašnjim okolnostima. Poglavlje 5. zaključna je rasprava o najbitnijim reformama poreznog sustava nužnima da bi se izbjegla slična, nepotrebna i skupa proračunska lutanja u budućnosti.

## **2. U potrazi za domaćim izvorima financiranja: nakon tri rebalansa, potraga još traje**

Početna točka naše analize jest ožujak 2008. godine, kada je Hrvatski sabor sa zakašnjenjem donio proračun za 2008. godinu, a završna je kolovoz 2009. godine, kada je Vlada treći put u 2009. godini zatražila rebalans proračuna. U proljeće 2008. godine Hrvatska

je, kao i SIE, još uvijek bila pošteđena ozbiljnijih učinaka širenja financijskih potresa s financijskih tržišta Sjedinjenih Američkih Država i Europe. Rast je bio razmjerno snažan, a glavni razlog političke zabrinutosti bila je inflacija, koja je zbog povećanja cijena hrane i nafte ubrzano rasla. U proračunu za 2008. godinu predviđeno je smanjenje deficita opće države na 2,3% BDP-a, u usporedbi s 2,6% u 2007. godini. To se postupno smanjenje smatralo prikladnim. Nekolicina analitičara zagovarala je oštrije smanjenje, ali velik broj komentatora i političara pozivao je na *povećanje* deficita, tvrdeći kako proračun nije dovoljno "razvojan". Nitko, međutim, nije primijetio jasne naznake zaoštavanja koje su se počele pojavljivati na globalnim financijskim tržištima u to doba.

Tri mjeseca nakon što je odobren izvorni proračun, Vlada je predložila rebalans proračuna za 2008. godinu, utemeljen na novoj metodologiji evidentiranja javnih transakcija, usklađenoj sa standardima Europske unije (tj. s Europskim sustavom nacionalnih računa, ESA 95). Tim je potezom otežana usporedba proračuna s onima iz prethodnih godina, te omogućeno povećanje ukupne potrošnje, uz istodobno održavanje smanjenja deficita na razini od 0,3% BDP-a. Naime, iako su rebalansom proračuna povećani rashodi za zdravstvenu zaštitu i uvedene nove subvencije za stanovništvo i poduzeća pogođena povećanjem cijena hrane i energije, u skladu s metodologijom ESA 95, deficit opće države za 2008. godinu predviđen je na razini 1,3% BDP-a, što je bilo smanjenje s obzirom na 1,6% BDP-a, koliko je u to vrijeme procijenjeno za 2007. godinu.

Tijekom druge polovice 2008. godine proračun je uglavnom bio izvan medijske pozornosti. Objavljivani podaci pokazivali su da je naplata prihoda u prvoj polovici godine bila vrlo dobra, što je išlo u prilog vlastima i pridonijelo smirivanju zabrinutost nekih analitičara zbog neuobičajenoga, 24-postotnog povećanja subvencija te tekućih i kapitalnih transfera (EIZ, 2008). Štoviše, scenarij postupnog usporavanja rasta realizirao se približno točno sve do rujna 2008. godine.

Ali počevši od listopada 2008. godine, regija SIE ubrzano je uvučena u vrtlog globalne financijske i ekonomske krize. Zbog propasti Lehman Brothersa, kreditna tržišta u cijelom su svijetu otežano funkcionirala i došlo je do masovne i povremeno nekritične prodaje vrijednosnica tržišta u nastajanju.<sup>3</sup> To je posebice teško pogodilo regiju SIE, jer je ona svoju dugogodišnju ekspanziju uvelike financirala inozemnim zaduživanjem.

Ovaj su put potresi na financijskim tržištima počeli relativno brzo utjecati na fiskalne rezultate i politiku u Hrvatskoj. Podaci za treće tromjesečje pokazali su oštar pad naplate prihoda (od 8,1% u drugom tromjesečju, na 2,4% u trećemu). Pritom su rashodi opće države ostali visoki i rasli su po godišnjoj stopi od 8% u trećem tromjesečju (u usporedbi sa 6,8% u drugom tromjesečju). Ministarstvo financija pribjegli je vrlo čestom i obilnom izdavanju trezorskih zapisa u posljednjem tromjesečju 2008. godine i u siječnju 2009. godine, iz čega se dalo naslutiti da se počelo suočavati s problemima likvidnosti (EIZ, 2009d).

---

<sup>3</sup> Investicijska banka Lehman Brothers bila je jedna od najznačajnijih protustranki (*counterparties*) na globalnim tržištima *swap* transakcija i izvedenica, bez kojih je financiranje klasičnih tržišta vrijednosnih papira danas nezamislivo. Stoga je bankrot te banke doveo do golemih poremećaja na svjetskom financijskom tržištu.

## 2.1. Izvorni proračun

U takvoj situaciji Vlada je u početku predložila smanjenje proračunskog deficita u 2009. godini na nulu. Međutim, rasprava socijalnih i koalicijskih partnera, ekonomista te Vlade i saborskih zastupnika o tom prijedlogu pokazala se žešćom nego što se očekivalo. Najkontroverznije teme bile su povećanje plaća u javnom sektoru i reforma sustava zdravstva (Ott, 2008). Sindikati javnog sektora žestoko su se protivili svakom ograničavanju već dogovorenog povećanja plaća za 6%. A kao i 2008. godine, mnogi su političari i komentatori i dalje zagovarali povećanje proračunskog deficita (Šajatović, 2008), unatoč jasnim znakovima pogoršanja krize. Argumenti za fiskalnu ekspanziju kretali su se od krajnje pojednostavnjenoga kejnzejanskog razmišljanja do naivnog oponašanja (“sva razvijena gospodarstva čine isto”). Vlada je na kraju odlučila da za volju “socijalnog mira” neće kršiti kolektivni ugovor sa sindikatima javnog sektora. Tako je proračunom za 2009. godinu predviđen deficit opće države od -0,8% BDP-a, uz projicirani rast prihoda i rashoda po stopi od 7,3% (tabl. 1).<sup>4</sup>

Tablica 1. Hrvatska: konsolidirane financije opće države, 2008-2009. (u mlrd. kn)

	Ukupno 2008.	2009.			
		Izvorni plan prosinac 2008.	I. rebalans travanj 2009.	II. rebalans srpanj 2009.	III. rebalans kolovoz 2009.
Ukupni prihodi	116,1	124,6	116,6	109,8	111,2
Ukupni rashodi	118,4	127,0	121,6	120,8	120,5
Deficit	-2,3	-2,4	-5,0	-11,0	-9,3
Postotak BDP-a	-0,7	-0,8	-1,6	-3,4	-2,9
Neto financiranje	2,3	2,4	5,0	11,0	9,3
Domaće <sup>a</sup>	3,8	2,9	5,5	9,4	7,7
Inozemno <sup>b</sup>	-0,5	0,0	0,0	2,5	2,5
Ostalo	-1,1	-0,5	-0,5	-0,9	-0,9

<sup>a</sup> Uključuje kredite domaćih banaka, kunske obveznice i trezorske zapise.

<sup>b</sup> Uključuje kredite međunarodnih financijskih institucija i stranih vlada te međunarodne obveznice.

Izvor: Ministarstvo financija

Međutim, kritike ponovljenog odgađanja fiskalne prilagodbe nisu jenjavale, niti su se poboljšali izgledi za realni sektor gospodarstva i financijsko tržište. Upravo suprotno, u siječnju i veljači 2009. godine postalo je jasno da se stanje realnog sektora pogoršava znatno brže nego što je itko predviđao. Prema tzv. usuglašenoj prognozi (*consensus forecast*) iz prosinca 2008. godine očekivalo se da će gospodarski rast u Hrvatskoj 2009. godine iznositi 1,8%, dok je u ožujku 2009. godine ta prognoza smanjena na negativan rast od -1,9% (Consensus Economics, 2009). Sredinom veljače financijska su tržišta u regiji dospjela na rub panike, te su mnogi dužnici, uključujući i države, postali svjesni da bi mogli zapasti u teškoće s otplatom ili obnavljanjem svojih zaduženja. Ranjivosti koje su

<sup>4</sup> Nakon konačnih revizija proračuna i iznosa BDP-a u proljeće 2009. godine deficit za 2008. godinu iznosio je oko -0,7% BDP-a (autorova procjena); taj je iznos prikazan u tablici 1.

odavno postojale iznenada su se pokazale u dotad najgorem svjetlu od ruske krize 1998. godine.

## **2.2. Prvi rebalans proračuna**

Čini se da je u tom trenutku hrvatska vlast napokon priznala ono što su neki analitičari tvrdili od samog početka – da treba ili smanjiti rashode ili povećati poreze (Ott, 2009b; EIZ, 2009c). U skladu s tim, Vlada je pokrenula rebalans proračuna za 2009. godinu te je krajem ožujka uputila nacrt rebalansa u Sabor. Taj je nacrt predviđao smanjenje prihoda za 6,4% i rashoda za 4,3% u usporedbi s proračunom usvojenim u prosincu 2008. godine. Zbog predviđenih nižih prihoda i BDP-a te oštrijeg smanjenja prihoda nego rashoda procijenjeno je da će se deficit udvostručiti i iznositi 5 milijardi kuna (1,6% BDP-a) (tabl. 1).

Za razliku od izvornog proračuna, Vlada je planirala financirati deficit nastao rebalansom proračuna izdavanjem obveznica na međunarodnome umjesto na domaćem tržištu, domaćim trezorskim zapisima te dodatnim kreditima domaćih i stranih banaka (tabl. 2). Kao što će biti obrazloženo u nastavku, analitička podloga tog plana financiranja bila je labava s obzirom na pogoršanje financijske krize u SIE u to vrijeme.

Krajem svibnja 2009, koristeći se povoljnom prilikom, Vlada je na međunarodnom tržištu izdala euroobveznice u vrijednosti od 750 milijuna eura, s kuponom od 6,5% i dospijećem u siječnju 2015. godine. Vlada je bila zadovoljna tim potezom. Međutim, kako će se vidjeti u nastavku, trošak novog duga bio je relativno visok, kako u usporedbi s ostalim zemljama iz SIE koje su se zadužile u prvoj polovici 2009. godine, tako i u usporedbi s prijašnjim hrvatskim izdanjima euroobveznica.

U svakom slučaju, olakšanje zbog povratka na tržište euroobveznica bilo je kratkoga vijeka. Već u lipnju postalo je jasno da su ključne pretpostavke rebalansa proračuna ne-realne. Oštar pad prihoda, koji je započeo već u drugoj polovici 2008. godine, probudio se u prvoj polovici 2009. godine. U prvom tromjesečju zabilježen je pad BDP-a od 6,7% na godišnjoj razini, prihodi od PDV-a i trošarina smanjeni su za 19% na godišnjoj razini, a prihodi od poreza na dobit smanjeni su za 11%. No javna je potrošnja nastavila rasti po godišnjoj stopi od 10,7%.<sup>5</sup>

## **2.3. Drugi i treći rebalans proračuna**

Nakon neočekivane ostavke premijera krajem lipnja, nova je Vlada u srpnju dva puta donosila rebalans proračuna, uz najavu još jednog rebalansa za jesen. Drugim je rebalansom deficit povećan na 11 milijardi kuna (3,4% BDP-a) (tabl. 1), nakon što je Vlada priznala da će pad prihoda biti mnogo veći nego što se predviđalo. Ipak, Vlada nije napravila rezove u rashodima vrijedne spomena: ukupna potrošnja smanjena je samo za 0,8 milijardi kuna, dok je 2,2 milijarde kuna na rashodovnoj strani samo raspoređeno među različitim proračunskim stavkama.

---

<sup>5</sup> Povećanje izdataka djelomično je uzrokovano isplata neplaćenih dugova javnoga sektora nastalim krajem 2008. godine, a djelomično povećanjem javne potrošnje uoči lokalnih izbora u svibnju 2009. godine. Zanimljivo je da su se doprinosi za socijalno osiguranje u prvom tromjesečju 2009. godine povećali 11% jer je nastavljen rast zaposlenosti unatoč snažnom smanjenju ekonomske aktivnosti.

Tablica 2. *Financiranje proračunskog deficita, 2008-2009. (u mlrd. kn)*

	Ukupno 2008.	2009.			
		Izvorni proračun prosinac 2008.	I. rebalans travanj 2009.	II. rebalans srpanj 2009.	III. rebalans kolovoz 2009.
<b>Neto financiranje<sup>a</sup></b>	<b>2,3</b>	<b>2,4</b>	<b>5,0</b>	<b>11,0</b>	<b>9,3</b>
<b>Primici od zaduživanja (bruto)</b>	<b>11,2</b>	<b>12,8</b>	<b>15,3</b>	<b>21,7</b>	<b>20,1</b>
Domaće zaduživanje	9,0	6,4	6,5	10,4	8,7
Obveznice <sup>b</sup>	3,5	4,8	0,0	0,0	0,0
Trezorski zapisi	0,0	0,1	0,8	1,8	1,6
Krediti <sup>c</sup>	5,5	1,6	5,7	8,6	7,2
Inozemno zaduživanje	2,1	6,4	8,9	11,3	11,3
Obveznice <sup>d</sup>	0,0	5,5	5,5	8,0	8,0
Krediti <sup>e</sup>	2,1	0,9	3,4	3,3	3,3
<b>Izdaci za otplate zajmova (bruto)</b>	<b>7,8</b>	<b>9,8</b>	<b>9,8</b>	<b>9,8</b>	<b>9,9</b>
Izdaci za domaće zajmove	5,2	3,5	3,5	3,5	3,5
Obveznice <sup>f</sup>	3,0	0,3	0,3	0,3	0,3
Trezorski zapisi <sup>g</sup>	0,8	0,0	0,0	0,0	0,0
Krediti <sup>h</sup>	1,4	3,2	3,2	3,2	3,2
Izdaci za inozemne zajmove	2,6	6,3	6,3	6,3	6,4
Obveznice <sup>i</sup>	1,3	5,0	5,0	5,0	5,0
Krediti <sup>j</sup>	1,3	1,4	1,4	1,4	1,4
<b>Ostalo financiranje (neto)</b>	<b>-1,1</b>	<b>-0,5</b>	<b>-0,5</b>	<b>-0,9</b>	<b>-0,9</b>

<sup>a</sup> *Neto financiranje jednako je proračunskom deficitu i čini zbroj bruto primitaka od zaduživanja i ostalog financiranja umanjen za bruto iznos izdataka za otplate zajmova.*

<sup>b</sup> *Obveznice izdane na domaćem tržištu (denominirane u kunama i stranim valutama).*

<sup>c</sup> *Krediti uzeti od domaćih banaka i ostalih financijskih institucija.*

<sup>d</sup> *Obveznice izdane na međunarodnom tržištu.*

<sup>e</sup> *Krediti uzeti od međunarodnih organizacija, stranih država, stranih banaka i ostalih stranih financijskih institucija.*

<sup>f</sup> *Otplate glavnica obveznica izdanih na domaćem tržištu.*

<sup>g</sup> *Otplate glavnica na trezorske zapise izdane na domaćem tržištu.*

<sup>h</sup> *Otplate glavnica na kredite domaćih banaka i ostalih financijskih institucija.*

<sup>i</sup> *Otplate glavnica na obveznice izdane na međunarodnom tržištu.*

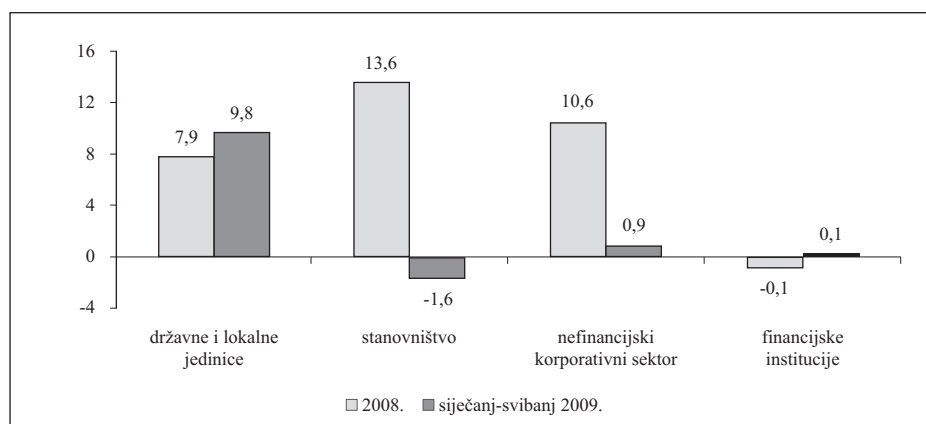
<sup>j</sup> *Otplate glavnica na kredite uzete od međunarodnih organizacija, stranih država, stranih banaka i ostalih stranih financijskih institucija.*

Izvor: *Ministarstvo financija (<http://www.mfin.hr/hr/rebalans-proracuna-2009>)*

Za razliku od kraja 2008. godine, kada je manjak u financiranju popunjen izdavanjem trezorskih zapisa, u prvoj polovici 2009. godine Vlada se za financiranje deficita okrenula domaćim bankama. To je rezultiralo porastom kredita središnjoj državi po godišnjoj stopi od 49% u prvih pet mjeseci 2009. godine i dovelo do vrlo ozbiljnog istiskivanja privatnog sektora. U prvih pet mjeseci 2009. godine ukupan se iznos bankarskih zajmova državi povećao za gotovo 10 milijardi kuna, u usporedbi s 8 milijardi kuna u cijeloj 2008. godini (grafikon 1). Istodobno je ukupni iznos kredita banaka stanovništvu smanjen za 1,8 milijardi kuna (u usporedbi s porastom za više od 13 milijardi kuna u 2008. godini), dok su krediti poduzećima povećani za manje od milijarde kuna (nasuprot povećanju većemu od 10 milijardi kuna u 2008. godini).

Budući da su banke zbog pojačanog financiranja države prestale kreditirati privatni sektor, poduzeća i stanovništvo bili su prisiljeni na povlačenje depozita iz banaka kako bi mogli plaćati dospjele obveze. Do svibnja 2009. godine depozitni se novac konsolidiranoga bankarskog sustava postupno smanjio za gotovo 20% u odnosu prema kraju 2008. godine. Kako je razina novca u optjecaju ostajala više-manje nepromijenjena, novčani agregat M1 u svibnju 2009. godine bio je 14% niži nego u prosincu 2008. godine.<sup>6</sup> Taj veliki pritisak na likvidnost, nastao endogenom reakcijom privatnog sektora na povećano zaduživanje države kod domaćih banaka, gotovo je sasvim neutralizirao povećanu likvidnost koju je HNB omogućio bankama mjerama poduzetima od početka krize u listopadu 2008. (v. pogl. 4).

Grafikon 1. Pozajmice domaćih banaka prema institucionalnim sektorima (u mlrd. kn)



Izvor: HNB

No iako je bilo očito da povećanim zaduživanjem kod domaćih banaka Vlada omogućuje kreditiranje privatnog sektora, u drugom rebalansu proračuna predviđeno je daljnje zaduživanje kod domaćih banaka za 3 milijarde kuna (tabl. 2). Također je predviđeno povećano izdavanje trezorskih zapisa (za milijardu kuna) te međunarodnih obveznica (za 2,5 milijarde kuna).

<sup>6</sup> Za uvid u te događaje zahvaljujem anonimnom recenzentu.

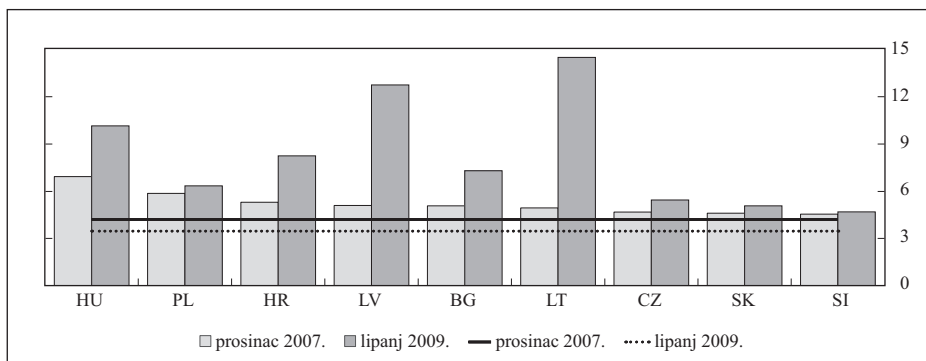


Međutim, takav je plan financiranja bio neodrživ. Zajedno s nespremnošću Vlade na rezanje rashoda, postao je neizbježan još jedan rebalans proračuna. Glavne značajke trećeg rebalansa proračuna, koji je donesen dva tjedna nakon drugoga, bile su povećanje stope PDV-a s 22 na 23%, uvođenje "kriznog poreza" na dohodak veći od 3.000 kuna mjesečno te uvođenje trošarina na mobilnu telefoniju (EIZ, 2009a). Tim je poreznim povećanjima Vlada očekivala prikupiti 1,2 milijarde kuna u 2009. godini (tabl. 1). Rashodovna strana proračuna ostala je više-manje nepromijenjena, pa se očekuje neznatno smanjenje deficita, na iznos od 9,3 milijarde kuna (2,9% BDP-a). Jedina je veća promjena u financiranju bila smanjenje kredita od domaćih banaka za 1,4 milijarde kuna (tabl. 2).

#### 2.4. Ususret četvrtom rebalansu proračuna

U vrijeme dovršavanja ovog rada (kraj rujna 2009) nije bilo moguće procijeniti kako će izgledati finalni proračun za 2009. godinu. Nedugo nakon preuzimanja dužnosti početkom srpnja, nova je Vlada najavila da će odgoditi važnije rezove potrošnje za jesen 2009. godine. Međutim, nije bilo ni najmanje jasno hoće li Vlada imati političke odvažnosti i potporu Sabora za nužne rezove. Jednako je zabrinjavala sve veća nevjerica analitičara u učinkovitost povećanja poreza (v. Ott, 2009a; Švaljek, 2009b; Urban, 2009). Uz sve to, Ustavni sud zaprimio je nekoliko tisuća pritužbi na ustavnost povećanja poreza.

Grafikon 2. Dugoročne kamatne stope<sup>a</sup>



<sup>a</sup> Prinosi dugoročnih državnih obveznica u domaćoj valuti; horizontalna crta odnosi se na 10-godišnju njemačku referentnu obveznicu; podaci su s kraja mjeseca, u postocima.

Napomena: BG – Bugarska; CZ – Češka Republika; HR – Hrvatska; HU – Mađarska; LT – Litva; LV – Latvija; PL – Poljska; SI – Slovenija; SK – Slovačka

Izvori: Datastream; ECB; nacionalni podaci

U trenutku dovršavanja ovog rada nije bilo jasno ni to kako će se na kraju financirati proračunski deficit za 2009. od najmanje 9 milijardi kuna. Do sada su bili istaknuti samo problemi zaduživanja države u domaćim bankama. No uvjeti financiranja zaoštrili su se i na domaćem tržištu obveznica. Velika neizvjesnost o sposobnosti Vlade da osigura sredstva za financiranje deficita dovela je do porasta dugoročnih kamatnih stopa (grafikon 2) i premija na tržištu osiguranja kredita (tzv. *credit default swap*, CDS, *risk premia*; v. dalje

u tekstu). Hrvatska je, uz baltičke zemlje te Bugarsku i Mađarsku, u skupini zemalja za koje su dugoročne kamatne stope osobito snažno porasle u posljednju godinu i pol. Kao što ćemo vidjeti u poglavlju 3, ta su gospodarstva “uobičajeni sumnjivci” u regiji u smislu ranjivosti na poremećaje na globalnim financijskim tržištima. Jedna od posljedica te ranjivosti jest i smanjenje rejtinga za inozemni državni dug baltičkih zemalja i Mađarske (kao i za domaći državni dug Hrvatske) nakon izbijanja krize u listopadu 2009. godine.

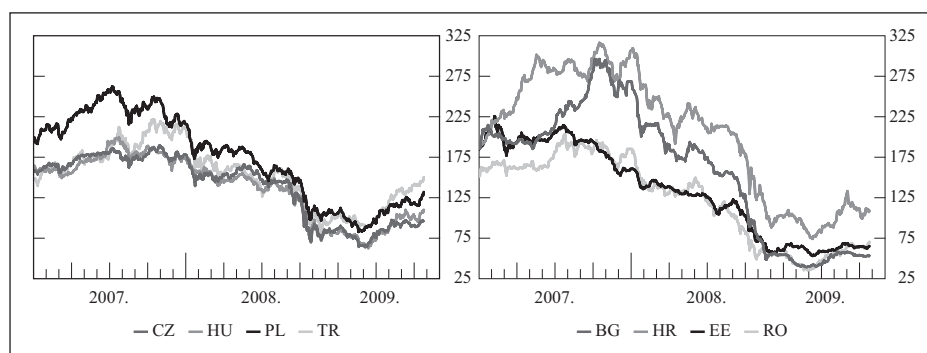
### 3. U potrazi za vanjskim izvorima financiranja

Globalna financijska kriza, koja je započela u glavnim financijskim središtima u kolovozu 2007. godine, dulje je od godine dana samo umjereno utjecala na Središnju i Istočnu Europu. Međutim, od listopada 2008. godine Središnja i Istočna Europa postaju jedna od najpogođenijih regija tržišta u nastajanju. U ovome se poglavlju analizira širenje krize regijom i Hrvatskom te se utvrđuje kakav je učinak imala na trošak (tj. cijenu) i dostupnost (tj. priljev) stranog kapitala. Glavni je zaključak da su se, unatoč mnogim jasnim naznakama nestajanja inozemnih izvora financiranja i porasta njihove cijene, tvorcima proračuna u Hrvatskoj odlučili u 2009. godini jače osloniti na inozemne izvore financiranja.

#### 3.1. Utjecaj krize na trošak inozemnog financiranja

Nakon propasti Lehman Brothersa sredinom rujna 2008. godine financijska se kriza vrlo brzo proširila tržištima dionica, obveznica, deviznim tržištima i međubankarskim tržištem u SIE-u. Tržište dionica prvo je osjetilo svu žestinu krize. Pad cijena dionica, koji je na raznim tržištima započeo sredinom ili krajem 2007. godine te se nastavio više-manje postupno širiti sve do kolovoza 2008, pretvorio se u pravo potapanje u rujnu i listopadu, kada su cijene u prosjeku pale za 50%, a u Hrvatskoj za gotovo 60% (grafikon 3, desno polje). Do sredine veljače 2009. godine, kada su hrvatske vlasti pripremale prvi rebalans proračuna, cijene dionica u zemljama SIE-a prosječno su pale za 75% najviše vrijednosti ostvarene u 2007. godini, vrativši se na razine iz 2004. godine ili prije toga.

Grafikon 3. Cijene dionica<sup>a</sup>



<sup>a</sup> Siječanj 2005 = 100; u lokalnoj valuti.

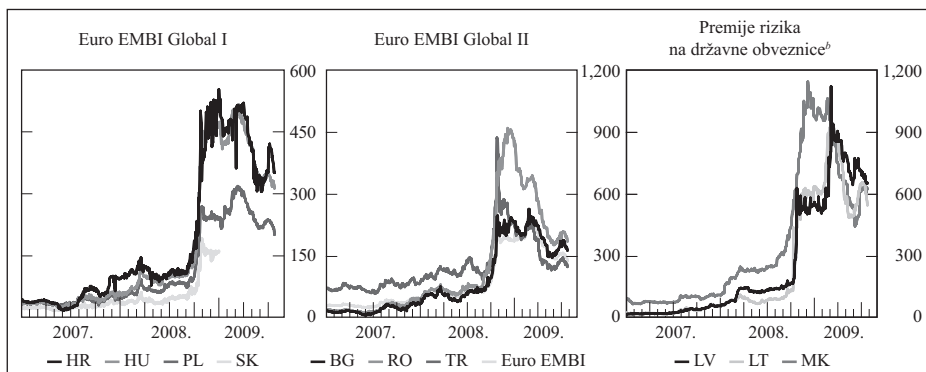
Napomena: BG – Bugarska; CZ – Češka Republika; EE – Estonija; HR – Hrvatska; HU – Mađarska; PL – Poljska; RO – Rumunjska; TR – Turska

Izvor: Datastream

Pad cijena dionica važan je za financiranje proračuna jer su cijene vrijednosnica usko povezane s poslovnim ciklusom te stoga i s prihodima državnog proračuna. Veza između cijena vrijednosnica i proračunskih prihoda u Hrvatskoj još nije empirijski istraživana. Međutim, istraživanja za druge zemlje nedvojbeno pokazuju snažnu pozitivnu korelaciju kako izravno putem poreznih prihoda od kapitalne dobiti, tako i neizravno, preko poreza na potrošnju, povezanih s osobnom potrošnjom potaknutom učincima bogatstva (tzv. *wealth effects*; v. Poterba, 2000). Valja naglasiti da je Hrvatska postigla najveći rast cijena dionica od svih zemalja SIE-a: od siječnja 2005. do sredine listopada 2007. cijene dionica u Hrvatskoj porasle su 316%, u usporedbi s prosjekom od 230% u drugim zemljama u regiji. Stoga je pad cijena dionica u jesen 2008. godine bio jasan znak da proračunski prihodi nisu mogli biti očuvani na razinama iz prethodnih godina.

Sljedeće tržište vrijednosnica zahvaćeno krizom bilo je tržište državnih euroobveznica. To je tržište ključno za financiranje proračunskih deficita malih otvorenih gospodarstava sa slabije razvijenim domaćim tržištem obveznica poput Hrvatske. Između sredine 2004. i sredine 2007. godine uvjeti na tržištu euroobveznica bili su iznimno povoljni za državne izdavatelje s tržišta u nastajanju. Zbog velike potražnje vrijednosnica s visokim prinosom i snažnog rasta globalnoga gospodarstva, premije rizika na obveznice tržišta u nastajanju u odnosu prema referentnim obveznicama poput desetogodišnjih američkih i njemačkih državnih obveznica, zabilježile su povijesno nisku razinu, u slučaju Hrvatske manje od 20 baznih bodova u lipnju 2007. godine (v. grafikon 4).

Grafikon 4. Premije rizika obveznica u odabranim zemljama<sup>a</sup>



<sup>a</sup> Premije rizika iznad referentnih obveznica eurozone, u baznim bodovima.

<sup>b</sup> Za Latviju, 5-godišnja obveznica; za Litvu, 4-godišnja obveznica; za Makedoniju, 6-godišnja obveznica.

Napomena: BG – Bugarska; HR – Hrvatska; HU – Mađarska; LT – Litva; LV – Latvija; MK – Makedonija; PL – Poljska; RO – Rumunjska; SK – Slovačka; TR – Turska

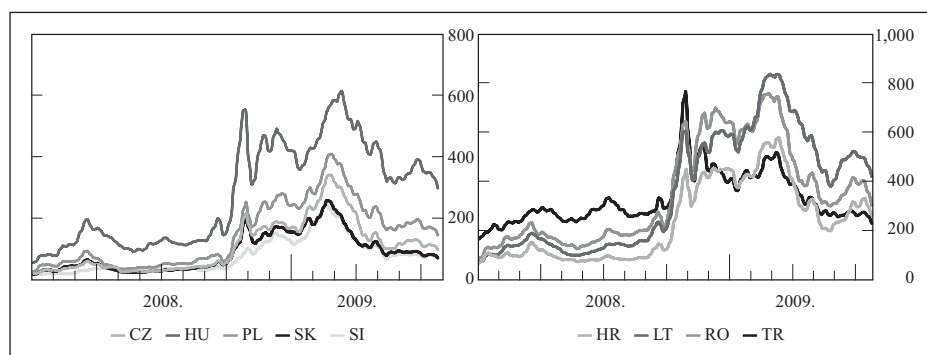
Izvori: Datastream; JPMorgan Chase

Nakon izbijanja krize u kolovozu 2007. godine, premije rizika na srednjoeuropske državne obveznice kojima se trgovalo u većem opsegu ispočetka su rasle postupno, na 50-100 baznih bodova u rujnu 2008. godine (grafikon 4, lijevo polje). Međutim, pogor-

šanje krize u rujnu i listopadu 2008. godine dovelo je do neočekivano snažnog rasta premija rizika na obveznice. Zemlje s većom vanjskom neravnotežom bile su osobito teško pogođene krizom: u doba zaoštavanja problema na tržištu mađarske forinte premije rizika u Hrvatskoj su sa 100 baznih bodova početkom rujna skočile na 550 bodova krajem prosinca (grafikon 4, lijevo polje).

Na tržištu osiguranja kredita, premije rizika na swapove (engl. *credit default swap*, CDS) u slučaju nenaplativosti kredita za državne obveznice visokozaduženih zemalja poput Hrvatske, Mađarske, Rumunjske i Turske skočile su za samo nekoliko dana nakon propasti Lehman Brothersa, u Hrvatskoj najprije sa 100 na 450 baznih bodova u rujnu 2008. te na gotovo 600 bodova početkom ožujka 2009. godine (grafikon 5, desno polje).

Grafikon 5. Premije rizika na CDS<sup>a</sup>



<sup>a</sup> Prosječna premija rizika na referentni 5-godišnji CDS, u eurima. Petodnevni pomični prosjeci, iskazani baznim bodovima.

Napomena: CZ – Češka Republika; HR – Hrvatska; HU – Mađarska; LT – Litva; PL – Poljska; RO – Rumunjska; SI – Slovenija; SK – Slovačka; TR – Turska

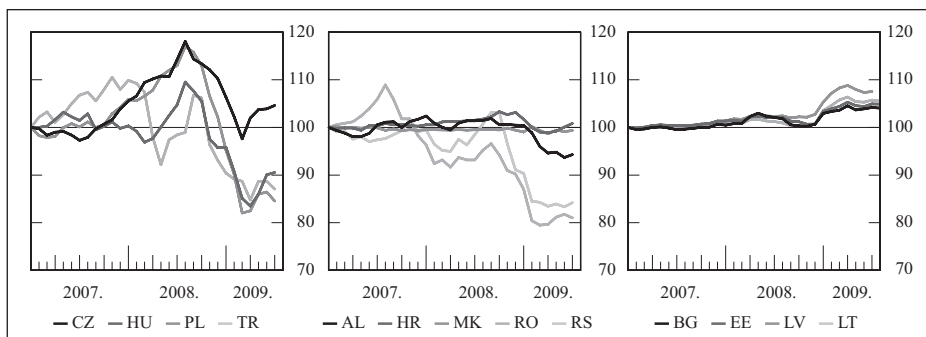
Izvor: Datastream

Uz vrijednost premije rizika na swapove od 600 baznih bodova, investitor koji kupuje hrvatske državne obveznice u vrijednosti od 10 milijuna eura mora platiti 600.000 eura osiguranja od rizika nenaplativosti. No tako dramatičan porast troška stranog financiranja očito nije previše utjecao na planiranje hrvatskog proračuna – izvorni proračun za 2009. godinu, koji je u to vrijeme bio u pripremi, predvidio je povratak na tržište euroobveznica kako bi se financirao očekivani deficit.

Potresi u listopadu brzo su se proširili i na devizna tržišta. Propast islandskih banaka dovela je do drastičnog pada cijena dionica mađarske OTP banke (koja se smatrala ranjivom jer nije u većinskom stranom vlasništvu) i kolapsa inozemne potražnje državnih obveznica denominiranih u forintama. Budući da banke na tržištima deviznih swapova više nisu htjele mijenjati eure za forinte, došlo je do snažne deprecijacije forinte, što je izazvalo financijsku “zarazu”, tj. dovelo je do deprecijacije na deviznim tržištima u cijeloj regiji. Poljski je zlot, primjerice, tijekom četvrtog tromjesečja 2008. godine deprecirao prema euru za više od 20% (grafikon 6, lijevo polje), unatoč razmjerno uspješnom stanju polj-

skoga gospodarstva. Kuna je u razdoblju od kraja rujna 2008. godine do kraja siječnja 2009. godine deprecirala prema euru za otprilike 4%, no samo zahvaljujući tome što je Hrvatska narodna banka izravno intervenirala na deviznom tržištu i povećala deviznu likvidnost ukidanjem granične i snižavanjem minimalne obvezne pričuve na inozemno zaduživanje banaka.<sup>7</sup>

Grafikon 6. Devizni tečajevi<sup>a</sup>



<sup>a</sup> Prosinac 2006 = 100; euro po jedinici lokalne valute (nominalni efektivni devizni tečajevi za Bugarsku, Estoniju, Latviju i Litvu). Povećanje upućuje na rast deviznog tečaja; mjesečni prosjeci.

Napomena: AL – Albanija; BG – Bugarska; CZ – Češka Republika; EE – Estonija; HR – Hrvatska; HU – Mađarska; LT – Litva; LV – Latvija; MK – Makedonija; PL – Poljska; RO – Rumunjska; RS – Srbija; TR – Turska

Izvori: ECB, Datastream, nacionalni podaci, BIS

U Hrvatskoj, kao i u ostalim zemljama SIE-a, ovaj deprecijacijski se pritisak pojavio nakon nekoliko godina snažnih aprecijacijskih pritisaka. U tom se razdoblju i privatni i javni sektor u regiji uvelike zaduživao u stranim valutama, koristeći se nižim kamatama u inozemstvu i jačanjem lokalnih valuta. U trenutku kada su se devizni tečajevi promijenili, zajmoprimci – stanovništvo i poduzeća s velikim deviznim dugovima, pretrpjeli su znatne gubitke. Mnogi su ulagači s dospjelim deviznim dugovima bili prisiljeni nabavljati devize prodajom imovine denominirane u lokalnim valutama po znatno nižim cijenama, povećavajući pad deviznih tečajeva i cijena kapitala na vrlo nelikvidnim tržištima. Likvidnost se također odlijevala s međubankovnih tržišta, a kamatne stope na tržištu novca u Hrvatskoj i Rumunjskoj povremeno su skakale na 40%.

Sljedeća i do sada najrazornija oluja koja je pogodila tržišta Središnje i Istočne Europe počela je sredinom veljače 2009. godine, kada je kreditna agencija Moody's (2009) upozorila da bi mogla sniziti rejtinge bankama koje posluju u SIE-u zbog njihove velike izloženosti u toj regiji. Iako to izvješće nije donijelo nikakve nove informacije o ranjivosti matičnih banaka ili njihovih podružnica, ono je uzdrimalo povjerenje ulagača. U roku

<sup>7</sup> Nekoliko drugih središnjih banaka u zemljama SIE-a reagiralo je davanjem kredita u eurima komercijalnim bankama. Također, ECB je osigurao Mađarskoj i Poljskoj narodnoj banci refinanciranje u eurima (doduše, uz polog visokovrijednog kolateralu denominiranoga u eurima), a Švicarska narodna banka otvorila je swap aranžman za zamjenu eura za švicarske franke Mađarskoj i Poljskoj narodnoj banci.

tjedan dana cijene dionica pale su za više od 10% (grafikon 3), premije rizika na obveznice u Hrvatskoj i Mađarskoj skočile su na 500 bodova (grafikon 4), valute su bile izložene dodatnom deprecijacijskom pritisku (grafikon 6), a premije rizika na CDS-ove matičnih banaka znatno su porasle.<sup>8</sup> Ukupno gledano, takva su kretanja izazvala opću zabrinutost vezanu za neizbježan početak financijske krize u regiji. Osim strahovanja zbog mogućeg utjecaja na njihove bankovne sustave, ti su problem naveli Bosnu i Hercegovinu, Latviju, Srbiju, Rumunjsku i Ukrajinu da zatraže pomoć od MMF-a.

Iako su se u ožujku 2009. prilike na lokalnim financijskim tržištima počele smirivati, bilo bi preuranjeno zaključiti da su financijska previranja u SIE-u završena. Jedan od preostalih izvora rizika jest neizvjesno stanje gospodarstva i financija u Latviji, čiji je režim valutnog odbora ostao pod snažnim pritiskom. Kada bi Latvija bila prisiljena odstupiti od fiksnog tečaja prema euru, ostale zemlje koje imaju fiksni ili upravljani fluktuirajući tečajni režim, uključujući i Hrvatsku, dospjele bi pod snažan pritisak. U tom se slučaju ne bi samo morale pomiriti s visokim troškom vanjskog financiranja kao sada, nego bi se vjerojatno morale uključiti i u borbu protiv krize. Drugi izvor rizika jest porast nenaplativih kredita u brojnim bankama u regiji. Napokon, mnoge vlade zemalja SIE-a suočene su, poput Hrvatske, s velikim povećanjem proračunskih deficita i s teškoćama u pronalaženju izvora financiranja. Mnoge su vlade također politički slabe. U takvoj bi situaciji sve veće nezadovoljstvo među stanovništvom i poduzetnicima zbog pasivnosti vlade ili zbog nepopularnih reformi koje vlada provodi moglo pridonijeti političkoj nestabilnosti i dodatno otežati rješavanje fiskalnih problema.

### **3.2. Utjecaj krize na dostupnost inozemnog financiranja**

Tokovi inozemnog kapitala u regiji SIE-a vjerno su odražavali kretanja cijena vrijednosnica o kojima se raspravljalo u prethodnom odjeljku. Priljev kredita međunarodnih banaka, najvažnije vrste kapitala koji dotječe u SIE-u, ispočetka se iznimno dobro držao: u prvoj polovici 2008. godine, kada su se zajmovi drugim tržištima u nastajanju već počeli smanjivati, krediti međunarodnih banaka koje podnose izvješća BIS-u, bankama i nebankarskom sektoru zemalja SIE-a već su iznosili više od 70% ukupnog iznosa za 2007. godinu (tabl. 3).<sup>9</sup>

Međutim, već tijekom trećeg tromjesečja 2008. godine međunarodne su banke počele smanjivati kredite bankama u SIE-u. Ispočetka su najviše bile pogođene banke u zemljama s likvidnijim bankarskim sustavima, pri čemu je likvidnost mjerena omjerom ukupnih kredita prema ukupnim depozitima (v. grafikon A1 u dodatku). U te su zemlje bile uključene Hrvatska, Češka i Poljska (v. tabl. A1 u dodatku). U četvrtom tromjesečju me-

---

<sup>8</sup> Izvješće agencije Moody's i naknadna izvješća u tisku (posebice u *Financial Timesu* i *Economistu*) sadržavali su pogreške u navođenju i interpretaciji BIS-ovih podataka koje su mogle utjecati na tržišno odlučivanje. To je potaknulo središnje banke Češke, Mađarske, Poljske i Rumunjske da koordiniraju objavljivanje izjava za tisak kojima se tržišta informiraju o stvarnom stanju kredita stranih banaka u njihovim zemljama; vidjeti npr. [http://www.cnb.cz/en/public/media\\_service/press\\_releases\\_cnb/2009/090224\\_statement\\_FT.html](http://www.cnb.cz/en/public/media_service/press_releases_cnb/2009/090224_statement_FT.html). Krajem veljače kreditna agencija Standard and Poor's (2009) objavila je izvješće kojim je uvela nešto veću diferencijaciju među zemljama SIE-a. Otrpilike u isto vrijeme Austrijska narodna banka objasnila je neke ključne argumente svoje paneuropske inicijative, pokrenute krajem siječnja, s ciljem pružanja pomoći zemljama SIE-a radi izbjegavanja krize (OeNB, 2009).

<sup>9</sup> Banka za međunarodna plaćanja (Bank for International Settlements, BIS) prikuplja i objavljuje podatke o međunarodnim bankarskim transakcijama od 1964. godine. Izvještaje o transakcijama tromjesečno podnose banke iz 41 razvijenih zemalja; statistika obuhvaća više od 90% ukupnih međunarodnih bankarskih transakcija (v. [www.bis.org/statistics](http://www.bis.org/statistics)).

međunarodne banke nastavile su se povlačiti iz Češke i Poljske, a počele su se povlačiti i iz Turske. Međutim, banke i nebankarski sektor u Hrvatskoj i još nekim zemljama dobili su dodatne međunarodne kredite (tabl. A1 i A2 u dodatku). To je bio dio trenda u kojemu su manja gospodarstva SIE-a s velikom zastupljenošću stranih banaka, usprkos krizi, osjetila određenu razinu stabilnosti u priljevima međunarodnih bankarskih kredita.

Tablica 3. Inozemno financiranje gospodarstava SIE-a<sup>a</sup> (u mlrd. USD)

	2007.	2008.				2009.	
		1. tr.	2. tr.	3. tr.	4. tr.	1. tr.	2. tr.
Inozemni krediti <sup>b</sup>	125	50	41	21	-3	-24	–
Kreditni bankama	70	32	18	8	-3	-20	–
Kreditni nebankarskom sektoru	55	17	23	13	0	-4	–
Međunarodne obveznice <sup>c</sup>	12	-2	11	4	-3	2	10

<sup>a</sup> Obuhvaća 17 zemalja središnje i istočne Europe navedenih u dodatku, tablice A1 i A2.

<sup>b</sup> Vanjski krediti banaka koje podnose izvješća BIS-u prema pojedinačnim zemljama; iznosi su u američkim dolarima, korigirani za promjene deviznih tečajeva.

<sup>c</sup> Neto izdanja obveznica svih izdavatelja (državnih i privatnih), prema nacionalnosti izdavača.

Izvor: BIS, Banking and International Financial Statistics

Ipak, pokazalo se da je ta stabilnost samo privremena. U prvom tromjesečju 2009. godine međunarodne su banke smanjile inozemno financiranje banaka u gotovo svim zemljama u regiji. Najveća su smanjenja zabilježile banke u Slovačkoj (9,2 milijarde američkih dolara) i Češkoj (2,6 milijardi dolara) (tabl. A1 u dodatku). Već je spomenuto da su te zemlje imale prilično likvidne bankarske sustave (Slovačka je također u eurozoni), što upućuje na zaključak da su se matične banke koristile tim tržištima za povećanje likvidnosti. Banke u Hrvatskoj i Mađarskoj dobile su dodatne kredite u prvom tromjesečju 2009. godine, no radilo se o iznosima koji su činili manje od 25% sredstava primljenih u zadnjem tromjesečju 2008. godine.

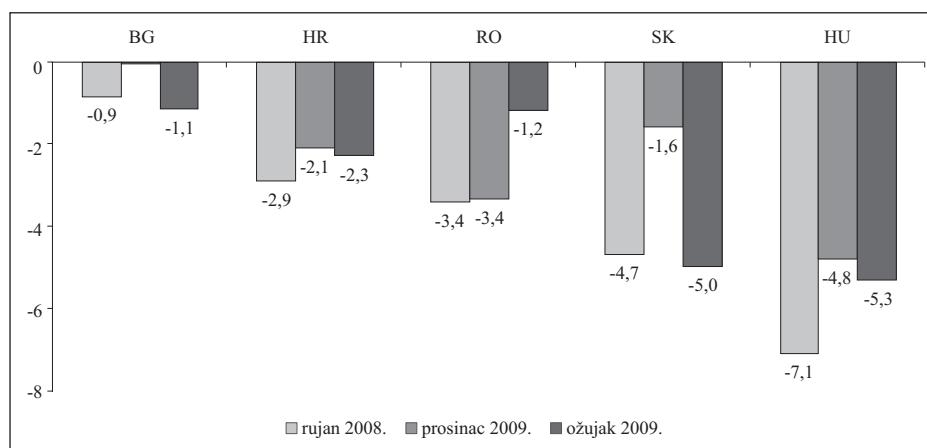
Inozemni krediti nebankarskom sektoru u SIE-u smanjili su se znatno manje od kredita bankama u prvom tromjesečju 2009. godine (tabl. 3). Ipak, nebankarski sektor u Hrvatskoj (kao i u Bugarskoj, Rumunjskoj, Slovačkoj, Sloveniji i Turskoj) osjetio je veliko smanjenje financiranja inozemnih banaka (tabl. A2 u dodatku).

Povlačenje stranih banaka iz regije osjetilo se i smanjenjem kredita u lokalnoj valuti. Ti su krediti važni za financijsku stabilnost jer se temelje na depozitima lokalnog stanovništva u lokalnoj valuti (npr. depoziti hrvatskog stanovništva u kunama), za razliku od depozita lokalnog stanovništva u stranim valutama ili inozemnih kredita (koji su, prema definiciji, u stranoj valuti). Osnova financiranja za takve lokalne kredite u načelu je stabilnija od osnove za financiranje kredita u stranoj valuti ili od inozemnih kredita. Osim toga, u zemljama s velikom zastupljenošću stranih banaka takvi krediti čine najveći dio bankarskih kredita.

Nakon višegodišnjega snažnog rasta, u trećem tromjesečju 2009. godine zabilježen je pad kredita međunarodnih banaka u lokalnoj valuti (grafikon 7). Pad je vjerojatno bio po-

sljedica slabije potražnje kredita jer su se stanovništvo i poduzeća počeli manje zaduživati u očekivanju širenja krize na realni sektor. U Hrvatskoj se takvo racionalno ponašanje privatnog sektora bitno razlikovalo od Vladinih planova financiranja proračunskog deficita: dok je privatni sektor smanjio zaduživanje kada je shvatio da dolazi kriza, Vlada je planirala povećati zajmove od stranih banaka, koji su po pravilu najskuplji izvor vanjskog financiranja.

Grafikon 7. Promjene potraživanja podružnica stranih banaka u lokalnoj valuti prema stanovništvu (u mlrd. USD)



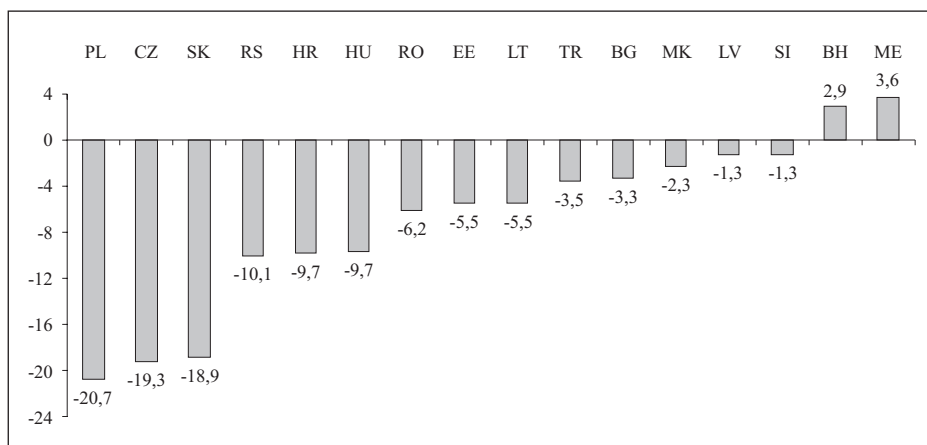
Napomena: BG – Bugarska; HR – Hrvatska; HU – Mađarska; RO – Rumunjska; SK – Slovačka  
Izvor: BIS, International Banking Statistics

Pad kredita u lokalnoj valuti djelomično je odražavao nastojanja stranih banaka da svoje pozicije u valutama zemalja SIE-a zamijene za likvidnije ili bolje rangirane vrijednosnice u glavnim svjetskim valutama. Podaci BIS-a potkrepljuju ovo objašnjenje: međunarodne banke najviše su smanjile kredite u lokalnim valutama u zemljama poput Češke, Poljske i Slovačke (grafikon 8), čiji su bankarski sustavi bili vrlo likvidni. U nekim drugim zemljama (npr. u Srbiji i Rumunjskoj), smanjenje lokalnih kredita odražava vrlo brz rast kredita u razdoblju prije krize. To, međutim, ne vrijedi za Hrvatsku, u kojoj je rast kredita bio nizak u usporedbi s ostalim zemljama SIE-a. Hrvatska stoga vjerojatno pripada grupi zemalja u kojima su strane banke smanjile kredite u lokalnoj valuti da bi više investirale u vrijednosnice denominirane u eurima. No bitno je naglasiti da je u mnogim manjim zemljama jugoistočne Europe, kao i u baltičkim zemljama, pad kredita rezidentima u lokalnim valutama bio relativno malen, odnosno iznosio je manje od 5% ukupnih kredita domaćemu privatnom sektoru. To nas upućuje na zaključak da su matične banke iz Zapadne Europe u prvom tromjesečju 2009. godine provodile diferencijaciju među zemljama SIE-a, održavajući kreditne linije najprofitabilnijim podružnicama i smanjujući ih drugima.<sup>10</sup>

<sup>10</sup> Treba naglasiti da su na iznose u grafikonu 8. snažno utjecale promjene tečaja valuta zemalja SIE-a prema američkom dolaru. Korigirani za tečajne promjene, krediti u lokalnim valutama bili su znatno stabilniji.



Grafikon 8. Krediti stranih banaka u SIE-u u lokalnoj valuti<sup>a</sup>



<sup>a</sup> Promjene potraživanja stranih banaka u lokalnoj valuti prema rezidentima SIE-a u četvrtom tromjesečju 2008. i u prvom tromjesečju 2009. godine, kao postotak ukupnih kredita domaćemu privatnom sektoru.

Napomena: BH – Bosna i Hercegovina; BG – Bugarska; CZ – Češka Republika; EE – Estonija; HR – Hrvatska; HU – Mađarska; LT – Litva; LV – Latvija; ME – Crna Gora; MK – Makedonija; PL – Poljska; RO – Rumunjska; RS – Srbija; SI – Slovenija; SK – Slovačka; TR – Turska

Izvori: IMF, BIS, autori izračuni

I za ostale tokove kapitala podaci o izdavanju međunarodnih obveznica daju sličnu sliku kao podaci o inozemnim kreditima. Nakon rekordno intenzivnog izdavanja međunarodnih obveznica u 2007. godini i prva tri tromjesečja 2008. godine, neto izdavanje obveznica u SIE-u u zadnjem je tromjesečju 2008. smanjeno za 3 milijarde američkih dolara. U prvom tromjesečju 2009. godine došlo je do manjeg porasta neto izdavanja međunarodnih obveznica zahvaljujući uspješnim plasmanima državnih obveznica Poljske i Turske, iako uz mnogo više premije rizika nego u razdoblju prije krize. Hrvatska je tijekom 2008. godine i u prvom tromjesečju 2009. otplaćivala dospjele obveznice (u iznosu od 1 milijarde odnosno 0,7 milijardi američkih dolara). Izdavanje međunarodnih obveznica nastavljeno je i u drugom tromjesečju 2009. godine, kada su Hrvatska, Češka, Litva, Poljska i Turska izdale obveznice u neto vrijednosti 10 milijardi američkih dolara (tabl. 3).

U usporedbi s priljevima kapitala po osnovi inozemnih kredita i izdanih obveznica, priljevi kapitala po osnovi stranih izravnih ulaganja u 2008. godini bili su relativno solidni. Na primjer, neto priljev stranih izravnih ulaganja u Hrvatsku 2008. godine iznosio je 4,6 milijardi američkih dolara, gotovo jednako kao i 2007. Međutim, u prvom tromjesečju 2009. godine znatno je usporen neto priljev stranih izravnih ulaganja na 0,5 milijardi američkih dolara.

Unatoč znakovima smanjenja kapitalnih priljeva, podaci iz platne bilance pokazuju da je vanjski deficit tekućeg računa u Hrvatskoj povećan sa 4,4 milijarde američkih dolara (7,6% BDP-a) u 2007. godini na 6,3 milijarde američkih dolara (9,4% BDP-a) u

2008. godini. Projekcije deficita – pa stoga i potreba za inozemnim zaduživanjem – za 2009. godinu vrlo su nesigurne jer je izuzetno teško procijeniti koliko će duboka i trajna biti silazna faza inozemne potražnje. U svakom slučaju, prilično je sigurno da će se ove godine deficit tekućeg računa platne bilance smanjiti jer će nedostatak i visoka cijena inozemnog financiranja uzrokovati pad uvoza robe i usluga. Deficit u prvom tromjesečju 2009. godine bio je procijenjen na 2,4 milijarde američkih dolara, što je gotovo 40% manje nego u istom tromjesečju prethodne godine (HNB, 2009). U srpnju je Ekonomski institut Zagreb (2009a) predvidio smanjenje deficita tekućeg računa platne bilance za cijelu 2009. godinu na 3,5% BDP-a.

Taj bi deficit u postojećim uvjetima još uvijek moglo biti teško financirati. Radi usporedbe, ograničenja inozemnog financiranja prisilila su Estoniju da smanji svoj deficit tekućeg računa platne bilance s gotovo 17% BDP-a u posljednjem tromjesečju 2007. godine na 6% u posljednjem tromjesečju 2008. godine. S tim u vezi treba naglasiti da Estonija ima znatno bolju proračunsku bilancu nego Hrvatska: u razdoblju od 2001. do 2008. godine država je stalnim ostvarivanjem proračunskih viškova nagomilala fiskalne pričuve u visini oko 10% BDP-a. U Hrvatskoj je, nasuprot tome, u trećem rebalansu proračuna predviđen bruto iznos inozemnog financiranja u visini 3,5% BDP-a, dok se neto iznos inozemnog financiranja procjenjuje na 0,8% BDP-a, ili na jednu petinu ukupnoga inozemnog deficita.

### **3.3. Učinak na financiranje proračuna u Hrvatskoj**

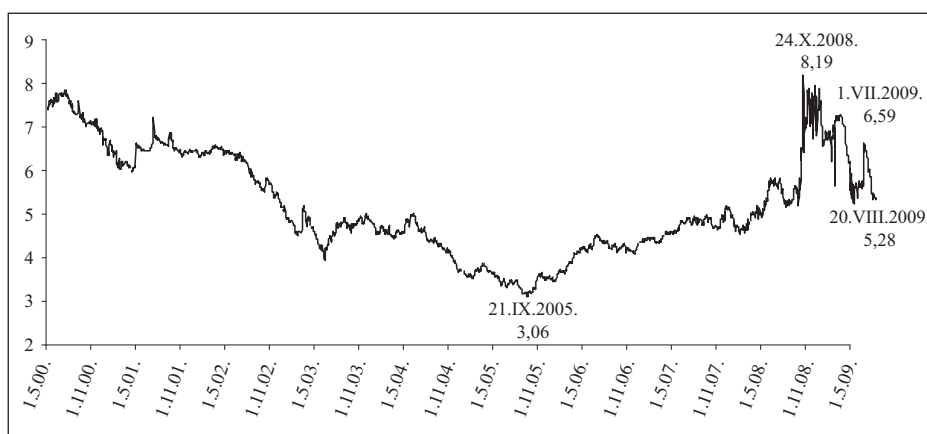
Širenje globalne financijske krize u SIE-u očitovalo se snažnim zaoštavanjem uvjeta vanjskog financiranja za hrvatsku državu. Cijena inozemnog zaduživanja, mjerena prisnosom na državne obveznice (tj. stopom povrata koju ulagači zahtijevaju da bi investirali u hrvatski državni dug) povećala se s 3% u rujnu 2005. godine na 6,5% u srpnju 2009. godine (grafikon 9). Premija rizika na inozemno zaduživanje države, mjerena premijom rizika na indeks obveznica tržišta u nastajanju Euro EMBI Global, povećala se od sredine 2008. godine otprilike tri puta, odnosno 17 puta od sredine 2007. godine (grafikon 10). Događaji poput ostavke premijera krajem lipnja 2009. godine imali su velik, iako privremen, učinak na cijenu inozemnog zaduživanja i premiju rizika na državne obveznice.

Unatoč opisanome ekstremnom zaoštavanju uvjeta vanjskog financiranja, izvorni proračun za 2009. godinu, pripremljen u zadnjem tromjesečju 2008. godine, predvidio je izdavanje međunarodnih obveznica u iznosu od 5,5 milijardi kuna (750 milijuna eura). S racionalnoga ekonomskoga gledišta vrlo je teško objasniti zašto je povratak na međunarodno tržište obveznica planiran usred najgore financijske krize u posljednjih 70 godina. Štoviše, teško je shvatiti planove zaduživanja u tako neizvjesnom okruženju, nakon petogodišnjeg izbjivanja s međunarodnog tržišta obveznica. Naime, hrvatska je država u ovom desetljeću samo četiri puta izdala euroobveznice: u ožujku 2001., u veljači 2003., u travnju 2004. i u svibnju 2009. godine. Drugim riječima, hrvatske su euroobveznice izdavane ili prije ili nakon što su uvjeti na tržištu međunarodnih obveznica bili najpovoljniji.

Za tržišta u nastajanju, kao što je hrvatsko, nužno je biti prisutan na tržištima međunarodnih obveznica kako bi se stekao dobar “dosje” vjerovnika i time s vremenom popravio kreditni rejting države. Tijekom vremena to može pomoći u prevladavanju tzv. izvor-

nog grijeha, odnosno, nemogućnosti izdavanja međunarodnih obveznica u domaćoj valuti.<sup>11</sup> Jednom kada je zemlja u stanju zaduživati se u vlastitoj valuti na međunarodnom tržištu, više-manje je riješila problem financiranja proračuna i može se upustiti u ekspanzivnu fiskalnu politiku, kao što dokazuje najnoviji primjer naprednih gospodarstava i nekih dobrostojećih tržišta u nastajanju (npr. Kine). Redovito izdavanje međunarodnih obveznica od države također otvara privatnom sektoru pristup na globalno tržište kapitala i stjecanje vlastitoga kreditnog rejtinga, jer su premije rizika za obveznice privatnog sektora obično procjenjuju prema premiji rizika državnih obveznica.

Grafikon 9. Prinos hrvatskih državnih obveznica (Euro EMBI Global HR)  
(u postotnim bodovima)



Izvor: JP Morgan

Jedna od posljedica rijetke prisutnosti Hrvatske na međunarodnom tržištu obveznica jest to da se kreditni rejting države za inozemno zaduživanje nije popravio još od 1997. godine, kada je prvi put i uveden. Nasuprot tome, kreditni rejtingi svih ostalih zemalja SIE-a s vremenom su se popravili, u mnogim slučajevima i značajno.

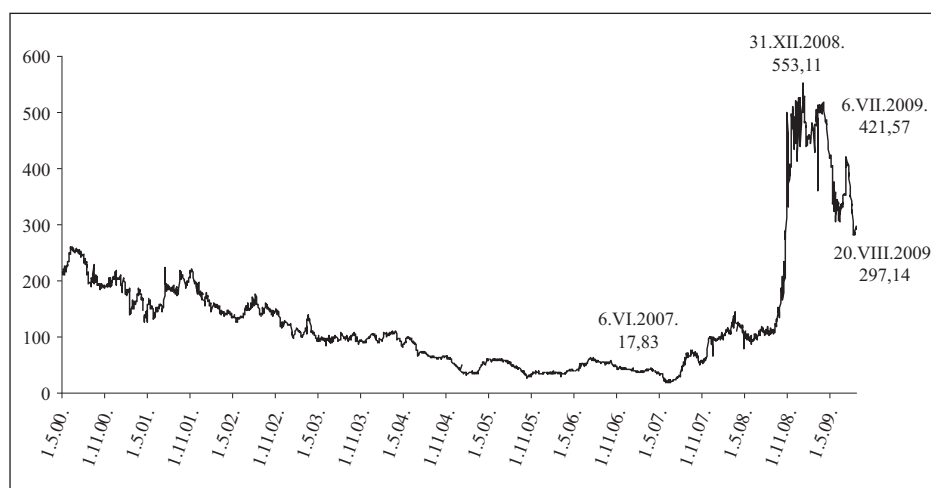
Druga je posljedica bila visoka cijena posljednjeg izdavanja euroobveznica u svibnju 2009. godine, kako u usporedbi s prethodnim hrvatskim euroobveznicama, tako i u usporedbi s obveznicama koje su druge zemlje SIE-a izdale u prvoj polovici 2009. godine. Na primjer, prinos po dospelosti novih euroobveznica bio je 6,6% pri izdavanju, što je znatno niže od 6,8%, koliko je iznosio prinos na prve hrvatske euroobveznice izdane u ovom desetljeću, u ožujku 2001. godine (grafikon 11).<sup>12</sup> Potrebno je naglasiti da su u ožuj-

<sup>11</sup> Prije jednog desetljeća "izvorni grijeh" smatrao se nepremostivom zaprekom za prerastanje gospodarstava tržišta u nastajanju u zrela tržišna gospodarstva (v. Eichengreen i Hausmann, 1999). Međutim, otada su mnoge zemlje s tržištima u nastajanju – uključujući Brazil, Čile, Kinu, Češku, Koreju i Singapur – izdale međunarodne obveznice denominirane u domaćoj valuti.

<sup>12</sup> Ilustracije radi, plaćanjem 50 baznih bodova manje na euroobveznice u vrijednosti 750 milijuna eura izdane u svibnju 2009. godine za pet godina uštedjelo bi se oko 140 milijuna kuna, što čini gotovo 50%-tni iznos godišnjih rashoda za dodiplomsko obrazovanje učenika na svim fakultetima i znanstvenim institutima u Hrvatskoj u 2008. godini.

ku 2001. godine financijska tržišta također bila u previranju nakon pada cijena na prenapuhanom tržištu dionica visokih tehnologija, te da je Hrvatska u to doba tek počela izlaziti iz međunarodne izolacije u kojoj je bila krajem 1990-ih godina. Štoviše, premija rizika na najnovije hrvatske euroobveznice u trenutku njihova izdavanja krajem svibnja 2009. godine (350 baznih bodova) bila je znatno viša nego premija rizika na prethodno izdane hrvatske euroobveznice (od 85 do 110 baznih bodova). To dokazuje povećanu sumnju ulagača u sposobnost hrvatske Vlade da uredno servisira dug po najnovijem izdanju u usporedbi s ranijim izdanjima euroobveznica. Stoga je teško tržišnim podacima podržati tvrdnje vlasti kako je plasman euroobveznica u svibnju 2009. bio uspješan.

Grafikon 10. Premije rizika na hrvatske državne euroobveznice (Euro EMBI Global HR) (u odnosu prema referentnoj euroobveznici; u baznim bodovima)



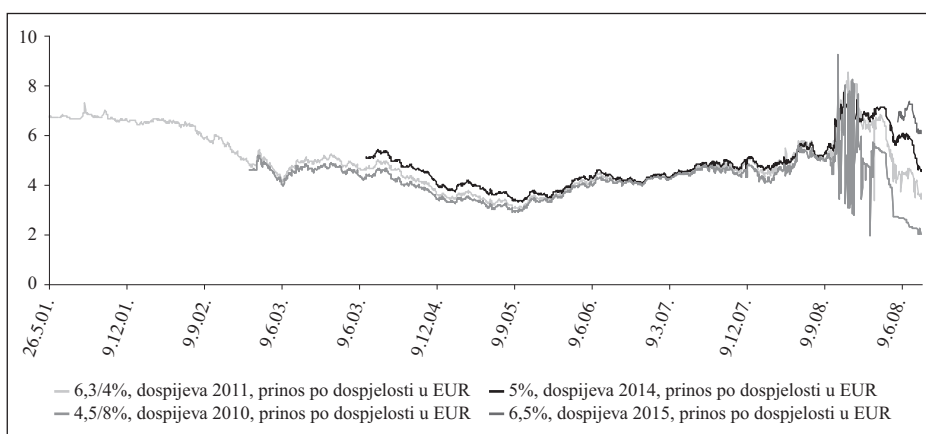
Izvor: JP Morgan

Cijena najnovijih hrvatskih euroobveznica bila je također visoka uspoređimo li ih s obveznicama koje su izdale ostale zemlje SIE-a u prvoj polovici 2009. godine (grafikon 12). Posebno je indikativna usporedba s Mađarskom, koja je u ovoj krizi bila jedna od najteže pogođenih zemalja SIE-a i s kojom Hrvatska dijeli mnoge sličnosti u fiskalnom području. Osim u jednom tjednu, prinos po dospjelosti mađarskih euroobveznica bio je stalno niži od prinosa na hrvatske euroobveznice, unatoč višim kuponskim kamatama (6,75% nasuprot 6,5%), i unatoč činjenici da je mađarski financijski sustav u listopadu 2008. godine bio na rubu raspada. Ključna je razlika da je mađarska vlast primijenila niz oštrih rezova u državnim rashodima i time uvjerila ulagače da ozbiljno shvaća zadatak fiskalne konsolidacije.

U ovom kontekstu treba također spomenuti da su, unatoč rastućim prinosima na obveznice i rastućim kamatnim stopama, planirani izdaci za kamate na izdane obveznice, trezorske zapise i bankarske kredite ostali nepromijenjeni od izvornog proračuna do tre-

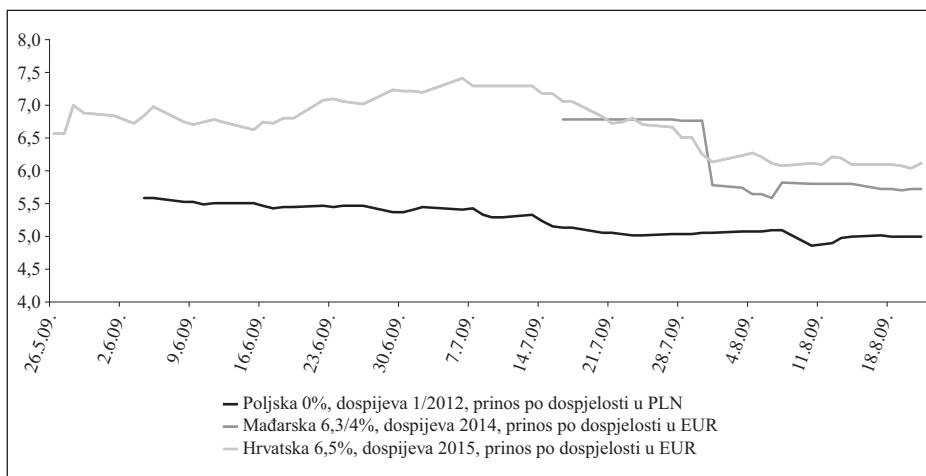
ćeg rebalansa (grafikon 13). Tu nedosljednost nije primijetio čak ni MMF u svojem naj-novijem izvješću o Hrvatskoj (IMF, 2009).

Grafikon 11. Izdavanje hrvatskih državnih euroobveznica, 2001-2009.  
(prinos po dospelosti; u postocima)



Izvor: JP Morgan

Grafikon 12. Izdavanje državnih euroobveznica zemalja SIE-a u 2009. godini  
(prinos po dospelosti; u postocima)

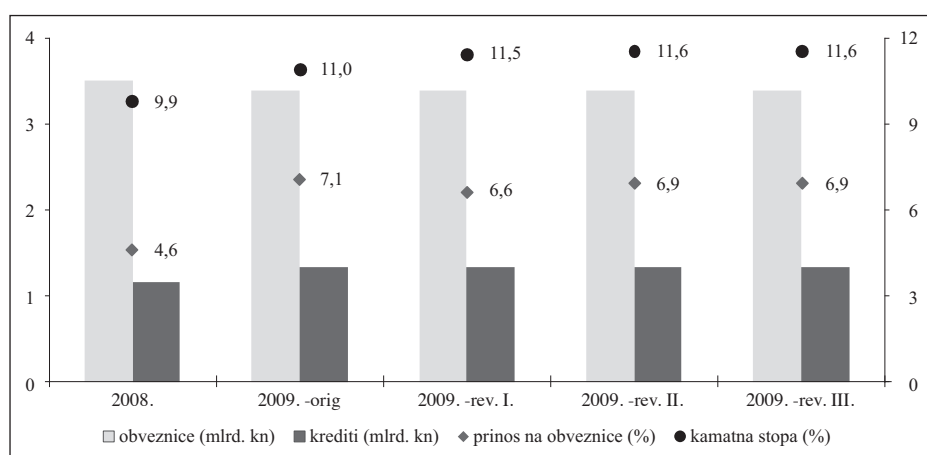


Izvor: JP Morgan

Može se zaključiti da je vanjsko financiranje proračunskog deficita zbog krize postalo ne samo znatno skuplje, nego i oskudnije. Nije izgledno da će se ti nepovoljni uvjeti

znatnije popraviti u sljedećih nekoliko godina – iznimno povoljni uvjeti zaduživanja kakvi su prevladavali na svjetskim financijskim tržištima do 2007. godine neće se uskoro ponoviti. Uz neposredne probleme s refinanciranjem dospjelog inozemnog duga u 2009. godini, to znači da je cijelo hrvatsko gospodarstvo – sektor poduzeća, banke, stanovništvo i javni sektor – suočeno s izazovom prilagodbe jednom novom modelu rasta, koji će se morati ponajprije temeljiti na domaćim, a ne na stranim izvorima štednje (v. Čičin-Šain, 2008). Također je nužno naglasiti da kriza još uvijek nije gotova. Unatoč snažnom usporavanju u prvoj polovici 2009. godine, hrvatsko gospodarstvo i, posebice, financijski sektor mogli bi doživjeti daljnje udare u idućem razdoblju.

Grafikon 13. Izdaci za kamate i troškovi financiranja



Napomena: Izdaci za kamate na izdane obveznice i trezorske zapise te na kredite koje je država primila iskazani su u milijardama kuna, lijevom skalom. Prikazane kamatne stope prosječne su kamatne stope na kratkoročne kredite u kunama, bez valutne klauzule. Prikazani prinosi na obveznice odnose se na hrvatske državne obveznice s kuponom od 6,75% i dospijećem 2011. godine. Kamatne stope i prinosi na obveznice prikazani su kao prosjek za prvo tromjesečje 2008. godine (za proračun za 2008. godinu), za četvrto tromjesečje 2008. godine (za izvorni proračun za 2009. godinu), za prvo tromjesečje 2009. godine (za prvi rebalans proračuna za 2009. godinu) i za drugo tromjesečje 2009. godine (za drugi i treći rebalans).

Izvori: Ministarstvo financija, HNB, autorovi izračuni

#### 4. Zašto Hrvatska ne može voditi ekspanzivnu fiskalnu politiku?

Glavni alati makroekonomske politike – monetarna, fiskalna i regulatorna politika za tržište rada, financijsko tržište i tržišno natjecanje – moraju biti koordinirani da bi se ostvarili glavni makroekonomski ciljevi: stabilan rast, niska inflacija, puna zaposlenost, financijska stabilnost i održiva unutarnja (tj. fiskalna) i vanjska (tj. platnobilančna) ravnoteža. Kako se ta koordinacija provodi, u znatnoj mjeri ovisi o monetarnome i tečajnom režimu koji zemlja usvoji. Za Hrvatsku je to upravljani fluktuirajući tečajni režim, u kojemu je

primarni cilj središnje banke održavanje stabilnosti cijena, a glavni operativni cilj održavanje stabilnosti nacionalne valute, kune. Unutar toga monetarno-tečajnog režima – ali i unutar drugih režima – prostor za fiskalnu ekspanziju je ograničen.

U tom je kontekstu potrebno naglasiti i to da je Hrvatska kao malo otvoreno gospodarstvo, tijesno povezano s realnim sektorom i financijskim tržištima u eurozoni, gotovo u potpunosti liberalizirala svoje trgovinske i kapitalne transakcije. To znači da je prostor za nezavisnu monetarnu politiku vrlo ograničen, pa se prilagodbe na udarce kao što je globalna financijska kriza moraju provoditi fiskalnim pritezanjem i smanjenjem realnih nadnica i realnih cijena imovine, a ne deprecijacijom tečaja i smanjenjem kamatnih stopa. Prostor za nezavisnu monetarnu politiku bio bi ograničen i da je Hrvatska usvojila režim ciljane inflacije s plivajućim tečajem, što je pokazalo iskustvo Poljske, Rumunjske i Srbije, o kojemu je raspravljano u poglavlju 3.1.

Kako bismo pokazali zašto Hrvatska ne može provoditi ekspanzivnu fiskalnu politiku, u ovom ćemo poglavlju najprije analizirati kako je koordinacija mjera makroekonomske politike provedena tijekom najnovije krize u zemljama SIE-a s različitim monetarno-tečajnim režimima. U drugom se dijelu daju teorijski i empirijski argumenti protiv fiskalne ekspanzije u trenutačnim okolnostima. Nameću se dva zaključka. Prvo, monetarna se politika brzo prilagodila promijenjenim okolnostima tijekom krize, dok fiskalna politika nije osigurala dostatnu potporu makroekonomskoj stabilizaciji. Drugo, fiskalna bi ekspanzija u trenutačnim okolnostima ozbiljno potkopala makroekonomsku i financijsku stabilnost i gurnula gospodarstvo dublje u krizu, umjesto da ga iz nje izbavi.

#### **4.1. Koordinacija mjera monetarne i fiskalne politike**

Razdoblje od rujna 2008. do ožujka 2009. godine bilo je jedno od najtežih razdoblja za makroekonomsku politiku u Hrvatskoj i zemljama SIE-a od početka tranzicije 1989. godine. Unatoč brzom povećanju inflatornih pritisaka, tijekom većeg dijela 2008. godine fiskalna je politika u Hrvatskoj i drugim zemljama SIE-a uglavnom nastavila poticati agregatnu potražnju, prepuštajući glavninu odgovornost za borbu protiv inflacije središnjim bankama. U isto su vrijeme poremećaji na međunarodnim kreditnim tržištima, koji su u rujnu 2008. godine prerasli u globalnu financijsku krizu, u početku prisilili središnje banke da slijede suprotstavljene ciljeve osiguranja likvidnosti bankovnog sustava i ublažavanja još uvijek snažnih inflatornih pritisaka – ostvarivanje tih ciljeva zahtijeva oprečne poteze politike kamatnih stopa, tj. niže stope u prvome, a više u drugom primjeru. U veljači 2009. godine, kada je financijskim tržištima Središnje i Istočne Europe zavladao gotovo potpuni metež, žarište politike opet se pomaknulo – ovoga puta u razdoblju od samo nekoliko tjedana – od ublažavanja oštrog pada proizvodnje prema sprečavanju financijskog kraha. A od ožujka 2009. godine glavni je izazov makroekonomske politike mnogim zemljama u regiji, a Hrvatskoj posebice, postao kako osigurati financiranje državnog proračuna i istodobno održati financijsku stabilnost te osigurati barem minimum potpore gospodarstvu.

*Monetarna politika.* Zemlje čija se strategija monetarne politike bazira na ciljanju inflacije (*inflation targeting*) – Češka, Mađarska, Poljska, Rumunjska, Srbija i Turska – uglavnom su se uspjele lakše prilagoditi promjenama makroekonomskih uvjeta nego zemlje s fiksnim tečajnim režimima (Bosna i Hercegovina, Bugarska, Estonija, Latvija i

Litva) ili s upravljanim tečajnim režimima (Hrvatska i Makedonija). Razlog tome je činjenica da su središnje banke u režimu ciljane inflacije, djelujući unutar čvrsto definiranih institucionalnih okvira, mogle reagirati na rastuće inflatorne pritiske povećanjem kratkoročnih nominalnih kamatnih stopa. Posljedica za mnoge od tih zemalja bila je značajna aprecijacija tečaja do sredine 2008. godine, što je dodatno pridonijelo smirivanju inflacije zbog smanjenog pritiska uvoznih cijena.

U zemljama s fiksnim deviznim tečajem mogućnosti povećanja kamatnih stopa – i učinci što bi ih takav korak uzrokovao – bili su ograničeni ne samo deviznim režimima nego i visokim stupnjem valutne supstitucije. Zbog toga su se vlasti morale indirektno boriti protiv inflatornih pritisaka, npr. pokušavajući ograničiti brzi rast kredita primjenom bonitetne regulative. Tako su središnje banke u Bugarskoj i Hrvatskoj tijekom druge polovice 2008. godine povećale obvezne pričuve i pooštrile ostalu bonitetnu regulativu kako bi ograničile rast kredita. Katkad su primijenjene i dodatne administrativne mjere kao što su ograničenja kredita za svaku banku posebno (npr. u Hrvatskoj i Crnoj Gori).

Počevši od listopada 2008. godine, žarište politike prebačeno je s borbe protiv inflacije na osiguranje likvidnosti domaćega bankovnog sustava. Slom Lehman Brothersa utjecao je na mnoge matične banke koje posluju u Središnjoj i Istočnoj Europi, prisiljavajući ih da smanje vlastitu zaduženost i učine svoju imovinu likvidnom. Kao što je navedeno u poglavlju 3.1, to je imalo znatne posljedice za likvidnost tržišta u Središnjoj i Istočnoj Europi, poglavito u zemljama koje su financijski usko povezane sa Zapadnom Europom. Budući da su u isto vrijeme osjetno pale cijene nafte, čime je uklonjena jedna od glavnih prijetnji inflaciji, središnje su banke u režimu ciljane inflacije reagirale znatnim snižavanjem kamatnih stopa.

U zemljama s fiksnim ili kontroliranim deviznim tečajem reakcija monetarne politike na vanjski udarac u listopadu ovisila je o stupnju prelijevanja krize s globalnih tržišta na domaće bankovne sustave. Ondje gdje je bila ugrožena stabilnost bankovnog sektora prioritet monetarne politike postalo je održavanje financijske stabilnosti. Na primjer, banke u Bosni i Hercegovini, Crnoj Gori i Srbiji (te, donekle, i u Hrvatskoj) bile su tijekom jeseni 2008. godine pogođene opsežnim povlačenjem deviznih depozita. Središnje banke tih zemalja odgovorile su snižavanjem stopa obveznih pričuva (poglavito na inozemno zaduživanje) kako bi osigurale likvidnost banaka te, zajedno s fiskalnim vlastima, povećanjem limita osiguranih depozita.

Ondje gdje stabilnost bankovnog sustava nije bila neposredan problem (npr. u Bugarskoj, Hrvatskoj i Litvi), središnje su banke povećale opseg repo-poslova, snizile obvezne pričuve ili ublažile razne bonitetne propise o bankovnim kreditima. Tako je Hrvatska narodna banka u listopadu 2008. godine ukinula graničnu obveznu pričuvu na inozemno zaduživanje banaka, nastojeći povećati likvidnost poslovnih banaka, a u studenome je smanjila stopu obvezne pričuve za 3 postotna boda kako bi osigurala dodatnu likvidnost. Kao što je već navedeno, iako su te mjere u načelu bile ekspanzivne, u praksi nisu potaknule gospodarsku aktivnost tijekom prve polovice 2009. godine. Razlog je to što je većinu likvidnosti bankovnog sustava, uključujući i dodatnu likvidnost povećanu mjerama središnje banke, apsorbirala država, prisiljavajući privatni sektor na povlačenje depozita kako bi financirao svoje djelovanje.



Zbog ozbiljnog pogoršanja izgleda realnog sektora gospodarstva, većina tržišnih analitičara još je sredinom veljače očekivala da će središnje banke u SIE-u nastaviti snižavati kamatne stope i provoditi druge mjere za poboljšanje likvidnosti. Međutim, zbog tržišnih potresa nastalih nakon upozorenja agencije Moody's da će sniziti rejting matičnim bankama koje posluju u SIE-u, ponovno je došlo do pomaka žarišta politike u nekolicini zemalja, ovoga puta prema stabilizaciji deviznog tečaja i sprečavanju razbuktavanja financijske krize. Narodna banka Češke, na primjer, najavila je povećanje kamatnih stopa kako bi spriječila daljnje klizanje krune. Poljske vlasti, koje više od desetljeća nisu intervenirale na deviznim tržištima, prodale su dio sredstava što ih poljska vlada dobiva od Europske unije kako bi ojačale padajući zlot. Veći broj vlada najavio je početak intenziviranja pregovora s MMF-om o kreditima u slučaju nužde, a središnje banke i vlade nekolicine drugih zemalja pozvale su na koordinirani pristup Europske Unije kao pomoć stabiliziranju tržišta Središnje i Istočne Europe.

*Fiskalna politika.* Poput monetarne, i fiskalna se politika tijekom prošle godine morala suočiti s nekoliko velikih izazova. Tijekom prve polovice 2008. godine, kada je inflacija bila glavni izvor zabrinutosti, fiskalna je politika u većini zemalja SIE-a, uključujući i Hrvatsku, reagirala većom potrošnjom umjesto restriktivnijim mjerama (v. pogl. 2). Promatrano unatrag, to je vjerojatno bio rezultat uvjerenosti da će rast inflacije biti privremen i da neće utjecati na očekivanja u vezi s plaćama. Inflatorna su očekivanja, međutim, i dalje rasla. U slučaju Hrvatske, tu naknadnu racionalizaciju vlast nije ni sugerirala – stvarateljima politike povećanje potrošnje u skladu s porastom prihoda činilo se prirodnim.

U jesen 2008. godine žarište fiskalnih mjera prebačeno je na osiguranje stabilnosti banaka povećanjem jamstava na bankovne depozite. To je bila do tada najuspješnija fiskalna mjera povezana s krizom. U prvoj polovici 2009. godine, kada je došlo do smanjenja gospodarskog rasta i poreznih prihoda, žarište politike vraćeno je na osiguranje nužnog financiranja proračunskog deficita.

Krajnja posljedica tih kretanja bilo je pogoršanje fiskalnih rezultata u 2008. i 2009. godini u gotovo svim zemljama SIE-a (tabl. 4). Samo su Mađarska i Bugarska prošle godine znatno poboljšale svoje fiskalne pozicije. Iako je Hrvatska 2008. godine neznatno smanjila fiskalni deficit, valja napomenuti da su udjeli prihoda i rashoda u BDP-u u Hrvatskoj još uvijek među najvišima u regiji, tj. da je struktura hrvatskog proračuna ostala u osnovi nezdrava.

Dodatni su se izazovi pojavili potkraj 2008. i početkom 2009. godine, usred sve većih zahtjeva za fiskalnim poticajima. Djelomično kao reakcija na pakete koje su najavile vlade zapadnoeuropskih zemalja, neki su oporbeni političari i posebne interesne skupine tvrdili da bi hrvatska vlast trebala uvesti vlastite programe pomoći za odabrane sektore gospodarstva ili za razvoj javne infrastrukture. Ni ostale zemlje SIE-a nisu bile imune na takve zahtjeve. Prema najnovijim raspoloživim projekcijama Europske komisije (2009), proračunski deficiti u 2009. godini povećat će se prosječno za 2% BDP-a te čak za 7 – 8% u Latviji i Crnoj Gori (tabl. 4). U Češkoj, Poljskoj, Slovačkoj i Sloveniji proračunski će se deficiti povećati za 2,5 – 4,5% BDP-a, što će dijelom biti posljedica planiranog povećanja javnih rashoda (v. dolje).

Ukratko, fiskalna politika u Hrvatskoj, kao i drugdje u regiji, pružila je samo ograničenu potporu monetarnoj politici u postojećim problematičnim uvjetima u 2008. i 2009. godini. S obzirom na ozbiljno narušene vanjske i domaće uvjete financiranja, fiskalna politika u 2009. godini trebala je biti znatno zaoštrena, a ne olabavljena.

*Tablica 4. Odabrani fiskalni pokazatelji, 2007-2009. (u postocima BDP-a)<sup>a</sup>*

	Saldo opće države			Struktura proračuna 2008.		Javni dug 2008. <sup>b</sup>
	2007.	2008.	2009.	Prihodi	Rashodi	
Češka	-0,6	-1,5	-4,3	40,9	42,4	29,8
Mađarska	-4,9	-3,4	-3,4	46,5	49,9	73,0
Poljska	-1,9	-3,9	-6,6	39,2	43,1	47,1
Slovačka	-1,9	-2,2	-4,7	32,7	34,9	27,6
Slovenija	0,5	-0,9	-5,5	42,7	43,6	22,8
Estonija	2,7	-3,0	-3,0	37,9	40,9	4,8
Latvija	-0,4	-4,0	-11,1	35,5	39,5	19,5
Litva	-1,0	-3,2	-5,4	34,0	37,2	15,6
Bugarska	0,1	1,5	-0,5	38,9	37,4	14,1
<b>Hrvatska</b>	<b>-1,2</b>	<b>-0,7</b>	<b>-3,0</b>	<b>40,0</b>	<b>40,7</b>	<b>33,5</b>
Rumunjska	-2,5	-5,4	-5,1	33,1	38,5	15,2
Turska	-1,0	-2,1	-4,6	21,4	23,5	39,5
Albanija	-3,8	-5,2	-3,9	27,5	32,7	52,6
Bosna i Hercegovina	-0,1	-1,9	-3,1	47,8	49,7	34,3
Makedonija	0,6	-1,0	-3,5	35,6	36,6	21,4
Crna Gora	6,4	1,5	-6,2	44,4	42,9	32,3
Srbija	-1,9	-2,3	-1,8	42,0	45,2	33,8
<b>Prosjek</b>	<b>-0,7</b>	<b>-2,2</b>	<b>-4,5</b>	<b>37,7</b>	<b>39,9</b>	<b>30,4</b>
<i>Eurozona</i>	<i>-0,6</i>	<i>-1,9</i>	<i>-5,3</i>	<i>44,7</i>	<i>46,6</i>	<i>69,3</i>

<sup>a</sup> Službene procjene i projekcije. Za Hrvatsku, EIZ (2009a).

<sup>b</sup> Bruto dug na razini opće države.

Izvori: Europska komisija, *Spring 2009 Forecast, svibanj 2009, MMF-ova izvješća za pojedine zemlje, nacionalni podaci*

#### **4.2. Koji su rizici fiskalne ekspanzije?**

U posljednjih nekoliko desetljeća ekonomska profesija i praksa ekonomske politike postigle su svojevrсни konsenzus protiv diskrecijskih mjera fiskalne politike. Taj se konsenzus temelji na četiri glavna argumenta (v. Creel i Sawyer, 2009, str. 134-135). Prema prvome, diskrecijska je fiskalna politika podložna brojnim zastojima (od vremena odluka do vremena primjene) koji onemogućuju brz i fleksibilan odgovor na ekonomske poremećaje. Do trenutka kada se učinci fiskalne politike osjete, poremećaj na koji je određena fiskalna mjera odgovorila možda je već sam od sebe nestao. Ti su argumenti bili, među ostalim, osnova za preusmjeravanje pozornosti s fiskalne na monetarnu politiku kao glavni instrument stabilizacijske politike. Odluke o monetarnoj politici donose se i pro-

vode brže, dok izmjene javne potrošnje i poreza zahtijevaju odobrenje parlamenta te je za njihovu provedbu potrebno mnogo više vremena.

Drugi argument protiv diskrecijske fiskalne politike potječe od neoklasične teorije racionalnih očekivanja i tzv. Lucasove kritike (Lucas, 1976; Mihaljek, 1985). Prvo, fiskalna bi ekspanzija mogla potisnuti privatnu potrošnju i, posebice, investicije do te mjere da bi ukupno povećanje BDP-a prouzrokovano ekspanzijom bilo zanemarivo. Do toga može doći zato što se proračunski deficit većinom financira pozajmljivanjem, čime se povećavaju kamate i trošak investiranja, što je očito bio slučaj u Hrvatskoj u prvoj polovici 2009. godine. Slabija verzija tog argumenta temelji se na ideji o intertemporalnom proračunskom ograničenju racionalnih potrošača. Naime, potrošači znaju da će se povećanje deficita zbog fiskalne ekspanzije u godini  $t$  morati financirati povećanjem poreza u nekoj od idućih godina  $t+1$ , i stoga na fiskalnu ekspanziju reagiraju povećanjem štednje i smanjenjem rashoda (tzv. Ricardova ekvivalencija; v. Barro, 1974).

Treći argument protiv diskrecijske fiskalne politike, osobito važan za eksterno ranjiva gospodarstva kao što je hrvatsko, jest hipoteza o dvostrukim deficitima: uz pomoć nacionalnih računovodstvenih identiteta može se pokazati da povećanje proračunskog deficita dovodi do ekvivalentnog povećanja deficita na tekućem računu. Drugim riječima, BDP ne povećava se fiskalnom ekspanzijom, već od ekspanzivnog učinka mogu imati koristi druge zemlje kroz povećanje uvoza.

Konačno, čak i ako diskrecijska fiskalna politika uspije potaknuti ekonomsku aktivnost i smanjiti nezaposlenost, može djelovati destabilizirajuće putem povećane inflacije i uzrokovati probleme za financijsku stabilnost. U takvim uvjetima domaći i strani ulagači mogu reagirati povlačenjem uloženi sredstava iz gospodarstva, i time izazvati financijske probleme privatnom sektoru i državnom proračunu.

Iz navedenih teorijskih argumenata proizlazi da bi fiskalna politika isključivo s pomoću automatskih stabilizatora trebala podupirati gospodarstvo tijekom njegova usporavanja. Uz uvjet da je temeljna fiskalna pozicija stabilna, u vrijeme usporenog rasta gospodarstva fiskalni bi se deficit zbog smanjenja poreznih prihoda i rasta socijalnih transfera automatski povećavao. Opseg i snaga automatskih stabilizatora u pojedinim zemljama varira te ponajprije ovisi o progresivnosti poreznog sustava i prilagodljivosti naknada iz socijalnog osiguranja prema rastu BDP-a. Na primjer, OECD (2008) očekuje da će se ciklička komponenta proračunskog deficita, tj. nediskrecijska kolebanja prihoda i rashoda tijekom poslovnog ciklusa, u 2009. godini za zemlje eurozone povećati oko 1% BDP-a. Automatski bi stabilizatori, prema tome, trebali dati velik doprinos održavanju agregatne potražnje u gospodarstvu eurozone. Međutim, oni će istodobno ozbiljno narušiti fiskalne pozicije zemalja u eurozoni.

Prema spomenutom konsenzusu, primjenu diskrecijskih financijskih poticaja velikih razmjera trebalo bi ograničiti na izuzetno teške recesije. Sadašnja kriza, bez sumnje, pripada toj kategoriji: uz kamatne stope na povijesno niskim razinama i gotovo univerzalnu krizu povjerenja u realni i financijski sektor, prijenosni mehanizam monetarne politike u mnogim je zemljama postao neučinkovit, te se čini kako je potrebno aktivirati dodatne mjere ekonomske politike da bi se ojačala proizvodnja i ublažile posljedice još dublje i trajnije recesije. Stoga su vlade mnogih velikih zemalja donijele pakete fiskalno stimulativnih mjera za povećanje proizvodnje i borbu protiv nezaposlenosti. Fiskalni se poticaji

u Europi procjenjuju na gotovo 3% BDP-a (Saha i von Weizsäcker, 2009). IMF (2008) očekuje da će globalni troškovi smanjenja poreza i povećanja javne potrošnje u 2009. godini iznositi oko 1,5% BDP-a. Stoga je fiskalna ekspanzija koja je u razvijenim gospodarstvima u tijeku velik odmak od široko prihvaćenih načela protiv diskrecijske fiskalne politike. Međutim, države koje razmišljaju o fiskalnoj ekspanziji trebaju voditi brigu o mogućim kratkoročnim i dugoročnim rizicima takvih mjera.

*Rizici održivosti.* Prostor za poticanje ekonomske aktivnosti fiskalnom ekspanzijom u zemljama kao što je Hrvatska ograničen je prije svega predodžbama stranih i domaćih ulagača o fiskalnoj solventnosti zemlje. U posljednjem je krugu krize ta predodžba bitno narušena i nije izgledan njezin brz oporavak.

Svaka fiskalna ekspanzija nosi i potencijalnu prijetnju dugoročnoj održivosti javnih financija. Mnogo toga ovisi o početnom stanju javnih financija i problemima održivosti koji su postojali prije početka krize. U mnogim europskim zemljama, uključujući i Hrvatsku, takvi problemi zasigurno postoje zbog prijašnjih visokih proračunskih deficita i visokoga javnog duga. Osim toga, aktivnosti koje mnoge države trenutačno poduzimaju kako bi spasile financijske institucije u teškoćama također će povećati javni dug. I, na kraju, glavno ograničenje za fiskalnu održivost jest utjecaj starenja populacije na rashode za mirovine i zdravstvenu zaštitu.

Sadašnja kriza pokazala je da su izgledi za fiskalnu održivost u mnogim zemljama znatno lošiji nego što se mislilo. Zemlje koje su proteklih godina bilježile vrlo snažan rast i fiskalne viškove, npr. Irska, Španjolska i Latvija, sada prolaze kroz vrlo ostru recesiju, što rezultira drastičnom revalorizacijom njihovih izgleda za rast, a time i njihove fiskalne održivosti. Na primjer, u siječnju 2009. godine agencija S&P snizila je dugoročni rejting državnih kredita Španjolske sa AAA na AA+. Taj je rejting za Latviju u razdoblju između listopada 2008. i kolovoza 2009. godine četverostruko snižen. Jedna od sličnosti tih zemalja s Hrvatskom jest činjenica da su se njihova gospodarska ekspanzija i rast proračunskih prihoda znatnim dijelom oslanjali na građevinski sektor i sektor kupoprodaje nekretnina, koji upravo proživljavaju razdoblje izrazito loše konjunktore. Prijašnja iskustva pokazuju da su razdoblja loše konjunktore u građevinskom sektoru obično dugotrajna i teška: nakon procvata gradnje, potaknutoga ponovnim ujedinjenjem početkom 1990-ih godina, proizvodnja i zaposlenost u građevinskom sektoru Njemačke padali su tijekom deset godina (od 1994. do 2004. godine), a kumulativna kontrakcija u objema kategorijama iznosila je 30% (BIS, 2006).

Ponovna procjena solventnosti zemalja poput Hrvatske, koju su provela financijska tržišta, neizbježna je popratna posljedica postojećega sve većeg izbjegavanja rizika i tzv. bijega u sigurnost svjetskih ulagača. U sadašnjoj nesigurnoj situaciji ulagači prelaze na obveznice najpouzdanijih izdavatelja. Taj je prijelaz olakšan zahvaljujući znatnom porastu broja obveznica što su ih izdale države kojima je dodijeljen rejting AAA, kao što su SAD, Ujedinjeno Kraljevstvo, Francuska i Njemačka. Stoga su premije rizika na državne obveznice i swapove u slučaju nenaplativosti kredita u zemljama eurozone poput Grčke i Irske, čije se fiskalne pozicije smatraju posebno krhkima, kao i u zemljama središnje i istočne Europe, znatno porasle. Zabrinutost koju su izrazili investitori u vezi s potonjim zemljama odnosi se na goleme vanjske neravnoteže, veliku vanjsku zaduženost privatnog

sektora i velike razmjere korištenja deviznih stambenih kredita. U takvim okolnostima dodatne bi fiskalne poticaje tržište moglo smatrati neodgovornom politikom i to bi moglo dovesti do začaranog kruga daljnje deprecijacije valute, koja bi rezultirala neplaćanjem deviznih kredita i, u konačnici, bankovnom krizom.

*Učinkovitost planova fiskalnih poticaja.* Učinkovitost diskrecijskih aktivnosti fiskalne politike ovisi o načinu na koji se paket poticaja oblikuje i obznanjuje javnosti. Nedsljedni i nejasni planovi uzrokuju nesigurnost među privatnim subjektima, tako da krajnji učinak može biti štetan, umjesto da podupire gospodarsku aktivnost. Osim toga, za primjenu diskrecijskih fiskalnih aktivnosti obično treba dosta vremena, poglavito ako je riječ o infrastrukturnim projektima. Tako poticaj može početi djelovati tek u trenutku kada je gospodarstvo već oporavljeno, dodatno povećavajući njegov rast i rizik "pregrijavanja".

Početno stanje javnih financija i način na koji potrošači i ulagači gledaju na buduće troškove poticaja imaju jak utjecaj na učinkovitost fiskalnog paketa. Privatni subjekti često racionalno očekuju pooštavanje fiskalne politike nakon recesije, znajući da će država morati otplatiti nagomilani dug, te da će morati povećati poreze ili smanjiti javnu potrošnju. Njemačka je i ovaj put dobar primjer: nakon fiskalne ekspanzije 1990-ih godina, kojom je financirano ponovno ujedinjenje, njemačka su kućanstva znatno usporila rast potrošnje u ranim 2000-ima, očekujući smanjenje budućih mirovinskih i zdravstvenih naknada. Drugim riječima, stanovništvo se može odlučiti na štednju umjesto na trošenje dodatnog novca dobivenoga privremenim povećanjem državne potrošnje. Empirijska istraživanja pokazuju da se takvo ponašanje, koje se uklapa u spomenutu Ricardovu ekvivalenciju, češće pojavljuje pri relativno visokom stupnju tzv. fiskalnog stresa što ga čini razina državnog duga (v. Gale i Orszag, 2004).

Diskrecijski fiskalni poticaji također su povezani s velikim brojem političkih rizika. Zbog političkih pritisaka poticajna se sredstva često ne usmjeravaju prema onim sektorima gospodarstva u kojima bi donosila najveće koristi za proizvodnju i zaposlenost, nego prema sektorima poput infrastrukturne izgradnje, u kojoj iskorištavanje poticajnih sredstava naširoko prate mediji, pa ono stoga ima najveću vrijednost za političare, da ne spominjemo posebne interesne skupine kao što su građevinski lobiji.

U opsegu u kojemu je fiskalnu ekspanziju moguće financirati bez znatnijeg povećanja rizika održivosti, preporučuje se usmjeriti fiskalne poticaje na siromašne i socijalno ranjive slojeve stanovništva (v. World Bank, 2009). Ta bi se politika mogla ostvariti privremenim povećanjem (npr. tijekom razdoblja od 12 mjeseci) socijalnih davanja poput dječjeg doplatka, naknade za nezaposlenost i najnižih mirovina. Takvi su poticaji usmjereni na dijelove stanovništva s najvećom sklonošću potrošnji domaćih proizvoda, čime se ujedno pomaže domaćoj proizvodnji u vrijeme recesije.

Učinkovitost proračunske ekspanzije u ublažavanju recesije također ovisi o otvorenosti ekonomije. Fiskalni su multiplikatori obično niži u malim i otvorenijim gospodarstvima, u kojima se relativno velik dio sredstava namijenjen privatnim subjektima troši na uvoz umjesto na robu i usluge domaće proizvodnje (IMF, 2008). Čini se da se Hrvatska prilično dobro uklapa u taj opis.

Osim toga, veće zaduživanje države uključuje istiskivanje privatnog sektora iz ponude domaćih kredita. Kao što je izneseno u 2. poglavlju, banke i drugi domaći ulagači za

vrijeme recesije često daju prednost posjedovanju državnih obveznica kao relativno sigurnoj imovini koja donosi visoke prinose.

Ukratko, postoji nekoliko važnih rizika koje treba uzeti u obzir pri razmatranju fiskalnih poticaja. Opseg, vrijeme i način na koji se paket poticaja prikaže na tržištu presudni su za njegovu učinkovitost. Potreba za diskrecijskim fiskalnim mjerama trebala bi biti procijenjena u odnosu prema početnom stanju javnih financija, stupnju otvorenosti gospodarstva i razini do koje je izgledno istiskivanje privatnog sektora. Rizici za održivost i učinkovitost fiskalne ekspanzije u Hrvatskoj trenutačno su vrlo veliki. Popuštanje pred populističkim pritiscima i upuštanje u fiskalnu ekspanziju u sadašnjoj situaciji, na rubu krize, moglo bi opasno ugroziti makroekonomsku i financijsku stabilnost te gurnuti gospodarstvo još dublje u krizu umjesto da ga iz nje izbavi.

## **5. Zaključna razmatranja**

Hrvatska proračunska odiseja u 2009. godini u vrijeme pisanja ovog članka (kraj ljeta 2009. godine) ni približno nije došla do kraja. Jedna od koristi tih očito besciljnih lutanja bila je razotkrivanje gomile nepotrebnih rashoda koji su rasipno financirani iz proračuna države i javnih poduzeća. Pojačana pozornost medija i javnosti usmjerena na javnu potrošnju svakako je dobrodošla. Analitičari javnih financija u Hrvatskoj već odavno su identificirali ključna područja u kojima su nužne dubinske reforme, uključujući javnu upravu (Bajo, 2009), fiskalnu decentralizaciju (Jurlina-Alibegović, 2006; Ott i Bajo, 2002), mirovinski sustav (Nestić, 2006), zdravstvenu zaštitu (Mihaljek, 2007) i državne potpore (Kesner-Škreb i Jović, 2007), među ostalim. Ostaje nam vidjeti hoće li ta istraživanja s vremenom biti valorizirana i hoće li, kao posljedica te krize, proračuni u budućnosti postati “tanji” i učinkovitiji.

U duljem razdoblju bi tvorcima fiskalne politike trebali početi pripremati protucikličke državne proračune. Na primjer, u Hrvatskoj uopće nije provedeno istraživanje o svojstvima automatskih stabilizatora poreznih i rashodovnih sustava ili o optimalnoj strukturi financiranja deficita (domaći nasuprot stranim izvorima, obveznice nasuprot kreditima banaka). Također se nije razmišljalo o stvaranju fiskalnih zaliha u dobrim razdobljima (npr. stavljanje dijela PDV-a od turizma na stranu) kako bi se stvorio fiskalni fond “za crne dane”, ili o uvođenju fiskalnih pravila.

Hrvatska također treba što prije ostvariti vjerodostojnu fiskalnu poziciju kako bi se osigurala kratkoročna i srednjoročna fiskalna održivost i vratilo povjerenje na domaćemu i međunarodnomu financijskom tržištu. Zanimarivanje kretanja na financijskim tržištima pri planiranju proračuna – što se očito činilo posljednjih godina – državu može vrlo skupo koštati. Produbljivanje proračunskog deficita u sadašnjim uvjetima na tržištu može se protumačiti kao neozbiljna politika koja može dovesti do začaranog kruga daljnjeg pooštrenja uvjeta financiranja, pritiska na kunu, istiskivanja privatnog sektora, velikog usporavanja rasta i poreznih prihoda te povećanja nenaplativih kredita.

Popis reformi koje je moguće brzo pokrenuti i kojima bi se podržala vjerodostojna kratkoročna konsolidacija javnih financija vrlo je dug i dobro poznat. Uključuje, među ostalim, reformu državne uprave, racionalizaciju strukture javnih poduzeća, znatniji po-

vratak troškova za socijalne usluge, nastavak restrukturiranja državnih poduzeća koja posluju s gubicima kako bi se smanjile subvencije, reformu prvog stupa mirovinskog sustava s ciljem osiguranja održivosti te, kako je izneseno u ovom članku, znatno poboljšanje funkcija financiranja deficita i upravljanja dugom u postupku planiranja i provođenja proračuna.

Trenutačna proračunska lutanja u Hrvatskoj izravna su posljedica neuspješnog provođenja reformi za koje se godinama zna da su nužne. Skoro pokretanje tih reformi značilo bi velik pomak prema vjerodostojnosti fiskalne politike i usidri vanju tržišnih očekivanja. Na primjer, reforme usmjerene na ograničavanje porasta proračunskih troškova povezanih sa starenjem stanovništva i zdravstvenim sustavom u dugom bi roku dovele do kvalitetne fiskalne prilagodbe, dok bi u kratkom roku njihov eventualni utjecaj na smanjenje domaće potražnje bio vrlo ograničen. Slično tome, nastavak privatizacije državnih poduzeća potaknuo bi aktivnost u privatnom sektoru i istodobno oslobodio državni proračun golemih izdataka za subvencije.

*S engleskoga prevela  
Irena Klemenčić, Institut za javne financije, Zagreb*

## **Dodatak**

*Tablica A1. Rast inozemnih kredita bankama u SIE-u (promjene neplaćenih bruto  
iznosa na kraju razdoblja, korigirane za promjene deviznih tečajeva)<sup>a</sup>*

	Milijuni USD							Postotak BDP-a	
	2006.	2007.	2008.	1. pol. 2008.	3. tr. 2008.	4. tr. 2008.	1. tr. 2009.	2007.	2008.
Češka	1.287	5.255	-436	3.491	-1.674	-2.253	-2.595	3,0	-0,2
Mađarska	3.728	5.328	10.643	5.958	-26	4.711	1.096	3,8	6,8
Poljska	4.055	19.253	11.481	18.570	-2.443	-4.646	-650	4,5	2,2
Slovačka	-3.229	4.937	3.000	2.620	-443	823	-9.169	6,6	3,1
Slovenija	2.905	4.718	1.517	2.657	-932	-208	-1.143	10,0	2,8
Estonija	1.579	3.985	1.699	1.289	11	399	-760	19,1	7,3
Latvija	4.320	4.761	2.763	1.784	963	16	-1.586	16,6	8,1
Litva	2.804	4.437	3.313	1.038	1.722	553	-213	11,4	7,0
Bugarska	274	2.121	5.198	3.408	1.894	-104	-211	5,4	10,0
Hrvatska	1.802	-890	913	544	-1.859	2.228	540	-1,5	1,3
Rumunjska	4.248	12.674	9.311	6.030	1.992	1.289	-2.528	7,5	4,7
Turska	3.763	2.945	4.504	2.830	8.315	-6.641	-2.821	0,5	0,6
Albanija	-384	150	-175	-155	-20	0	-21	1,4	-1,3
Bosna i Hercegovina	285	612	421	387	-183	217	41	4,0	2,3
Makedonija	-3	31	-53	-10	-7	-36	3	0,4	-0,6
Srbija	1	-1.163	736	-55	109	682	-295	-2,9	1,5
Crna Gora	0	474	298	174	95	29	-5	12,3	6,2
<b>Ukupno SIE-17</b>	<b>27.435</b>	<b>69.628</b>	<b>55.133</b>	<b>50.560</b>	<b>7.514</b>	<b>-2.941</b>	<b>-20.317</b>	<b>3,6</b>	<b>2,4</b>

<sup>a</sup> Inozemni krediti banaka koje podnose izvješća BIS-u.

Izvori: BIS, MMF



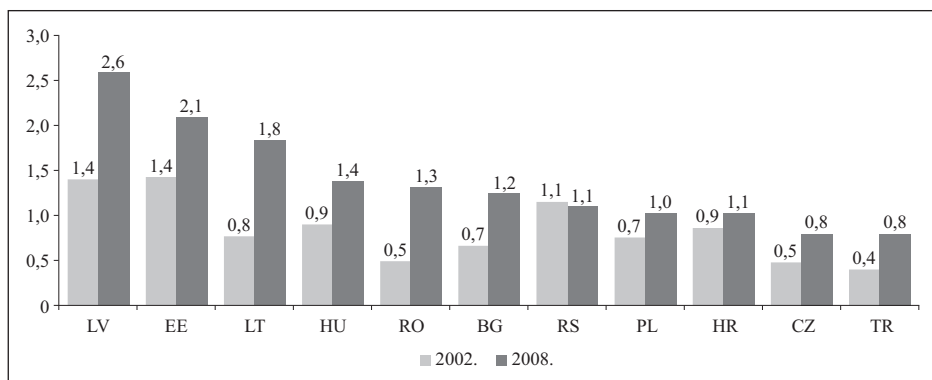
Tablica A2. Rast inozemnih kredita nebankovnom sektoru u SIE-u (promjene neplaćenih bruto iznosa na kraju razdoblja, korigirane za promjene deviznih tečajeva)<sup>a</sup>

	Milijuni USD							Postotak BDP-a	
	2006.	2007.	2008.	1. pol. 2008.	3. tr. 2008.	4. tr. 2008.	1. tr. 2009.	2007.	2008.
Češka	2.375	2.242	2.128	2.427	-930	631	240	1,3	1,0
Mađarska	445	5.669	9.669	7.651	3.198	-1.180	405	4,1	6,2
Poljska	4.314	4.320	4.949	4.743	1.997	-1.791	-390	1,0	0,9
Slovačka	660	1.959	2.402	952	1.474	-24	-598	2,6	2,5
Slovenija	543	2.191	1.982	844	78	1.060	185	4,6	3,6
Estonija	1.099	310	-132	66	-103	-95	-49	1,5	-0,6
Latvija	591	2.258	449	368	-111	192	64	7,8	1,3
Litva	1.323	1.215	1.146	1.334	-112	-76	-373	3,1	2,4
Bugarska	2.490	1.550	3.539	2.225	551	763	-93	3,9	6,8
Hrvatska	1.914	5.170	4.392	2.463	770	1.159	-387	8,8	6,3
Rumunjska	3.809	5.697	7.832	4.195	1.835	1.802	1.124	3,4	3,9
Turska	14.328	19.446	13.372	12.095	3.563	-2.286	-4.046	3,0	1,8
Albanija	-471	-23	531	202	47	282	-134	-0,2	4,1
Bosna i Hercegovina	-98	270	250	207	44	-1	295	1,8	1,4
Makedonija	30	85	160	72	42	46	-28	1,1	1,7
Srbija	0	2.433	623	191	678	-246	-133	6,0	1,2
Crna Gora	0	189	248	185	39	24	9	4,9	5,1
<b>Ukupno SIE-17</b>	<b>33.352</b>	<b>54.981</b>	<b>53.540</b>	<b>40.220</b>	<b>13.060</b>	<b>260</b>	<b>-3.909</b>	<b>2,8</b>	<b>2,3</b>

<sup>a</sup> Inozemni krediti banaka koje podnose izvješća BIS-u.

Izvori: BIS, IMF

Grafikon A1. Omjer ukupnog iznosa kredita i ukupnih depozita<sup>a</sup>



<sup>a</sup> Iznos kredita privatnog sektora podijeljen iznosom ukupnih depozita u domaćem bankarskom sustavu (kratkoročni i dugoročni); na kraju razdoblja (za 2008. godinu, uglavnom kolovoz).

Napomena: BG – Bugarska; CZ – Češka Republika; EE – Estonija; HR – Hrvatska; HU – Mađarska; LT – Litva; LV – Latvija; PL – Poljska; RO – Rumunjska; RS – Srbija; TR – Turska

Izvor: MMF, International Financial Statistics

## LITERATURA

**Bajo, A., 2005.** "Upravljanje gotovinom i likvidnošću hrvatskog proračuna" [online]. *Financijska teorija i praksa*, 29 (2). 195-223. Dostupno na: [<http://www.ijf.hr/FTP/2005/2/bajo.pdf>].

**Bajo, A., 2008.** "Državni proračun za 2008. godinu – socijalni mir i ekspanzija javnog sektora" [online]. *Aktualni osvrti*, br. 1. Dostupno na: [<http://www.ijf.hr/osvrti/1.pdf>].

**Bajo, A., 2009.** "Struktura zaposlenih u lokalnim jedinicama" [online]. *Newsletter*, br. 43. Dostupno na: [<http://www.ijf.hr/newsletter/43.pdf>].

**Barro, R., 1974.** "Are government bonds net wealth?" *Journal of Political Economy*, 82 (6), 1095-1117.

**BIS, 2006.** "Residential investment and housing markets" in Chapter 2 of the 76<sup>th</sup> *Annual Report*, 2005/06. Basel: Bank for International Settlements.

**Čičin-Šain, A., 2008.** "Nakon financijske, velika gospodarska kriza". *Jutarnji list*, 29. studenog 2008.

**Consensus Economics, 2009.** *Eastern Europe Consensus Forecasts*, April. London: Consensus Economics.

**Creel, J. and Sawyer, M., 2009.** *Current thinking on fiscal policy*. Basingstoke: Palgrave MacMillan.

**Eichengreen, B. and Hausmann, R., 1999.** "Exchange rates and financial fragility" in J. Hole. *Proceedings of the Federal Reserve Bank of Kansas City Symposium*, 329-368.

**EIZ, 2008.** *Croatian Economic Outlook Quarterly*, br. 36 [online]. Dostupno na: [<http://www.eizg.hr/AdminLite/FCKeditor/UserFiles/File/CEO36-October08.pdf>].

**EIZ, 2009a.** *Croatian Economic Outlook Quarterly*, br. 39 [online]. Dostupno na: [<http://www.eizg.hr/AdminLite/FCKeditor/UserFiles/File/CEO39-July09.pdf>].

**EIZ, 2009b.** *Croatian Economic Outlook Quarterly*, br. 38 [online]. Dostupno na: [<http://www.eizg.hr/AdminLite/FCKeditor/UserFiles/File/CEO38-April09.pdf>].

**EIZ, 2009c.** *Mjere za ublažavanje posljedica gospodarske krize*. Zagreb: Ekonomski institut.

**EIZ, 2009d.** *Croatian Economic Outlook Quarterly*, br. 37 [online]. Dostupno na: [<http://www.eizg.hr/AdminLite/FCKeditor/UserFiles/File/CEO37-January09.pdf>].

**Gale, W. and Orszag, P., 2004.** "Budget deficits, national saving, and interest rates". *Brookings Papers on Economic Activity*, (2), 101-187.

**HNB, 2009.** *Bilten*, br. 150 [online]. Dostupno na: [<http://www.hnb.hr/publikac/bilten/arhiv/bilten-150/hbilt150.pdf>].

**IMF, 2008.** "Fiscal policy as countercyclical tool", Chapter 5 in *World Economic Outlook*, October. Washington: International Monetary Fund.

**IMF, 2009.** *Republic of Croatia: staff report on the 2009 Article IV consultation*. Washington: International Monetary Fund.

**Jurlina-Alibegović, D., 2006.** "Intergovernmental Finance and Fiscal Equalisation in Croatia" in G. Peteri, ed. *Fiscal Equalization in South Eastern Europe* [online]. Buda-

pest: Fiscal Decentralisation Initiative for Central and Eastern Europe. Dostupno na: [[http://lgi.osi.hu/publications\\_datasheet.php?id=346](http://lgi.osi.hu/publications_datasheet.php?id=346)].

**Kesner-Škreb, M. i Jović, I., 2007** “Reforma državnih potpora u Hrvatskoj” u: K. Ott, ur. *Pridruživanje Hrvatske Europskoj uniji – izazovi sudjelovanja*. Zagreb: Institut za javne financije : Zaklada Friedrich Ebert, 227-264.

**Lucas, R., 1976.** “Econometric policy evaluation: a critique” in K. Brunner and A. Meltzer, eds. *The Phillips curve and labour markets, Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, (1), 19-46.

**Mihaljek, D., 1985.** “Rational expectations and economic policy”, Parts I and II. *Ekonomski prehled*, 36 (7-8), 283-314 i 36 (9-10), 375-398.

**Mihaljek, D., 2007.** “Zdravstvena politika i reforma u Hrvatskoj: kako vidjeti šumu od drveća?” u: K. Ott, ur. *Pridruživanje Hrvatske Europskoj uniji – izazovi sudjelovanja*. Zagreb: Institut za javne financije : Zaklada Friedrich Ebert, 265-308.

**Mihaljek, D., 2008.** “The financial stability implications of increased capital flows for emerging market economies”. *BIS Papers*, (44), 11-44.

**Mihaljek, D., 2009.** “Financijska previranja u središnjoj i istočnoj Europi i fiskalna politika u Hrvatskoj” [online]. *Newsletter*, br. 40. Dostupno na: [<http://www.ijf.hr/newsletter/40.pdf>].

**Moody’s Investors Service, 2009.** “West European ownership of east European banks during financial and macroeconomic stress”, 17 February.

**Nestić, D. (ed.), 2006.** *Analiza dugoročnih fiskalnih učinaka demografskih promjena*. Zagreb: Ekonomski institut.

**OECD, 2008.** *OECD Economic outlook*, no. 84. Paris: OECD.

**OeNB, 2009.** “Facts and figures on economic developments and the financial sector in an increasingly integrated Europe”. *Austrian National Bank*, 9 March 2009.

**Ott, K. i Bajo, A., 2002.** *Fiskalna decentralizacija u Hrvatskoj*. Zagreb: Institut za javne financije.

**Ott, K., 2008.** “Da se smrznesh” [online]. Banka, prosinac. Dostupno na: [<http://www.bankamagazine.hr/Naslovnica/Kolumne/KatarinaOtt/tabid/136/View/Details/ItemID/45748/ttl/Da-se-smrznesh/Default.aspx>].

**Ott, K., 2009a.** “Kakvo je stanje državnog proračuna nakon čak tri rebalansa?” [online]. *Aktualni osvrti*, br. 12. Dostupno na: [<http://www.ijf.hr/osvrti/12.pdf>].

**Ott, K., 2009b.** “Fiskalna destimulacija umjesto fiskalne stimulacije” [online]. *Aktualni osvrti*, br. 9. Dostupno na: [<http://www.ijf.hr/osvrti/9.pdf>].

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

**Saha, D. and von Weizsäcker, J., 2009.** *Estimating the size of the European stimulus packages for 2009: an update*, Bruegel Note, 20 February.

**Šajatović, M., 2008.** “Štednja u proračunu za 2009: pogrešna mjera u pogrešno vrijeme” *Lider*, 16 listopad.

**Standard and Poor's, 2009.** "Market dislocation exposes vulnerability of eastern European economies", 23 February.

**Švaljek, S., 2009a.** "Government budget revenue forecasting in Croatia: Why do errors occur?" *Privredna kretanja i ekonomska politika*, 19 (Summer), 53-70.

**Švaljek, S., 2009b.** "Sedam razloga protiv, samo jedan za povećanje PDV-a". *Osvrti*, 17. srpnja.

**Urban, I., 2009.** "Neke karakteristike kriznog poreza [online]. *Aktualni osvrti*, br. 11. Dostupno na: [<http://www.ijf.hr/osvrti/11.pdf>].

**World Bank, 2009.** *Russian economic report*, no. 18. Washington: World Bank.

**Dubravko Mihaljek**

**The Global Financial Crisis and Fiscal Policy in Central and Eastern Europe: the 2009 Croatian Budget Odyssey**

*Abstract*

*This paper addresses two main questions: first, what is the scope for domestic and external market-based financing of Croatia's government budget deficit; and second, what is the scope for expansionary fiscal policy in Croatia. Both questions are addressed from a broader Central and Eastern European perspective, in the context of the economic and financial crisis unfolding in the region since October 2008. The paper analyses how the crisis had spread through financial markets in the region and how it affected the cost and availability of budget financing. It shows that the reliance on market-based financing increased significantly in successive revisions of the 2009 budget despite rising bond yields and interest rates; that government borrowing from domestic banks led to a severe crowding-out of the private sector; and that the sovereign eurobond placement in 2009 was costlier than earlier placements in similar circumstances and other sovereign debt issues in CEE in the first half of 2009. On this basis, the paper argues that expansionary fiscal policy in Croatia would not be effective and would undermine fiscal sustainability and financial stability.*

*Keywords: financial crisis; capital flows; BIS international financial statistics; Central and Eastern Europe; fiscal policy; Croatian budget*