

POGLED SREDIŠNJIH BANAKA NA FISKALNE POZICIJE U NOVIM TRŽIŠNIM PRIVREDAMA

dr. sc. Dubravko MIHALJEK
Banka za međunarodna plaćanja, Basel
dr. sc. Bruno TISSOT¹
Banka za međunarodna plaćanja, Basel

Prijevod*
UDK 336.711

1. Uvod

Fiskalne teme odnedavno su zauzele istaknutije mjesto u raspravama središnjih banaka zbog široko rasprostranjenog usvajanja stabilne, srednjoročne orijentacije u monetarnoj i fiskalnoj politici. Takav razvoj događanja potiče potrebu za preispitivanjem stabilizacijske uloge fiskalne i monetarne politike, te ponovnu procjenu uloge koju su neravnoteže u javnom sektoru imale u nekim nedavnim krizama u novim tržišnim privredama (engl. *emerging economies*). Brojni analitički radovi posvećeni su tim temama. Međutim, relativno se malo zna o načinima na koje središnje banke u novim tržišnim privredama procjenjuju fiskalne pozicije svojih zemalja, i o praktičnim problemima koji se pojavljuju u monetarnoj politici, a izviru iz pitanja održivosti javnog duga, upotrebe fiskalnih pravila i unutardržavnih fiskalnih odnosa. Navedene su teme važne, kako središnjim bankama koje samostalno određuju monetarnu politiku na način da fiskalnu politiku uzimaju kao zadanu, tako i središnjim bankama koje su usvojile institucionalni okvir za koordinaciju monetarne i fiskalne politike. Ovaj rad ima zadaću popuniti tu prazninu. Nastao je pretežno na temelju odgovora iz upitnika koje je Banka za međunarodna poravnanja (Bank for International Settlements, BIS) poslala središnjim bankama novih tržišnih privreda, te rasprava među čelnicima banaka na sastanku održanome u Baselu u prosincu 2002. godine.² Rad se usredotočuje na *razine* fiskalnih salda i na ve-

* Primljeno (*Received*): 4.7.2003.
Prihvaćeno (*Accepted*): 17.9.2003.

¹ Autorima su pomogli: Marc Klau i Michela Scatigna, vrijednim doprinosom u istraživanju; Palle Andersen, Madhu Mohanty, Ramon Moreno, Philip Turner, Agustin Villar i Bill White, brojnim korisnim komentarima, na čemu im autori zahvaljuju. Izrečena stajališta pripadaju autorima i nisu nužno stavovi BIS-a (Bank for International Settlements) ni središnjih banaka koje su sudjelovale na sastanku. Rad će biti objavljen u BIS Papers u 2003. godini, prijevod se objavljuje uz odobrenje BIS-a.

² U raspravu su bile uključene 23 nove tržišne privrede iz Azije (Kina, Hong Kong, Indija, Indonezija, Koreja, Malezija, Filipini, Singapur i Tajland); Latinske Amerike (Argentina, Brazil, Čile, Kolumbija, Meksiko i Peru); Europe (Češka Republika, Mađarska, Poljska, Ruska Federacija i Turska); sa Srednjeg istoka i iz Afrike (Izrael, Saudijska Arabija i Južna Afrika).

ze između monetarne politike i problema fiskalne održivosti. Kako središnje banke procjenjuju *promjene* u fiskalnim pozicijama i njihove učinke na monetarnu politiku, opisano je u radu Mohanty i Scatigna (2003) s istog sastanka u BIS-u.

U drugom dijelu rada opisuju se različiti načini procjene fiskalne pozicije od središnjih banaka. Treći dio obrađuje održivost javnog duga. Dijelovi 4. i 5. opisuju uporabu fiskalnih pravila i utjecaj unutardržavnih fiskalnih odnosa u podupiranju stabilnije, srednjoročnije orijentacije u fiskalnoj politici i vođenju monetarne politike. Šesti dio sadržava kratak pregled pristupa fiskalnoj konsolidaciji i njihovim implikacijama na monetarnu politiku.

2. Kako središnje banke procjenjuju fiskalne pozicije

Proračun središnje države

Vodeći se literaturom o javnim financijama (vidjeti okvir 1), središnje se banke u analizi fiskalnih pozicija države i javnog sektora oslanjaju na niz proračunskih salda. Izbor ovisi o aspektima fiskalne politike koji za središnju banku imaju najveće značenje. Najuobičajenija mjera fiskalne pozicije jest *saldo proračuna središnje države na gotovinskoj osnovi*. To je najjednostavnija mjera fiskalne ravnoteže i najjasnije je povezana s monetarnim financiranjem proračunskog deficita. Isto tako, podaci o saldu proračuna središnje države obično su raspoloživi u mjesečnim intervalima i bez velikog kašnjenja. Stoga se kreatori monetarne politike uvelike oslanjaju na ažurirane podatke o proračunu središnje države, te uz razne prilagodbe dolaze do mjera fiskalne pozicije relevantnih za monetarnu politiku. Drugi razlog za korištenje te mjere jest činjenica da središnja država obično dominira nad lokalnom, i veličinom i uključenosti u financijska tržišta.

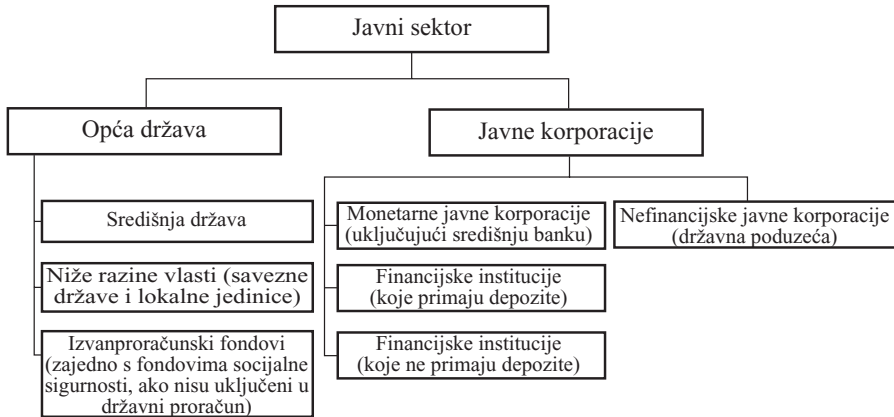
Okvir 1.

Mjere fiskalnog deficita

Prema literaturi o javnim financijama, ne postoji idealna mjera proračunske ravnoteže već skupina različitih proračunskih salda, od kojih je svaki prikladan u određenim okolnostima (Blejer i Cheasty, 1993). S obzirom na obuhvat i raznovrsnost operacija u državnom sektoru, nužno je imati više definicija proračunske ravnoteže. Jacobs (2002), na primjer, razmatra 22 alternativna proračunska salda za Južnu Afriku.

Konceptualno bi najprikladniji način mjerenja deficita bilo promatranje promjene neto vrijednosti (imovina umanjena za obveze) javnog sektora. U praksi je to u većini zemalja teško izvedivo, ako ne i nemoguće. Teškoće stvara vrednovanje imovine javnog sektora. Posljedica toga je da se fiskalni deficiti obično izračunavaju kao promjena u obvezama javnog sektora. Uobičajena mjera jest razlika između ukupnih prihoda (porezni i neporezni prihodi, potpore, bez primitaka od privatizacije) i rashoda konsolidirane države (koji uključuju plaćanje kamata na javni dug i subvencije dane u obliku kredita, ali ne uključuju otplate glavnice javnog duga) (IMF, 1986). Usredotočenjem na financijski jaz, koji se mora pokriti neto zaduživanjem, ta konvencionalna definicija postaje mjerilo doprinosa države agregatnoj

potražnji (kao i saldu tekućeg računa s inozemstvom) te održava mjeru istiskivanja privatnog sektora na financijskim tržištima.



S razvojem domaćih i međunarodnih financijskih tržišta devedesetih godina vlade su u provođenju fiskalne politike postale manje ograničene u smislu likvidnosti i vještije u razdvajanju učinaka fiskalnih poteza od vremena njihova računovodstvenog bilježenja. Gotovinsko računovodstvo sve je manje uspijevalo adekvatno prikazati s jedne strane fiskalne poteze, a s druge strane njihov utjecaj na ekonomiju. Kao odgovor na to vlade diljem svijeta (počevši s Novim Zelandom kasnih osamdesetih) počele su usvajati računovodstvo utemeljeno na korištenju resursa, koje omogućuje obuhvatniju procjenu ekonomskih utjecaja vladinih aktivnosti i održivosti fiskalne politike. Uvođenje takve obračunske (engl. *accrual*) umjesto gotovinske (engl. *cash*) osnove u bilježenju transakcija, te integracija bilanci države s tokovima sredstava u skladu su s potrebom da se državne operacije promatraju unutar intertemporalnih proračunskih ograničenja. Prema tome, državna će politika biti neodrživa ako se operacijama previše umanjuje neto vrijednost državne imovine. Usporedno s tim učinjeni su naponi za poboljšanje usporedivosti podataka. Ujedinjeni narodi razvili su mjeru proračunske ravnoteže za opću državu, utemeljenu na UN-ovu sustavu društvenih računa (SNA). Taj je okvir uvelike prihvaćen u revidiranom izdanju MMF-ova Priručnika o statistici državnih financija (engl. *Manual on Government Finance Statistics*; IMF, 2001b).

Zemlje s iskustvom visoke inflacije, kao što su Brazil i Turska, nastojale su se koncentrirati na *primarni saldo* (ukupni prihodi umanjeni za rashode *bez* kamata) kao na svoju glavnu mjeru fiskalne pozicije zato što pomoću nje mogu bolje otkriti svako pogoršanje fiskalne pozicije uzrokovano ubrzavanjem inflacije. Pri stabilnoj inflaciji veličina inflacije općenito ne utječe na primarni saldo jer prihodi države i rashodi koji nisu vezani za dug prate opći rast cijena. Međutim, kada se inflacija ubr-

zava, realni prihodi imaju tendenciju bržeg pada nego realni rashodi, zbog kašnjenja u prikupljanju poreza (tzv. Olivera-Tanzijev učinak). Premda se pogoršanje očituje i na primarnom i na ukupnom saldu, primarni saldo daje jasniju sliku o naporu potrebnom da se postigne fiskalna konsolidacija. Razlog tomu je u plaćanju kamata koje uobičajeno uključuju inflacijska očekivanja i stoga su visoko volatilne u prilikama visoke inflacije. Kako je ta volatilnost općenito izvan kontrole vlasti, ukupni deficit zamagljuje sliku o opsegu potrebne fiskalne konsolidacije. Suprotno toj teoriji, zanimljivo je opaziti kako je nedavna pojava rastuće inflacije u Argentini i Brazilu dovela do viših (a ne do nižih) primarnih suficita. Ta se tema pomnije razmatra u radu Morena (2003).

Proračun opće države

U zemljama sa saveznim ustrojem ili velikim subnacionalnim državnim jedinicama osim središnje države nužno je obuhvatiti i fiskalne pozicije saveznih i lokalnih vlasti. Nacionalne fiskalne vlasti često su prisiljene pokrivati gubitke i obveze subnacionalnih vlada, osobito u Latinskoj Americi (v. odjeljak 5). Pokrivenost *opće države* u fiskalnim računima posljednjih se godina poboljšala, ali su podaci o aktivnostima lokalne države obično raspoloživi sa znatnim zakašnjenjem.³ Postoje i teškoće s konsolidacijom podataka, što rezultira dvostrukim uračunavanjem nekih stavki. Sve to stvara znatnu neizvjesnost za monetarnu politiku. Osim toga, unatoč raspoloživosti fiskalnih računa za opću državu i osjetnom napretku u fiskalnoj transparentnosti, proračunski proces i politička pozornost u većini novih tržišnih privreda još su uvijek usmjereni na proračune središnje države.⁴ To izaziva veliku zabrinutost središnjih banaka velikih zemalja, u kojima središnje države obično obuhvaćaju manje od dvije trećine potrošnje opće države. Usto, ako je mogućnost zaduživanja lokalne države ograničena, njihove aktivnosti ne moraju znatnije utjecati na monetarnu politiku i rast BDP-a.

Koliko je važno uključiti lokalne vlasti u procjenu fiskalne pozicije pokazuje slika 1, u kojoj se uspoređuju salda središnje države i opće države kao udjeli u BDP-u, od 2000. do 2002. godine. U Brazilu, Čileu, Mađarskoj, Indiji, Tajlandu i Turskoj šira definicija države rezultira višim fiskalnim deficitima (razlika iznosi 4% BDP-a u Indiji). Međutim, u Češkoj Republici, Peruu, Poljskoj i Ruskoj Federaciji salda središnje i opće države gotovo su jednaka, dok je u Kolumbiji, Meksiku i Južnoj Africi središnja država ostvarila nešto viši deficit (u Koreji manji suficit) nego opća država.

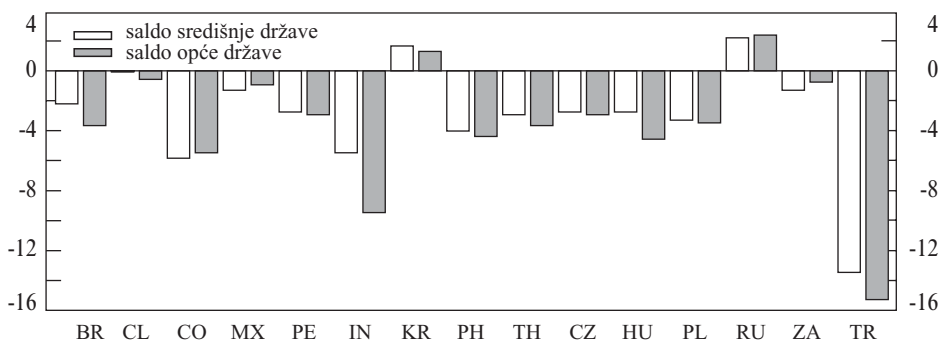
Te oskudne serije podataka kojima raspoložemo pokazuju da se salda središnje i opće države uglavnom kreću u istom smjeru. U azijskim se zemljama, prema raznim mjerama, deficit (u Koreji suficit) tijekom 2000-2001. povećao, ali se predviđa blago smanjenje u 2002. godini. U Latinskoj Americi i Srednjoj Europi deficiti središnje i opće države su se od 2000. povećali, dok su se u Ruskoj Federaciji različite mjere koje su pokazivale suficit od 2000. godine smanjile. *Panel* regresija (engl. *panel regression*), u ko-

³ U srednjoeuropskim zemljama, na primjer, konačna izvršenja proračuna lokalnih jedinica mogu se dobiti tek devet mjeseci nakon završetka fiskalne godine. U Koreji će fiskalna potrošnja i prihodi lokalne države biti uključeni u konsolidirani fiskalni saldo tek početkom 2003.

⁴ Isto se događa i u mnogim industrijskim zemljama (npr. u SAD-u).

joj su promjene salda opće države funkcija salda središnje države, pokazuje da povećanje deficita središnje države za jedan postotni poen povećava deficit opće države za otprilike isto toliko (1,09%).⁵ Dakle, središnje banke, koje se u procjeni fokusiraju na središnju državu, ne podcjenjuju značajno promjene u fiskalnoj poziciji opće države.

Slika 1. Saldo središnje i opće države¹



BR - Brazil; CL - Čile; CO - Kolumbija; MX - Meksiko; PE - Peru; IN - Indija; KR - Koreja; PH - Filipini; TH - Tajland; CZ - Češka Republika; HU - Mađarska; PL - Poljska; RU - Ruska Federacija; SA - Južna Afrika; TR - Turska

¹ Kao postotak BDP-a.

Izvor: IMF; središnje banke

Ostale fiskalne aktivnosti

Sve je veći interes središnjih banaka u novim tržišnim privredama za sveobuhvatnom analizom računa javnog sektora. Porast zanimanja za takve pokazatelje ne proistječe samo iz veće raspoloživosti fiskalnih podataka, već i iz spoznaje da fiskalni računi često isključuju opsežne kvazifiskalne aktivnosti, te potencijalne obveze države i institucija javnog sektora (taksonomija fiskalnih rizika dana je u dodatku).⁶ Opseg fiskalnih aktivnosti koje su izvan državnog proračuna vrlo je važan središnjim bankama jer je teško voditi kratkoročnu monetarnu politiku bez poznavanja točne fiskalne pozicije. Međutim, podatke o tim aktivnostima središnje banke najčešće ne dobivaju dovoljno redovito. Posljedica toga je da mnoge središnje banke procjenjuju fiskalne pozicije s granicama nepouzdanosti od čak nekoliko postotaka BDP-a. Sljedeći primjeri predočuju kako je analiza fiskalne pozicije nepotpuna ako se ne uzmu u obzir obveze države preuzete izvan proračunskog sustava.

⁵ Regresija se odnosi na 12 novih tržišnih privreda za koje su podaci bili raspoloživi, u razdoblju od 2000. do 2002. (Brazil, Kina, Kolumbija, Češka Republika, Mađarska, Indija, Koreja, Peru, Filipini, Poljska, Ruska Federacija i Singapur). Procijenjeni koeficijent uz deficit središnje države statistički je značajan na razini testa od 1%.

⁶ Hawkins (2003) raspravlja kako države mogu svojim kvazifiskalnim aktivnostima utjecati na glavne komponente u računima središnjih banaka.

- Izmjerena fiskalna salda u mnogim latinoameričkim zemljama polovicom devedesetih godina izgledala su bolje nego što su doista bila jer su uključivala primitke od privatizacije, tj. ti su primici bilježeni “iznad crte”, a usto nisu prikazivala obveze po neisplaćenim dospjelim mirovinama, koje su tek kasnije dijelom priznate.
- U Češkoj Republici, Meksiku i Ruskoj Federaciji prilično velike kratkoročne obveze javnog sektora bile su skrivene u bilancama oslabjelih financijskih institucija pod kontrolom države.
- Krize u Aziji, Ruskoj Federaciji i Turskoj pokazale su da tržišta, kada je stabilnost financijskog sustava zemlje u opasnosti, obično očekuju od države financijsku pomoć koja uvelike nadmašuje njezine zakonske obveze.
- Mnoge se nove tržišne privrede oslanjaju na jamstva, izvanproračunske fondove i državne razvojne banke kao netransparentne supstitute proračunskim subvencijama i način zaobilaznja proračunskih ograničenja na potrošne i investicijske rashode. Primjer je program javnih radova *Pidiregas*, tzv. projekt s odgođenim utjecajem na bilježenje javne potrošnje (engl. *projects with a deferred impact on public expenditure recording*) u Meksiku, vrijedan oko 4% BDP-a. Financiran je iz međunarodno prikupljenih fondova, uz jamstva federalne vlade. Trošenje unutar tog programa ne bilježi se “iznad crte” sve dok projekt nije dovršen i predan javnom sektoru.
- Kina je još jedan očit primjer važnosti obuhvata šireg javnog sektora u procjeni fiskalne pozicije. Službeni podaci pokazuju da se kineski proračunski deficit države kretao na relativno niskim razinama (2-3% BDP-a) u posljednjih 20 godina, premda se fiskalna aktivnost prostirala znatno izvan službenog državnog proračuna. Slijedeći formalno razdvajanje financija državnih poduzeća od proračuna, vlada se uvelike koristila bankovnim sustavom za podupiranje državnih poduzeća, a zatim je znatan dio tih pozajmica postao nenaplativ. Gubici zbog nevraćenih kredita bankama u vlasništvu države, iako nisu zakonska obveza vlade, najvjerojatnije će u budućnosti biti pokriveni dodatnim državnim sredstvima, kako bi banke mogle ispuniti obveze po primljenim depozitima. Ako bi se državne kvazifiskalne obveze prema bankovnom sektoru uključile u proračune, fiskalni bi deficit, po toj široj definiciji, bio mnogo veći (procjene MMF-a kažu 5-6% BDP-a), a uvećan bi bio i državni dug.⁷

Tablica 1. pokazuje u kojoj su mjeri neke od tih netradicionalnih proračunskih stavki uključene u fiskalne račune. Potrošnja raznih, od države poticanih izvanproračunskih (engl. *off-budget*) subjekata još se uvelike ne prati u računima. Mađarska, Indija, Indonezija, Izrael, Meksiko, Peru, Filipini, Poljska, Ruska Federacija i Tajland procjenjuju, ali ne uključuju takve rashode u račune javnog sektora. Slično tome, potencijalne su obveze procijenjene, ali nisu uključene u račune javnog sektora u Brazilu, Čileu, Kolumbiji Indiji, Izraelu, Meksiku, Peruu, Filipinima, Poljskoj i Južnoj Africi.

⁷ Priznavanje stanja nepovrativih bankovnih kredita procijenjenih krajem 2000. na 50-75% BDP-a (od čega je iznos jednak 15,5% BDP-a doznačen kompanijama za upravljanje imovinom), podiglo bi razinu javnog duga krajem 2000. na 75-100% BDP-a (IMF, 2002a).

Tablica 1. Bilježenje posebnih stavki u računima

<i>Izvanproračunska potrošnja</i>	
– procijenjeno, ali nije uključeno u račune	Mađarska, Indija, Indonezija, Izrael, Meksiko, Peru ¹ , Filipini, Poljska, Ruska Federacija, Tajland
– nije kvantificirano	Čile, Češka Republika
<i>Potencijalne obveze</i>	
– prikazano kao financiranje ili kao stavka	Indonezija, Ruska Federacija u bilanci
– procijenjeno, ali nije uključeno u račune	Brazil ² , Čile, Kolumbija, Indija, Izrael, Meksiko, Peru, Filipini, Poljska, Južna Afrika ³
– nije kvantificirano	Argentina, Češka Republika, Mađarska, Tajland
<i>Prodaja državne imovine</i>	
– prikazano kao prihod proračuna ili u izvještaju o prihodima države	Argentina, Čile ⁴ , Kina, Hong Kong, Indija ⁵ , Malezija, Meksiko, Tajland, Turska
– posebna stavka proračunskih prihoda ili u izvještaju o prihodima države	Brazil, Čile, Mađarska, Filipini, Singapur ⁶ , Južna Afrika ⁷
– prikazano kao financiranje ili stavka u bilanci države	Argentina, Kolumbija, Češka Republika, Indonezija, Izrael, Peru, Poljska, Ruska Federacija, Južna Afrika ⁸ , Turska

¹ Uključeno u proračun. ² Uključeno u izračun duga i projekcije. ³ Aktualni revidirani podaci. ⁴ Samo kapitalni dobiti. ⁵ Primici od dezinvesticija u javnom sektoru. ⁶ Uključeno u kapitalne prihode proračuna. ⁷ Prodaja imovine (obična). ⁸ Prodaja imovine (privatizacija).

Izvor: Središnje banke (prema upitniku BIS-a)

Tablica 1. ne otkriva veliku raznolikost oblika izvanproračunske potrošnje i potencijalnih obveza koje se uključuju u račune. Većina zemalja u svojim fiskalnim računima naknadno priznaje barem dio onoga što je postojalo kao potencijalna obveza; primjeri su troškovi vezani za propadanje banaka ili čišćenje obveza subjekata koji se privatiziraju. Međutim, *ex ante* se rijetko uključuju implicitne obveze kao što su projekcije deficita buduće zdravstvene zaštite i državnih fondova mirovinske i socijalne sigurnosti.⁸ Zemlje Srednje Europe često isključuju jednokratne troškove vezane za tranziciju (npr. tranzicijske troškove mirovinske reforme u Poljskoj), i to s ciljem dobivanja one mjere proračunskog deficita koja im je važna za projekciju putanje smanjenja deficita radi ulaska u EMU (European Monetary Union) (v. četvrti dio rada).

⁸ S iznimkom Novog Zelanda, ni razvijene zemlje ne uključuju takve stavke.

U zadnjem dijelu tablice 1. vidi se da zemlje prikazuju primitke od privatizacije, stavku imovine koja je postala iznimno važna u procjeni fiskalne pozicije u posljednjoj dekadi. Mnoge azijske zemlje u proračunske prihode, tj. iznad crte još uvijek uključuju prihode od prodaje državne imovine, a ne pokazuju ih kao stavku financiranja. U većini novih tržišnih privreda, međutim, prodaja državne imovine prikazuje se ili kao posebna stavka u proračunu ili kao stavka financiranja (tzv. ispod crte). Treba također napomenuti da pokrivanje aktivnosti javnih poduzeća unutar računa javnog sektora nije uvijek transparentno. Mnoga javna poduzeća posluju kao privatne korporacije čijim se dionicima javno trguje (npr. nacionalne naftne kompanije). U većini zemalja samo se investicije takvih poduzeća prepoznaju kao kapitalni rashodi države.

Osobito važno pitanje za središnje banke u visokozaduženim gospodarstvima jest kako tržištu otkriti informacije o novim, dotada skrivenim potencijalnim obvezama. Među središnjim bankarima vlada osjećaj da su posljednjih godina standardi koji vrijede pri razotkrivanju postali stroži od onih koji vrijede za napredna tržišna gospodarstva. U većini središnjih banaka slažu se kako je prikladno uračunavanje potencijalnih obveza (kao što su zaduživanje lokalnih vlasti, salda izvanproračunskih fondova i gubici poduzeća i banaka u državnom vlasništvu) nužno radi pružanja ispravnih poticaja kreatorima politike i zajmodavcima. Međutim, objava prethodno neregistriranih obveza može se pogrešno protumačiti (Zašto vlada otkriva “kosture iz ormara” baš sada? Ima li toga još?) i špekulantima pokatkad otkriva točke ranjivosti pogodne za napad⁹ (v. daljnji tekst). Tržišta percipiraju takve iznenadne skokove u omjeru duga prema BDP-u kao znak postojanja problema održivosti duga. Stoga postoji sklonost da se potencijalne obveze otkrivaju sporo ili se uopće ne otkrivaju. Jedan od načina za izbjegavanje takvih skokova u potrošnji jest uključivanje stavaka kao što su kreditna jamstva u proračun u vremenu kad su odobrena, a ne onda kada dospijevaju na naplatu. Istodobno, središnje banke koje su imale dosta problema s različitim potencijalnim obvezama misle kako ne bi trebalo čekati krizu da se takve obveze otkriju – ako tržišta nisu pridavala pozornost potencijalnim obvezama prije krize, onda će to najvjerojatnije činiti nakon nje.

Ukratko, premda su središnje banke i fiskalne vlasti u novim tržišnim privredama svjesne potrebe za perspektivom širom od proračuna središnje države, njihove su procjene fiskalne pozicije opće države i javnog sektora još uvijek daleko od toga da budu sveobuhvatne. Dodatni je problem to što je proces pripreme proračuna uglavnom usmjeren na jednogodišnje razdoblje, točnije, resorna se ministarstva malo kad brinu o onome što je izvan tekuće fiskalne godine. Višegodišnji fiskalni okviri koriste se uglavnom u sklopu MMF-ovih programa (u Indoneziji, Koreji, Turskoj), u sklopu pridruživanja EU (Srednja Europa), kao dio tehničke pripreme proračuna (Hong Kong, Singapur) ili vježbi planiranja (Indija), a ne kao dio obuhvatnije makroekonomske politike.

Istodobno, treba uzeti u obzir činjenicu da razna područja državne politike zahtijevaju različite mjere fiskalne pozicije. Ako je, na primjer, problem kako financirati fiskal-

⁹ Zaključeno je, na primjer, da tržišni analitičari često ne tumače ispravno informacije o kvazifiskalnim aktivnostima. Čak je i uz primjenu MMF-ova Posebnog standarda za diseminaciju podataka (SDDS, Special Data Dissemination Standard) bilo pogrešnih tumačenja podataka, s negativnim posljedicama za pojedine vlade. Harmonizacija informacija, dakle, nije dovoljna. Potrebno je također educirati sudionike na tržištu.

ni deficit, ispravno je isključiti iz računa javnog sektora entitete poput potpuno financiranih mirovinskih sustava ili državna poduzeća za koja nije vjerojatno da će tražiti spas od države. Ako je glavno pitanje makroekonomski utjecaj promjena fiskalnih pozicija, prikladno je u račun uvrstiti aktivnosti mirovinskih fondova jer one često utječu na ukupnu likvidnost zbog deponiranja sredstava u središnjoj banci ili u bankovnom sektoru, što utječe na ponudu novca. Ako postoji zanimanje za alokaciju resursa, potrebno je uključiti državna poduzeća jer ona mogu istisnuti privatni sektor.

3. Održivost duga

Monetarne su vlasti u novim tržišnim privredama osobito zainteresirane za pitanje održivosti duga na razini opće države. Glavni je razlog nužnost vođenja usuglašenih makroekonomskih politika: koliko se dugo monetarna politika može voditi neovisno ako iznosi potrebni za servisiranje duga nekontrolirano rastu? Središnji će bankari nastojati promatrati tekuću fiskalnu poziciju kao što je već rečeno, ali će također procjenjivati srednjoročne posljedice i, osobito, utvrđivati čini li se javni dug održivim. Taj se kriterij može teoretski definirati kao sposobnost države da dugoročno ispunjava svoje obveze. Međutim, taj koncept nije objektivn jer u praksi ovisi o tržišnim očekivanjima koja se mijenjaju iznenadno i bitno. Treba znati da su mnoge zemlje, uključujući napredne ekonomije, bile predmetom prilične pozornosti u vremenu kada se naglo mijenjala premija rizika. Taj je problem od posebne važnosti u novim tržišnim privredama, gdje je dinamika duga češće bila nestabilna. Osim toga, fiskalno pogoršanje bilo je ključni čimbenik koji je dovodio do financijskih kriza u više novih tržišnih privreda, premda različitog intenziteta u pojedinim zemljama.

Održivost javnog duga i vođenje monetarne politike

Financijska su tržišta manje zrela i stabilna u novim tržišnim privredama nego u razvijenim ekonomijama. Stoga su realne kamatne stope znatno više, razvojna kretanja u ekonomiji prevrtljivija, a tehnologija upravljanja rizikom još uvijek nedovoljno razvijena. Te su okolnosti popratne posljedice triju korjenitih promjena: a) prestanka financiranja deficita od monetarnih vlasti – nedavni i dojmljiv slučaj zbio se u Indiji 1998; b) deregulacije režima kamatnih stopa, posljedica čega je servisiranje duga po tržišno određanim kamatnim stopama; c) smanjivanja kontrole kapitalnih transakcija, što je povećalo izloženost novih tržišnih privreda naglim zaokretima u sklonosti prema riziku međunarodnih investitora. Te su promjene uglavnom dobrodošle jer su dovele do smanjenja inflacije i poboljšanja u funkcioniranju novih tržišnih privreda. Istodobno su nove okolnosti učinile pitanje održivosti javnog duga osobito važnim u vođenju monetarne politike. Za to postoji nekoliko razloga.

Prvo, pogoršanje fiskalne situacije može izravno djelovati na uvjete financiranja, jer je državni sektor uvjerljivo najveći pozajmljivač, a katkad i jedini važan kada je riječ o sredstvima iz vanjskih izvora. U takvim prilikama znatni pritisci na kamatne stope i tečaj mogu proizaći iz povećanja javnog zaduživanja. Veličina tih učinaka je neizvjesna, a smjerovi djelovanja ovise o veličini fiskalnog pogoršanja. Na primjer, nedavna događanja u središnjoj Europi pokazala su da umjereno povećanje proračunskog deficita može dovesti

do aprecijacije valute zbog viših kamatnih stopa. No veliko povećanje deficita može proizročiti nagli skok premije rizika i kamatnih stopa, ali i primjetnu deprecijaciju tečaja.

Drugo, i kad nema povećanja zaduženja države, neizvjesnosti oko fiskalne pozicije mogu utjecati na opće povjerenje, npr. kada investitori iznenadno počnu vjerovati, pogrešno ili ne, da dinamika duga nije održiva na srednji rok. Takva vjerovanja mogu povećati premiju na rizik i hirovitost kretanja valuta i kamatnih stopa, povećavajući rizik financijske krize.

Treće, ranjivost javnih financija obično se smatra upozoravajućim pokazateljem tj. znakom drugih, možda skrivenih ranjivosti ostatka ekonomije. Stoga financijska tržišta posebnu važnost pridaju fiskalnom kredibilitetu kada procjenjuju zdravlje makroekonomskih pokazatelja. Na primjer, obično su manje tolerantna prema deficitima ako je u zemlji izražena fiskalna ranjivost. Ili će pomnije istraživati financijsko stanje sektora poduzeća i banaka. Osim toga, zabrinutost glede javnih financija može ugroziti režim fiksnog tečaja koji neće izgledati vjerodostojno i može biti napadnut. Takvi su učinci “prelijevanja” imali kritičnu ulogu za kolaps režima fiksnog tečaja u Turskoj 2001.

Povjerenje investitora može imati bitnu ulogu kada tržišta doživljavaju fiskalnu poziciju kao pokazatelj stvarne predanosti vlade u izvršenju obveza, koje bi fundamentalno mogle biti održive, ali im nedostaje kredibilitet. Na primjer, zemlje kandidatkinje za EU koje bi se željele uključiti u EMU obvezale su se na fiskalnu disciplinu. One za sada mogu relativno lako financirati javni deficit jer financijska tržišta očekuju konvergenciju dugoročnih kamatnih stopa s onima u EMU. Ali daljnje pogoršanje fiskalnih pozicija, premda “održivo”, moglo bi se protumačiti kao znak slabljenja predanosti ispunjenju obveza, i to osobito u svjetlu strukturalnih problema koji se tek trebaju riješiti kao dio zahtjeva za učlanjenje.

Četvrto, što je možda najvažnije, zdravlje fiskalne politike često je ključni element kada tržište procjenjuje sposobnost monetarne politike da ostane neovisna o političkim pritiscima. Stoga bi percepcije kako bi labava fiskalna politika mogla eventualno ugroziti vjerodostojnost monetarne politike mogle stvoriti dodatni neizravni pritisak na postojeće kamatne stope. U Argentini su, na primjer, teškoće s kojima se suočila središnja vlada u pokušaju zaustavljanja potrošnje provincijalnih i lokalnih vlasti prije krize 2001-2002. godine mogle utjecati na percepciju tržišta o neovisnosti monetarne politike.

Ti aspekti fiskalne održivosti ne utječu samo na financijske prilike već i na kretanje proizvodnje i inflacije, te na taj način i na vođenje monetarne politike. Na primjer, sumnje u održivost javnog duga u Brazilu dovele su 2002. godine do rasta kamatne stope i deprecijacije tečaja, te do slabijeg rasta i inflacijskih pritisaka. Sistemski rizici mogu potaknuti monetarne vlasti da usvoje oštriji stav u kamatnoj politici, kako bi vratile povjerenje investitora. Središnje banke mogu također zadržati oprez glede smanjenja kamatnih stopa ako smatraju da je vlada podcijenila fiskalne rizike. Čak mogu pokušati djelovati preventivno da bi spriječile očekivana pogoršanja na tržištu.¹⁰

¹⁰ Primjerice, negativan sentiment tržišta, premda ne postoje dokazi o neodrživosti duga, može dovesti do viših kamata, većih deficita i, konačno, do *ex post* fiskalnog pogoršanja.

Jednostavan pristup procjeni održivosti javnog duga

Temeljni koncept solventnosti je dobra polazna točka u svakoj analizi održivosti duga, premda ima dosta nedostataka. Prema tom konceptu, sadašnja vrijednost budućih fiskalnih suficita mora biti jednaka postojećem neto javnom dugu, tj. tijekom vremena dug mora iščeznuti. Javni je dug neodrživ ako se načelo solventnosti ne poštuje, uz pretpostavku nepromjenjivosti ekonomske politike. Međutim, takva procjena nije laka jer zahtijeva dovoljno dug niz vremenskih podataka, određenu stabilnost pokazatelja javnih financija i dosta “jake” tehničke pretpostavke.

U praksi je najuobičajeniji pokazatelj održivosti duga omjer neto javnog duga i BDP-a.¹¹ Da bi fiskalna politika izgledala održivo, omjer javnog duga prema BDP-u mora biti ograničen, tj. ne smije rasti bez limita. Dinamika duga također je važna. Ako je “održiva” razina duga znatno iznad trenutne vrijednosti, zemlja bi si teoretski mogla priuštiti visoke fiskalne deficite tijekom duljega vremenskog razdoblja. Ali takva bi događanja investitori obično prosudili neodrživima, što bi povećalo rizik krize. Obrnuto, visoka razina duga može biti održiva ako se dug smanjuje. U Ruskoj je Federaciji opadajući omjer duga prema BDP-u posljednjih godina pridonio poboljšanju prosudbe tržišta o održivosti iako su još uvijek svježja sjećanja na prestanak plaćanja dospjelih obveza države iz 1998.¹²

Sve u svemu, iskustvo je jasno potvrdilo da financijska tržišta reagiraju nepovoljno u ovim uvjetima: a) kad javni dug izuzetno brzo raste, dok se b) razina duga u odnosu prema BDP-u smatra “visokom”. Ta dva uvjeta mogu se jednostavno sažeti tako da se izračuna proračunski saldo države potreban da se omjer duga i BDP-a u određenom vremenskom roku stabilizira. Takva se vrsta procjene općenito temelji na stajalištu da će tekuće mjere ekonomske politike biti zadržane te da ekonomski rast teži svojoj dugoročnoj stopi (engl. *steady state rate*). Uz određene tehničke pretpostavke (posebice da vrijednosti g i π moraju biti znatno ispod jedinične vrijednosti), prethodni zaključak dovedi do uvjeta:

$$b^* \approx -d(g + \pi) \quad (1)$$

gdje je b^* proračunski saldo države (kao udio u BDP-u) potreban da se omjer duga prema BDP-u, d , stabilizira, g je realna stopa rasta, a π je stopa inflacije (BDP deflator).¹³ Parametri g i π obično su “potencijalne” stope koje se očekuju u sklopu razumnih srednjoročnih ekonomskih predviđanja. Kad je omjer u rastućem trendu, tj. kad aktualni deficit ($-b$) nadmašuje održivi deficit ($-b^*$), raspon između b^* i b pokazuje koliki je proračunski napor potreban da se omjer stabilizira.¹⁴

¹¹ Zbog nedostatka podataka u sljedeće kalkulacije uvršten je bruto (a ne neto) javni dug.

¹² Još jedan čimbenik koji pokazuje da omjer duga prema BDP-u nije dovoljan indikator održivosti javnog duga *per se* jest njegova podložnost dramatičnim promjenama u slučaju izmjene metodologije društvenog računovodstva, posebno kada je riječ o mjerenju neslužbenih aktivnosti.

¹³ Formula je izvedena iz dobro poznate jednadžbe $d-b=d(1+g^*)$, gdje g^* označava stopu rasta nominalnog BDP-a, $g^*=(g+\pi)$; uz pretpostavku održivosti duga, $\Delta d=0$, iz čega slijedi da je $d_t=d_{t+1}=d$. Može se opaziti da sve vrijednosti b veće od b^* zadovoljavaju uvjet održivosti.

¹⁴ Treba zamijetiti da je kamatna stopa ugrađena u taj kriterij jer ukupni deficit odražava plaćanje kamata. Dakle, kada plaćanja kamata rastu, a time i ukupni deficit, povećava se razlika između b i b^* , tj. potreban je veći proračunski napor za stabilizaciju omjera duga prema BDP-u.

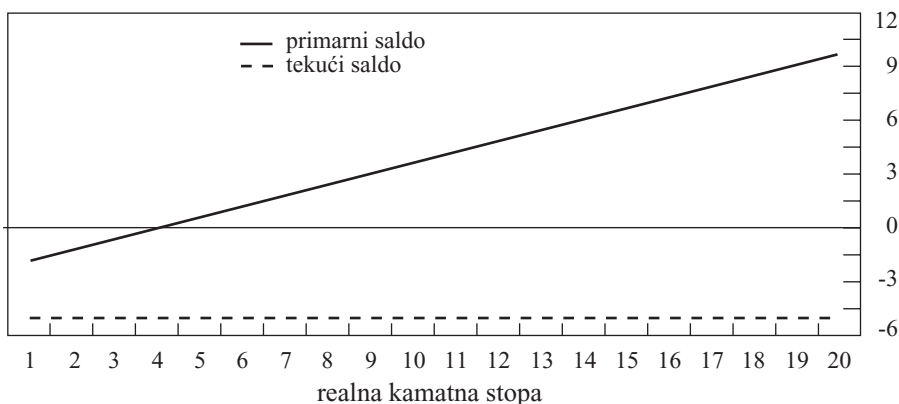
Mogu se također promatrati i sukladni uvjeti za primarni proračun (b isključujući plaćanja kamata, odnosno b_p). Tada se (1) može pisati kao:

$$b_p^* \approx d(i - \pi - g) \approx d(r - g) \quad (2)$$

gdje je b_p^* primarni saldo državnog proračuna potreban da se stabilizira dug, i je prosječna nominalna kamatna stopa, a r pripadajuća realna stopa ($i*d$ je, dakle, iznos plaćenih kamata).¹⁵ Treći pokazatelj može biti povećanje poreza potrebno za stabilizaciju omjera zaduženosti. Njega možemo nazvati i "poreznim jazom".

Opisani pristup naglašava ključne parametre koji utječu na dinamiku duga. Slika 2. pokazuje kako se mijenja dinamika duga s porastom kamatne stope, kada su stopa ekonomskog rasta i primarni saldo proračuna relativno visoki.

Slika 2. Fiskalni saldo potreban za stabilizaciju omjera duga prema BDP-u^{1, 2}



¹ Kao postotak BDP-a. ² Izračunano uz pretpostavku nominalnog rasta BDP-a od 8% i realnog od 4%, uz omjer duga prema BDP-u od 60%.

Izvor: Izračuni BIS-a (v. jednadžbe 1. i 2. u tekstu).

Nagle promjene u izgledima o održivosti duga

Izgledi o održivosti duga mogu se u praksi naglo promijeniti zbog ovisnosti duga o očekivanim vrijednostima raznih ekonomskih varijabli. Na primjer, ekonomska politika može se promijeniti zbog političke nestabilnosti te problema s vjerodostojnošću (engl. *policy credibility*). Nadalje, rast proizvodnje u novim tržišnim privredama može biti dosta nestabilan, što znači da razvoj događaja za koji se može činiti da vodi k održivosti odjednom postane nepovoljan. Takve pojave mogu npr. proisteći iz nepovoljnih

¹⁵ Ako se jednadžba (2) koristi u empirijskom radu, treba imati na umu da tržišne kamatne stope, što se npr. odražava u spreadovima na državne obveznice, mogu biti različite od prosječne kamatne stope na postojeći javni dug.

šokova na strani agregatne ponude (promjene u uvjetima razmjene ili prirodne nepogode) ili zbog povišene nesklonosti riziku na globalnim financijskim tržištima. Još jedno ograničenje u analizi održivosti duga jest to što se ta analiza oslanja na pretpostavku da su fiskalna salda, kamatne stope i gospodarski rast neovisni. U stvarnosti, međutim, postoje međudjelovanja varijabli ekonomske politike i ključnih ekonomskih varijabli (inflacija, nacionalna štednja, akumulacija kapitala, itd.). Na primjer, loši izgledi za fiskalnu konsolidaciju povećavaju premije rizika dižući tako kamatne stope i smanjujući izgleda za održivost. Nasuprot tome, u određenim okolnostima mogu postojati i pozitivni povratni učinci. Na primjer, neke zemlje kandidatkinje za EU zagovaraju tekuće deficite države kao nužne za pokretanje infrastrukturnih projekata koji bi trebali poboljšati izgleda za rast.

Čak i zemlje s niskom razinom duga mogu se suočiti s izrazitim i iznenadnim pogoršanjem svoje fiskalne pozicije tijekom financijskih neprilika. Stoga se procjene održivosti duga mogu vrlo brzo promijeniti. Sljedeća tri čimbenika imaju osobito snažan i nagao učinak na omjer duga prema BDP-u.

- Dugotrajan rast *kamatnih stopa*, pri čemu struktura dospjeća duga ima odlučujuću ulogu. Na primjer, kratkoročna struktura duga podrazumijeva da vlasti trebaju vrlo brzo obnavljati svoj dug, što uz rast kamatnih stopa vodi naglom rastu izdataka na kamate. To je bio važan čimbenik u Turskoj, gdje je prosječno dospjeće domaćeg duga iznosilo samo 140 dana, i u Brazilu, gdje je znatan dio duga bio indeksiran na kratkoročne kamatne stope.
- Oštra deprecijacija *tečaja* izravno dovodi do podizanja omjera duga prema BDP-u kad je veći dio javnih obveza denominiranih u stranim valutama ili ako je domaći dug indeksiran tečajem. Na primjer, omjer duga prema BDP-u u Argentini je prije krize bio oko 50% niži nego u mnogim drugim zemljama. No nakon što se urušila vrijednost pesosa prema dolaru za oko 70%, omjer duga prema BDP-u premašio je 100%.
- Naglo priznavanje *neevidentiranih javnih obveza*, kada država eksplicitno ili implicitno jamči za dug drugih subjekata. Čak i u jugoistočnoj Aziji, gdje su zemlje općenito slijedile fiskalnu disciplinu prije krize 1997-1998, problem održivosti javnog duga pojavio se kad su izašla na vidjelo implicitna jamstva korporacijskom i bankovnom sektoru. U Brazilu se sada pretpostavlja da bi priznavanje već postojećih skrivenih obveza (tzv. kosturi iz ormara) moglo dovesti do rasta omjera duga prema BDP-u za oko 10 postotnih bodova u sljedećem desetljeću.

Takva nagla povećanja razine duga neće automatski pogoršati izgleda za održivost duga. Na primjer, javni dugovi azijskih zemalja uglavnom se smatraju održivima, unatoč njihovu naglom rastu nakon krize 1997-1998. To je razlog da se kriza smatrala jednokratnim događajem. Drugi je razlog što je povećanje dugova u nekim slučajevima bilo posljedica brže rekapitalizacije financijskih institucija koja je bila vrlo korisna u smislu čišćenja bilanci i obnavljanja bankovnog kreditiranja. Napokon, odbacivanje neodrživog tečajnog režima može poboljšati perspektive za rast i ublažiti fiskalne brige. To je po svemu sudeći bio slučaj s Brazilom neposredno nakon devalvacije u 1999. godini.

Potreba za širim skupom pokazatelja

Navedene napomene pokazuju da za potpunu procjenu održivosti javnog duga treba uzeti u obzir mogućnost iznenadnih negativnih šokova. U procjeni financijskog stanja (i točaka ranjivosti) javnih financija središnje banke promatraju niz indikatora.

- *Dubina i likvidnost financijskih tržišta.* To je ključni faktor za stabilne financijske uvjete i za mogućnost zaduživanja države u zemlji umjesto u inozemstvu, osobito u teškim vremenima. Indija je npr. od ranih devedesetih poduzela brojne mjere radi proširenja i produbljenja domaćeg tržišta za državne zadužnice. Obilježja pozajmljivača također mogu postati presudna. Važno je npr. jesu li to domaći ili strani pozajmljivači. Prvi su obično konzervativni investitori, u smislu da državne obveznice dugo zadržavaju u svom portfoliju, dok su nerezidenti osjetljivi na preokrete u globalnoj likvidnosti i u “apetitu” za rizik (engl. *risk appetite*) prema svim kategorijama imovine u novim tržišnim privredama, pa mnogo češće trguju državnim obveznicama.
- *Struktura duga.* Da su tržišta potpuna i efikasna, kompozicija duga ne bi ovisila o ročnoj strukturi kamatnih stopa. U praksi nije tako. Štoviše, pokušaji da se troškovi servisiranja duga održe niskima opravdavaju preferenciju za izdavanjem određenih zadužnica. Jedan je primjer kad krivulja doprinosa postaje strma, dugoročne obveznice postaju skuplje i vlada može doći u iskušenje da skрати dospijeca ili da se više osloni na dug s fluktuirajućom stopom. Ako se nakon toga kratkoročne stope moraju povisiti više no što je u početku očekivano, to bi u dugom roku povećalo rizik održivosti. Stoga se u većini slučajeva smatra da su dugovi s duljim dospjećem sigurniji u smislu rizika financiranja. Na primjer, u Indoneziji je javni dug prilično visok, ali su troškovi kamata relativno stabilni zahvaljujući dugoročnoj strukturi duga. Drugi je primjer valutna struktura duga. Što je više javnih obveza denominirano u stranim valutama i što je niži omjer izvoza prema BDP-u, viši je rizik održivosti duga u slučaju znatne deprecijacije domaće valute.
- *Nestabilnost javnih prihoda i rashoda* može negativno utjecati na stanje održivosti duga ometanjem fiskalne prilagodbe nakon pojave negativnih šokova. Pritisci na povećanje rashoda mogu proizaći iz čimbenika kao što su npr. indeksacija ili mogućnost diskrecijskog trošenja na nižim državnim razinama. Na prihodnoj strani relativno snažna ovisnost o specifičnim sektorima (nafta, turizam) dovode do nestabilnosti poreznih prihoda. Prihodi također znatno variraju ako je porezna osnovica uska, siva ekonomija raširena ili porezna administracija neučinkovita.
- *Razina proračunskog deficita.* Što je proračunski deficit viši, manja je održivost javnog duga. No da bi se odredilo je li pogoršanje fiskalne pozicije u većoj mjeri posljedica privremenih cikličkih gibanja ili dugoročnih strukturalnih promjena, potrebna je sofisticiranija analiza. Također treba razmotriti koriste li se primici od privatizacije i jesu li uključeni deficiti izvanproračunskih fondova, državnih agencija i javnih poduzeća.
- *Povijest ponašanja* (engl. *track record*) *fiskalnih vlasti.* Dugo razdoblje fiskalne discipline pridonosi učvršćenju kredibiliteta države tako da tržišta postaju tolerantnija prema privremenim povećanjima omjera duga prema BDP-u. Važno pitanje u

tom smislu jest postoji li višegodišnji fiskalni okvir s unaprijed najavljenim i transparentnim pravilima, što bi učvrstilo tržišna očekivanja. Na primjer, Poljska se drži obveze čuvanja javnog duga ispod ustavno određene granice od 60% BDP-a.

- *Implicitne ili potencijalne javne obveze.* U sklopu analize održivosti duga svakako treba razmotriti potencijalne obveze, a osobito rizik od sistemske bankovne krize koja bi zahtijevala veliku pomoć države. Ostale potencijalne ili implicitne obveze mogu proizaći iz izvanproračunskih fiskalnih operacija, implicitnih državnih jamstava u poslovnom sektoru, budućih obveza za mirovine nastale unutar mirovinskih sustava međugeneracijske solidarnosti (engl. *pay-as-you-go*). Još su jedan primjer tzv. transformacijske institucije u središnjoj Europi. Do sada su prihodi od privatizacije djelimično pokrivali njihove gubitke, ali nije isključeno da će akumulirati znatne gubitke u budućnosti.

Iz prethodne analize iskustva novih tržišnih privreda nameću se tri zaključka.

Prvo, razina duga pri kojoj održivost postaje problem može se razlikovati unutar određenog vremena i u pojedinim zemljama. Štoviše, točan prag pri kojemu zemlja postaje ranjiva u smislu nemogućnosti podmirenja obveza znatno ovisi o promjeni stajališta i očekivanja sudionika na tržištu te rezultirajućim promjenama kamatnih stopa i tečaja.

Drugo, s obzirom na te neizvjesnosti, važno je sveobuhvatnije procijeniti rizike vezane uz održivost duga, uključujući različite scenarije što proizlaze iz nepovoljnih okolnosti. Na primjer, Goldfajn (2003) podrazumijeva nekoliko fiskalnih rizika, da bi na kraju zaključio kako je javni dug u Brazilu održiv ako se u obzir uzmu “razumne” pretpostavke. Taj pristup, međutim, podcjenjuje vjerojatnost zapadanja u stanje kada se dospjele obveze ne mogu ispuniti. Postavlja se, naime, pitanje: što ako se ostvare “nerazumne” pretpostavke?

Treće, vladine projekcije proračuna često pokazuju tendenciju “službenog optimizma” i pridružuju mali ponder mogućnosti pojave neočekivanih šokova. Bilo bi poželjno da fiskalne vlasti ostave određeni manevarski prostor, na primjer, prateći scenarije koji se usredotočuju na kretanja pokazatelja održivosti duga. Nagli porast razlike između tekućeg proračunskog deficita i onoga koji je potreban za stabilizaciju omjera duga prema BDP-u može poslužiti kao upozoravajući signal, čak i onda kada razina duga i promjena razine duga izgledaju “održivo”.

Izgledi za održivost duga u novim tržišnim privredama

Jedno od važnih pitanja za kreatore monetarne politike jest imaju li dovoljno pouzdanih podataka za procjenu održivosti javnog duga. Glede toga, tablica 2. i slika 3. pokazuju neke od okvirnih pokazatelja: trenutačnu visinu duga, njegovu nedavnu dinamiku, kriterij održivosti duga i neke pokazatelje osjetljivosti duga na kamatne i tečajne rizike.

Ti indikatori jasno potvrđuju da su visokozadužene zemlje u različitim pozicijama s obzirom na održivost duga. Na primjer, Argentina, Brazil i Turska u 2002. pokazuju relativno visoke državne obveze i rastući trend javnog duga. Neke od njih već su iskusile probleme solventnosti. Perspektive ostalih zaduženih zemalja mogle bi također postati bolnije ako se dogode negativni šokovi. No ima i zemalja čiji je javni dug očito visok iako je kriterij održivosti relativno povoljan, što upućuje na mogućnost smirenja problema održivosti u skoroj budućnosti ako bi se postojeće fiskalno ponašanje zadržalo.

lo. Primjer te druge skupine je Indonezija, u kojoj je javni dug naglo narastao od pretkriznih 23% BDP-a do gotovo 100% BDP-a. U istu kategoriju pripadaju i neke zemlje s velikim javnim dugom koji nije izložen promjenama kamata i tečaja (npr. Indija).

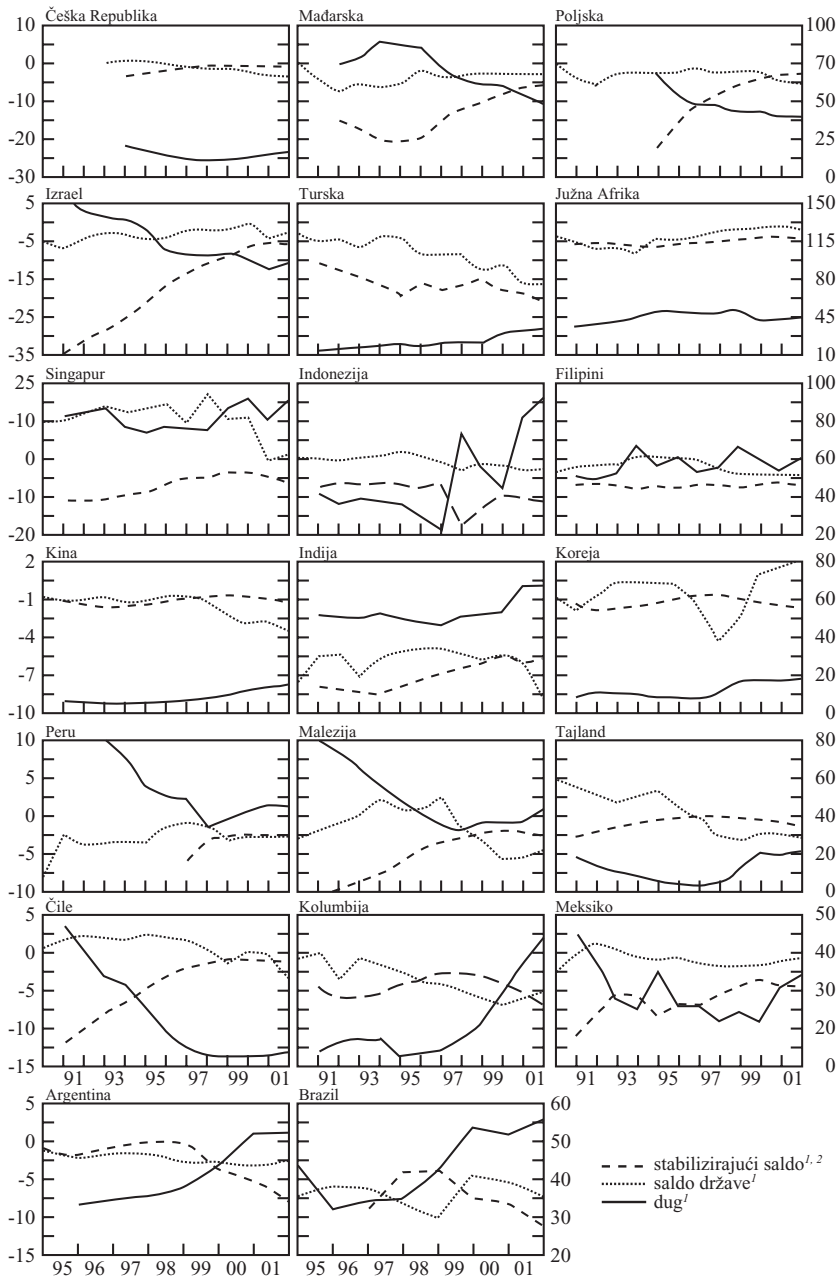
Tablica 2. Elementi dinamike javnog duga krajem 2001.

	Dug¹	Kriterij održivosti duga^{1,2}	Izloženost promjenama tečaja^{3,4}	Izloženost promjenama kamatne stope⁵	Nedavna dinamika duga⁶
Kina	15	1,7	0	0	1,5
Indija	67	- 0,8	5	6	3,2
Indonezija	92	- 8,6	55	88	10,3
Koreja	19	- 4,0	25	25	2,3
Malezija	44	3,0	17	20	0,4
Filipini	59	- 0,6	48	66	- 0,7
Singapur	91	- 2,8	...	76	3,4
Tajland	22	0,9	36	43	3,0
Argentina	53	0,6	97	43	3,9
Brazil	56	2,6	46	96	3,7
Čile	14	- 0,4	- 0,6
Kolumbija	44	1,8	54	83	5,0
Meksiko	34	- 0,8	28	72	- 2,8
Peru	45	0,4	85	98	- 0,7
Češka Republika	17	1,2	...	63	0,7
Mađarska	49	- 7,2	30	64	- 6,0
Poljska	40	1,5	35	66	- 2,6
Ruska Federacija	50	- 25,0	88	89	0,4 ⁷
Izrael	95	- 1,3	27	78	- 1,7
Saudijska Arabija	94	- 4,9	2,0 ⁸
Južna Afrika	44	- 3,9	15	25	- 1,1
Turska	36	- 2,8	58	99	3,0

¹ Bruto, kao postotak BDP-a. ² Definiran kao razlika između proračunskog salda potrebnog da se dug stabilizira i tekućeg salda, prosjek 2000–2002; pozitivan predznak znači da je tekući saldo prenikzak (deficit je previsok) da bi stabilizirao omjer duga prema BDP-u. ³ Kao postotak ukupnog javnog duga. ⁴ Definirana kao postotak duga denominiran u stranim valutama ili vezan za njih. ⁵ Definirana kao postotak duga s plivajućom stopom ili duga s dospijecom manjim od godine dana. ⁶ Prosječna godišnja promjena u omjeru duga prema BDP-u tijekom 1995–2001, u postotnim bodovima. ⁷ Prosjek tijekom 1997–2001. ⁸ Prosjek tijekom 1996–2001.

Izvor: Nacionalni podaci; procjene BIS-a

Slika 3. Javni dug i saldo države, 1990-2001.



¹ Kao postotak BDP-a. ² Definiran kao proračunski saldo države potreban da se stabilizira omjer (bruto) duga prema BDP-u.

Među niskozaduženim zemljama slika je također raznolika. Neke zemlje ne uspijevaju zadovoljiti kriterij održivosti, što znači da im je trenutačno razina duga niska, ali brzo raste, pa bi se fiskalni problemi mogli naglo pogoršati u slučaju nepovoljnih događaja. Javni dug u Kini je umjeren, ali bi znatno porastao ako bi se priznale skrivene obveze bankovnog i korporacijskog sektora. Nasuprot tome, situacija u Koreji izgleda relativno povoljno: omjer duga prema BDP-u nizak je i opadajući, a kriterij održivosti pokazuje da vlasti imaju dosta manevarskog prostora u slučaju neočekivanih šokova.

4. Fiskalna pravila

Fiskalna se pravila mogu definirati kao specifična ograničenja mjera vladine politike na područjima kao što su uravnoteženje proračuna, dug, potrošnja ili oporezivanje. Pravila politike ili smjernice koje nisu zakonski izglasane ne smatraju se fiskalnim pravilima u najužem smislu riječi, jer nisu obvezujuća ograničenja za sadašnju ili buduću vladu, iako mogu utjecati na odluke tih vlada (Kennedy i sur., 2001). Ovaj dio rada odnosi se na četiri teme koje su važne iz perspektive središnjih banaka. To su razlozi za uvođenje fiskalnih pravila, oblikovanje fiskalnih pravila, iskustva s primjenom fiskalnih pravila i uvjeti potrebni da bi fiskalna pravila bila djelotvorna.

Razlozi za uvođenje fiskalnih pravila

Većina se fiskalnih pravila temelji na mišljenju da sadašnja ili buduće vlade neće bez vanjskih pritisaka željeti ili moći disciplinirano provoditi mjere fiskalne politike. Potreba da se uspostavi povjerenje u državu uz pomoć fiskalnih pravila najveća je kada su početni uvjeti problematični. U teoriji, diskrecijska politika može postići iste rezultate kao primjena fiskalnih pravila, a usto je i poželjnija za korištenje jer osigurava veću fleksibilnost. Međutim, u praksi, zbog želje da ih glasači izaberu i na sljedećim izborima, političari često donose kratkoročne odluke. To može rezultirati manje discipliniranim i čak neodrživim mjerama fiskalne politike tijekom vremena. Zbog tih argumenata osnovna korist dobro oblikovanoga, odgovarajuće provedenog niza trajnih fiskalnih pravila jest uspostava depolitiziranog okvira za fiskalnu politiku, slično depolitiziranoj monetarnoj politici u režimu ciljane inflacije (Kopits, 2001). Tada bi se, uz javnu dostupnost informacija o makroekonomskim očekivanjima, proračunski deficit ili suficit i veličina javnih rashoda određivali prema (fiskalnim) pravilima, a samo bi se o strukturi javnih rashoda i poreznom sustavu raspravljalo u parlamentu i javnosti. To čini fiskalna pravila potencijalno vrlo zanimljivim za nove tržišne privrede, posebice za one koje žele steći reputaciju fiskalno "poštenih" zemalja, ili za one koje žele oblikovati djelotvornije strukture unutar državnih fiskalnih odnosa.

Iako je očito da su fiskalna pravila poželjna, njihovom se upotrebom pojavilo i nekoliko problema. Najvažniji je taj da ta pravila mogu biti previše restriktivna i ograničiti vladinu sposobnost da se uključi u provođenje anticikličke fiskalne politike kada je to potrebno. Kao primjer mogu poslužiti problemi s kojima se suočavaju neke od zemalja eurozone koje, usprkos niskom rastu, ne mogu ići u fiskalnu ekspanziju kako ne bi prekoračile limit proračunskog deficita od 3% BDP-a što ga propisuje Pakt o stabilnosti i rastu. Dakle, da bi bili korisni, zakoni moraju biti napisani s određenom dozom fleksibilnosti.

Ali pravilo ne smije biti toliko fleksibilno da više ne obvezuje. Nadalje, kako bi bila vjerodostojna, fiskalna se pravila moraju smatrati stalnim (trajnim, a ne *ad hoc* rješenjima). Napokon, da bi bila transparentna, pravila trebaju biti definirana na osnovi fiskalnih pokazatelja koje je lako pratiti i kojima je teško manipulirati. Te poželjne karakteristike fiskalnih pravila nije lako ispuniti jer zahtijevaju složene kompromise. Vlade također imaju mogućnost upotrebljavati “kreativno računovodstvo” (engl. *creative accounting*), što dodatno ograničava poštovanje nametnutih fiskalnih pravila i može dovesti do kompromisa između friziranja, uljepšavanja podataka (koje je dugoročno skupo, ali kratkoročno može pomoći pridobivanju glasača) i stvarnog fiskalnog prilagođavanja (koje je kratkoročno skupo, ali rezultira dugoročnim koristima; v. Milesi-Feretti, 2000).

Oblikovanje fiskalnih pravila

Većina novih tržišnih privreda (uključujući Kinu, Kolumbiju, Češku Republiku, Mađarsku, Indiju, Koreju, Meksiko, Filipine, Južnu Afriku, Tajland i Tursku) ne koristi se formalnim fiskalnim pravilima za ograničavanje proračuna nacionalne vlade. Ipak, proračunski proces implicitno podrazumijeva djelomičnu kontrolu vladinih odluka o državnoj potrošnji i zaduživanju. Na primjer, u većini zemalja parlament mora svake godine odobriti veličinu deficita, veličinu državne potrošnje i zaduživanja. Nadalje, te veličine u nekim zemljama mogu biti dio unaprijed definiranog srednjoročnog fiskalnog plana (Indonezija, Tajland, zemlje Srednje Europe). U azijskim zemljama takva kontrola vladinih odluka upućuje na povijest fiskalne discipline i na općeniti oprez u poduzimanju bilo kakvih promjena fiskalne politike.

Formalna fiskalna pravila izglasana zakonom koriste se samo u nekoliko novih tržišnih privreda. Primjerice, *honkongški* ustav zahtijeva od vlade “poštovanje načela da rashodi ne smiju biti veći od prihoda prilikom sastavljanja proračuna, da se teži postizanju fiskalne ravnoteže, da se izbjegavaju fiskalni deficiti te da veličina rasta proračuna prati veličinu rasta BDP-a”.

Argentina i Peru usvojili su 1999. zakone o fiskalnoj odgovornosti. Njima su definirali maksimalnu veličinu deficita središnje države, rast državne potrošnje i osnivanje posebnih fondova za fiskalnu stabilizaciju koji se financiraju iz poreznih prihoda. Namjera im je osigurati proračunske viškove u razdobljima brzog ekonomskog rasta koji bi se onda mogli koristiti u razdobljima recesije. Argentinski zakon također je zabranio izvanproračunsko knjiženje stavki, dok je peruanski zakon postavio ograničenje rasta javnog duga.

Brazilski Zakon o fiskalnoj odgovornosti izglasan 2000. odnosi se na sve državne razine. Zabranjuje financijsku potporu među različitim državnim razinama, određuje ograničenja potrošnje namijenjene državnim zaposlenicima, zahtijeva da Senat (gornji dom Kongresa) odredi ograničenja zaduživanja svake državne razine. Određeno je i da godišnji fiskalni ciljevi moraju biti definirani kao dio trogodišnjeg fiskalnog planiranja. Isti zakon definira i pravila kontrole javne potrošnje tijekom izborne godine.

Središnja država u *Poljskoj* ograničena je dvama pravilima: nominalni deficit izglasanog godišnjeg proračuna ne može se povećati bez ponovnog odobrenja Parlamenta i nacionalni javni dug, prema Ustavu, ne smije biti veći od 60% BDP-a. Posebne mjere

opreza aktiviraju se kada javni dug prijeđe razinu od 50% BDP-a. Točnije, tada se moraju smanjiti deficiti nižih razina vlasti, vijeće ministara Parlamentu mora podnijeti plan fiskalne konsolidacije i ograničeno je izdavanje novih državnih jamstava (OECD, 2002c).

Nekoliko novih tržišnih privreda drži se specifičnih odredbi o proračunu. U *Singapuru* je potrebna predsjednička dozvola ako se aktualna vlada želi koristiti rezervama koje je akumulirala prethodna vlada ili ako želi potrošiti više od 50% neto investiranog dohotka zarađenog tijekom fiskalne godine. U *Ruskoj Federaciji*, proračunski zakon definira ograničenje veličine deficita. Deficit ne smije biti veći od zbroja investicija u fiksnu (kapitalnu) imovinu i plaćanja za kamate. Mnoge nove tržišne privrede izglasale su ili namjeravaju izglasati proračunske ili druge zakone koji zahtijevaju od države smanjenje veličine fiskalnog deficita tijekom srednjoročnog razdoblja (Indonezija, Koreja, Tajland, zemlje koje se pripremaju za ulazak u EU). Posebice je zanimljiv primjer *Čilea*. Od 2001. središnja je država imala obvezu osigurati 1% suficita na strukturni fiskalni saldo.

Iskustva s primjenom fiskalnih pravila

Empirijska istraživanja o djelotvornosti fiskalnih pravila u industrijskim zemljama još uvijek nisu dala jasne zaključke jer je većina fiskalnih pravila na nacionalnoj razini kratko u upotrebi. U pregledu empirijskih istraživanja zemalja OECD-a Kennedy i sur. (2001) argumentiraju kako neke od zemalja u kojima se koristi euro ne bi postigle fiskalnu konsolidaciju da nije bilo strogih kriterija iz Maastrichta. Pokazano je i da su ograničenja proračunske potrošnje definirana Zakonom o izvršenju proračuna (engl. *Budget Enforcement Act*) imala znatnu ulogu u smanjenju potrošnje savezne vlade SAD-a; IMF, 2001b). Ipak, u nekoliko zemalja OECD-a znatna su se poboljšanja u strukturnim fiskalnim bilancama dogodila tijekom 1990-ih bez ikakvih fiskalnih pravila. Štoviše, prihvaćanje fiskalnih pravila u Novom Zelandu nije zaustavilo nedavno odstupanje od dugoročnih fiskalnih ciljeva.

Empirijski dokazi još su rjeđi u novim tržišnim privredama jer su fiskalna pravila u njima tek nedavno uvedena. Fatás i Mihov (2002) izmjerili su diskreciju fiskalne politike u nizu novih tržišnih privreda. Na temelju tih mjera pokazali su kako diskrecijska fiskalna politika pojačava fluktuacije privrednog ciklusa i utječe na smanjenje stope rasta, dok fiskalna politika koja se temelji na fiskalnim pravilima pomaže smanjenju fluktuacija privrednog ciklusa te pozitivno utječe na gospodarski rast. Za zemlje koje se istražuju u ovom radu mali broj podataka o djelotvornosti fiskalnih pravila ne daje jasnu sliku.

U razdoblju 1984–1997, kada su u *Hong Kongu* na snazi bila neformalna fiskalna pravila vrlo slična pravilima iz njihova ustava, proračunsko je ponašanje bilo uzorno. No nakon 1998. pravilo o izbjegavanju proračunskog deficita, iako podignuto na razinu ustava, prekršeno je gotovo svake godine. Neprestani visoki fiskalni deficiti (a prognozirano je da će u fiskalnoj godini 2003. dosegnuti 7% BDP-a), unatoč visokim fiskalnim rezervama i nepostojanju javnog duga, dovode u pitanje održivost hongkongsčkog fiksnog sustava deviznog tečaja (engl. *linked exchange rate system*).

I u *Argentini* su 1999. i 2000. prekoračena proračunska ograničenja. Zbog toga su 2001. ta ograničenja povećana, a vrijeme do kojeg treba postići uravnoteženi proračun

pomaknuto je na 2005. (tabl. 3). No i to je pravilo ukinuto 2002, kada je ekonomija zapala u krizu. Ograničenja fiskalnog deficita definirana *peruanskim* zakonom o fiskalnoj odgovornosti također su prekršena svake godine od kada je zakon izglasan (formalno, Kongres je čak ukinuo ograničenja za 2001. i 2002).¹⁶

Čini se da je zasada djelotvorniji *brazilski* Zakon o fiskalnoj odgovornosti. Primarni suficit narastao je od 3,5% BDP-a u 2000. na 3,9% u 2002. godini, iako se ekonomska situacija pogoršavala (tabl. 4). Najveći dio tog poboljšanja postignut je tako da je smanjen deficit savezne vlade i središnje banke, dok se deficit nižih razina vlasti povećao za gotovo 2% BDP-a u 2002. Izdaci za zaposlene na nacionalnoj (federalnoj) razini bili su znatno niži od 38% tekućih prihoda 2001. godine (što je zakonski limit). Nadalje, i većina se nižih razina vlasti držala ekvivalentnog ograničenja iznosa izdataka za zaposlene za njihovu razinu (60% tekućih prihoda). Postoje, međutim, i tvrdnje da je primarni suficit većim dijelom ostvaren zbog rasta prihoda, a ne zbog smanjenja rashoda (Samuels, 2002). Nadalje, velik dio porasta prihoda bio je iz privremenih izvora (poput poreza na financijske transakcije) i prije svakog obnavljanja tih privremenih poreza zahitjevao je naporne pregovore u Kongresu.

Tablica 3. Argentina – poštovanje Zakona o fiskalnoj odgovornosti

	Ograničenja deficita ¹		Stvarni (izmjereni) deficit
	Prema Zakonu iz 1999.	Prema izmjeni Zakona iz 2001.	
1999.	-1,9	-	-3,0
2000.	-1,1	-	-3,4
2001.	-0,5	-2,5	-5,5
2002.	0	-2,0	-2,2
2003.	0	-1,3	-
2004.	0	-0,9	-
2005.	0	0	-

¹ Kao postotak BDP-a. Ograničenja se odnose na središnju državu. Vrijednosti su procijenjene jer je Zakon definirao nominalna ograničenja za deficit, a ne za odnos deficit/BDP.

Izvor: Braun i Tommasi (2002:7)

U *Poljskoj* je postojeće pravilo o ograničenju nominalnog iznosa deficita dovelo do projekcija manjih proračunskih prihoda nego što bi bilo realno očekivati, do uključivanja rezervi namijenjenih potrošnji u proračun i do povremenih kašnjenja u plaćanju dugova. Isto je pravilo također potaknulo na praksu prekoračenja ograničenja visine deficita uz pomoć “kreativnog računovodstva” i putem prebacivanja rashoda iz proračuna središnje države u proračune izvanproračunskih fondova i državnih agencija za poseb-

¹⁶ Ograničenja fiskalnog deficita bila su određena na 2% BDP-a u 2000, 1,5% u 2001. i 1% u 2002. godini. U slučaju da dođe do recesije ili da se recesija prognozira, zakon dopušta da se tijekom fiskalne godine ograničenja proračunskog deficita povećaju za 2% BDP-a.

ne namjene.¹⁷ Ipak, cijelo vrijeme nije formalno prekoračena ustavom ograničena maksimalna veličina duga javnog sektora.

Tablica 4. Brazil – proračunska salda javnog sektora (u % BDP-a)

	1999.	2000.	2001.	2002.
<i>Ukupni saldo</i>	-9,2	-4,6	-3,6	-4,6
Nacionalna vlada i središnja banka	-6,9	-3,2	-2,1	-0,8
Niže razine vlasti (države i općine)	-2,4	-2,1	-2,0	-3,9
Državna poduzeća	0,1	0,8	0,6	0,0
<i>Primarni saldo</i>	3,2	3,5	3,6	3,9
Nacionalna vlada i središnja banka	2,4	1,9	1,8	2,4
Niže razine vlasti (države i općine)	0,2	0,6	0,9	0,8
Državna poduzeća	0,7	1,1	0,9	0,7
<i>Dospjela plaćanja kamata</i>	12,4	8,1	7,2	8,5
Nacionalna vlada i središnja banka	9,3	5,1	3,9	3,1
Niže razine vlasti (države i općine)	2,6	2,7	2,9	4,6
Državna poduzeća	0,6	0,3	0,4	0,7

Izvor: Brazilska središnja banka; IIF (2002)

Slično iskustvo imale su i neke druge zemlje koje ne primjenjuju fiskalna pravila u uskom smislu nego se oslanjaju na ograničenja deficita, potrošnje i zaduživanja u godišnjim proračunima. U *Koreji* su vlade u prošlosti bile sklonije osnivanju izvanproračunskih fondova nego izdavanju obveznica jer bi potonje bilo podvrgnuto pažljivom preispitivanju u parlamentu. Osnivanje izvanproračunskih fondova bilo je pak moguće jer je proračunski saldo središnje države bio u dovoljnom suficitu da pokrije deficite na posebnim računima i deficite izvanproračunskih fondova. U *Mađarskoj* su frustracije s proračunskim procedurama te opravdane potrebe razvoja državne i javne infrastrukture navele vlasti da financiraju opsežan program razvoja cesta uz pomoć razvojne banke u državnom vlasništvu, specijalno reaktivirane za tu namjenu.¹⁸

¹⁷ Državni proračun obuhvaća samo 40% rashoda opće države, dok oko 3000 izvanproračunskih fondova nacionalne i lokalnih razina vlasti obuhvaća daljnjih 40% rashoda opće države. Ostatak rashoda opće države (20%) rashodi su nižih (lokalnih) razina vlasti.

¹⁸ Banka je izdala vlastite obveznice i izdavala jamstva poslovnim bankama koje su posudile novce izvođačima radova. Opseg tih radova procijenjen je na 8–9% BDP-a (OECD, 2002a). Od 2003. banka više ne financira program razvoja cesta.

Još jedna zemlja s dobrim, ali i lošim iskustvom vezanim uz fiskalna pravila jest *Južna Afrika*. S pozitivne strane dokazala se djelotvornom odredbom Ustava koja Parlamentu odobrava mogućnost promjene veličine već izglasanog proračuna, no samo zato što je parlamentarni Odbor za proračun imao potrebna znanja na području fiskalne politike. Također se korisnim pokazao i vladin srednjoročni plan fiskalne politike koji je djelomično disciplinirao fiskalnu politiku iako to nije bilo strogo propisano. Naime, tržišta su lako mogla utvrditi eventualna odstupanja od zacrtanog plana. Nadalje, pravo središnje države da preuzme vlast nad regijom koja ne upravlja dobro svojim financijama bila je djelotvorna u smanjenju pretjerane regionalne potrošnje jer bi preuzimanje regije previše posramilo tamošnju vlast. Osim toga, odredba o kriminalnim sankcijama u slučaju lošeg upravljanja javnim institucijama, iako se na prvi pogled činila poželjnom, imala je negativne posljedice. Mnoge stručne osobe oklijevale su prihvatiti dužnosti u odborima javnih poduzeća, a ministarstva su vrlo oprezno trošila novac, što je na kraju rezultiralo premalenom državnom potrošnjom.

Kada su fiskalna pravila djelotvorna

Ograničen broj iskustava koje smo ovdje iznijeli ne upućuju jasno na uvjete u kojima bi fiskalna pravila bila djelotvorna ili ne. U Hong Kongu je jedna od mogućih slabosti fiskalnih pravila bio nedostatak sankcija pri kršenju pravila. Na primjer, u Brazilu se na temelju tzv. fiskalnog kriminalnog zakona kazne i sankcije za kršenje fiskalnih pravila nisu odnosile samo na institucije već i na javne dužnosnike, te su tako znatno osnažile primjenu Zakona o fiskalnoj odgovornosti. Ali u Južnoj Africi, kao što je već rečeno, sankcije za loše upravljanje javnim institucijama dovele su do nepoželjnog smanjenja državne potrošnje.

U Argentini i Peruu fiskalna pravila najvjerojatnije nisu funkcionirala zbog naslijeđene krhkosti fiskalnog sustava, slabih proračunskih institucija i loše odabranog trenutka uvođenja fiskalnih pravila (tijekom recesije 1999). Što je još važnije, iskustva Argentine i Perua pokazuju da fiskalna pravila moraju funkcionirati tijekom cijeloga poslovnog ciklusa da bi bila djelotvorna. Naime, ako dođe do negativnog ekonomskog šoka ili smanjenja ekonomske aktivnosti, potrebno smanjenje deficita teško je ostvariti, a pokušaji da se ti ciljevi ostvare mogu još više produbiti ekonomski šok. Nasuprot tome, ako dođe do pozitivnog šoka (npr. rasta cijene dobara koja se izvoze) ili zamaha ekonomske aktivnosti, fiskalnim pravilima koja definiraju određenu veličinu deficita lako je udovoljiti. U tom slučaju temeljna fiskalna pozicija, npr. veliki javni dug, ne bi se smanjila, a prociklička fiskalna politika još bi više pridonijela pregrijavanju privrede. Gavin i sur. (1996) argumentiraju kako pretjerana državna potrošnja u razdobljima snažnog ekonomskog rasta i nesposobnost da se akumuliraju suficiti tijekom dobrih vremena često siju sjeme fiskalne krize, iako ona postaje vidljiva tek kada snažni rast prestane.¹⁹ Djelomično zbog tih razloga, peruanske su vlasti nakon recesije sredinom 2002. izmijenile Zakon o fiskalnoj odgovornosti dopuštajući viši deficit u prijelaznom razdoblju recesi-

¹⁹ Defekti na financijskim tržištima mogu pridonijeti takvoj procikličnosti. Postoje indicije da je kretanje spreada (razlike između kamate na obveznice određene zemlje u razvoju i odgovarajuće obveznice neke industrijski razvijene zemlje) također prociklično, što znači da se deficiti relativno lako financiraju u razdobljima snažnog ekonomskog rasta, ali i da se akumuliranje duga u razdobljima recesije još više pojačava (Perry, 2002).

je, ali i zahtijevajući znatno smanjenje deficita jednom kada recesija prestane. Alternativno pravilo za zemlje s manjim javnim dugom moglo bi biti ograničenje veličine javnog duga, bolje nego veličine proračunskog deficita, kako bi se stvorio veći prostor za anticikličku fiskalnu politiku.

Zbog procikličke tendencije fiskalne politike u mnogim latinskoameričkim zemljama, pravilo vezano uz čileanski strukturni suficit zaslužuje posebnu pozornost. Strukturna bilanca u Čileu procjenjuje se uz isključivanje učinaka fluktuacije cijene bakra²⁰ i učinaka kretanja prihoda tijekom ekonomskog ciklusa.²¹ Od tog se pravila očekuje da primora vladu da akumulira velike suficite u razdobljima snažnog domaćeg ekonomskog rasta i visoke cijene bakra. Isto pravilo dopušta vladi ostvarenje umjerenih deficita tijekom ekonomski loših razdoblja i niskih cijena bakra. Procijenjeni proračunski deficiti za 2001. i 2002. konzistentni su s pravilom strukturnog suficita.²²

Nadalje, potrebno je razmotriti mogu li se fiskalna pravila koristiti za discipliniranje fiskalne politike različitih razina vlasti. Neuspjeh Zakona o fiskalnoj odgovornosti u Argentini pripisuje se činjenici da regionalne vlasti nisu morale poštovati taj zakon, odnosno da im je samo preporučeno da uvedu slična fiskalna pravila. Tako su neke od provincija uvele ta pravila, a druge nisu. Suprotno tome, u Brazilu je uveden Zakon o fiskalnoj odgovornosti kao dio opsežnog plana fiskalne stabilizacije kojim se vlada obvezala ostvarivati suficit konsolidiranog primarnog proračuna tijekom tri godine. Fiskalne pozicije nižih razina vlasti bile su usuglašene s tim općim ciljem. Savezna vlada i većina državnih vlada prihvatile su plan restrukturiranja duga, dok su intenzivna privatizacija i zatvaranje državnih poslovnih banaka pomogle stvaranju okoline koja više pogoduje fiskalnoj disciplini.

Često je razlog nedjelotvornosti fiskalnih pravila bio nedostatak obveze primjenjivanja pravila. Kao što se navodi u literaturi iz političke ekonomije, nasuprot privatnom tržištu, na kojemu dioničari mogu u svakom trenutku otpustiti menadžere i tako zaštititi reputacijski kapital poduzeća, u politici pobjeda na izborima omogućuje političarima pobjednicima nesmetano višegodišnje korištenje povlasticama (Schuknecht, 2001). Budući da biračko tijelo može vrlo malo napraviti do sljedećih izbora, čak i ako se osjeća prevarenim, neke vlade odlučuju prekršiti fiskalna pravila ako smatraju da im to neće politički štetiti. Čak i vlade koje su stekle reputaciju vođenja čvrste fiskalne politike mogu se odlučiti prekršiti fiskalna pravila i tako izgubiti tu dobru reputaciju ako smatraju da će im kratkoročna fiskalna ekspanzija biti presudna za dobivanje sljedećih izbora.

Mogući gubitak dobre reputacije (kao mehanizam provođenja discipline) važan je razlog zašto bi fiskalna pravila trebala biti teško izmijeniti ili zaobići, odnosno zašto bi fiskalna pravila trebala biti oblikovana tako da njihovo izmjenjivanje ili zaobilazanje nameće političarima vrlo velike troškove nepridržavanja. To potvrđuje pozitivno poljsko iskustvo ustavnog ograničenja javnog duga.

Drugi su primjer kriteriji iz Maastrichta koji definiraju uvjete za ulazak u Europsku i monetarnu uniju (EMU). Ti kriteriji ne čine dio zahtjeva koje treba ispuniti za ulazak u EU i od novih se članica EU-a ne očekuje ispunjenje tih kriterija prije 2007. Ipak, fi-

²⁰ Uz pomoć tima ljudi koji procjenjuju dugoročni trend cijena bakra.

²¹ Koristeći se procijenjenim prihodnim elastičnostima i mjerom potencijalnog BDP-a.

²² Vidjeti Marshall (2003); Ministry of Finance - Chile (2002) i Fiess (2002).

skalna politika u zemljama koje se spremaju za ulazak u EU sve više pokušava zadovoljiti maastrichtsku normu da deficit opće države ne smije prelaziti 3% BDP-a te da javni dug ne smije biti veći od 60% BDP-a. Razlog tome su trenutačno vrlo visoki fiskalni deficiti u nizu zemalja kandidatkinja za ulazak u EU (6–9% BDP-a). Kandidatkinje su svjesne da bi ulazak u tečajni mehanizam Europskoga monetarnog sustava (engl. *exchange rate mechanism of the European Monetary System – ERM II*) s tako visokim deficitima i s potrebom smanjenja tih deficita u roku dvije godine na manje od 3% mogao prisiliti središnje banke da održavaju kratkoročne kamatne stope na višoj razini nego na području EU-a.²³

To se može pokazati na primjeru Mađarske. U siječnju 2003. veća domaća kamatna stopa pridonijela je kratkoročnom priljevu kapitala i tako znatno utjecala na povećanje tečajne nestabilnosti.²⁴ U sljedećih nekoliko godina posebnu bi pozornost trebalo pridati mogućnosti da ambiciozne strategije smanjenja deficita krenu u nepoželjnom smjeru. Budući da se očekuje kako će nerezidenti postati najvažniji kupci novoizdanog javnog duga (zbog obveze zemalja članica EU-a da javni dug stabiliziraju do ulaska u EMU, i viših kamatnih stopa), takav bi razvoj događaja mogao dovesti do naglog izlaska portfolio ulaganja, uzrokujući snažnu deprecijaciju valute. Ponovno kao primjer može poslužiti mađarsko iskustvo, u ovom primjeru iz lipnja 2003. Kandidatkinje za ulazak u EU imaju ograničenu sposobnost da reagiraju na velike promjene tijekom kapitala i stoga može biti nužno da zadovolje kriterije iz Maastrichta već od trenutka kada njihove valute uđu u ERM II. To će zahtijevati znatno fiskalno prilagođavanje u sljedeće dvije-tri godine. Usto, mobiliziranje potpore za takvu vrstu fiskalnog prilagođavanja bit će teško zbog velikih potreba za javnim rashodima i činjenice da se deficiti trenutačno mogu relativno lako financirati.

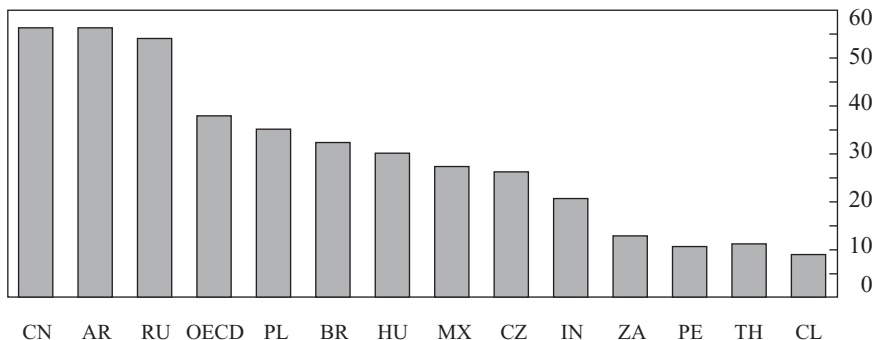
5. Unutardržavni fiskalni odnosi

U novim tržišnim privredama najčešće se na nižim razinama vlasti troši manje javnih rashoda nego u industrijskim zemljama (sl. 4). Kako je većina glavnih poreza dodijeljena središnjoj državi, nastaju velike "okomite" fiskalne neravnoteže (fiskalni deficit nižih razina vlasti prije transfera). Istodobno nastaju i "vodoravne" fiskalne neravnoteže jer određene lokalne jedinice ne mogu raspoloživim prihodima pokriti rashode za dodijeljene funkcije. Naime, lokalne se jedinice razlikuju po mogućnosti prikupljanja prihoda, ali ujedno imaju različite troškove pružanja javnih usluga i različite potrebe za tim uslugama. Jednako kao u industrijskim zemljama, i u novim se tržišnim privredama vodoravne i okomite neravnoteže ublažavaju uz pomoć unutardržavnih transfera (dotacija i dijeljenja poreza), zaduživanjem lokalnih jedinica ili kombinacijom tih dvaju mehanizama.

²³ Priklučenje ERM II i održavanje stabilnog tečaja domaće valute prema euru tijekom minimalno dvije godine dio je kriterija za ulaz u Europsku monetarnu uniju. Ostali se kriteriji odnose na inflaciju, kamatne stope, deficit proračuna opće države i javni dug.

²⁴ U roku nekoliko sati 15. i 16. siječnja 2003. u Mađarsku je ušlo otprilike 4–5 milijardi eura (6–7% BDP-a) kratkoročnog kapitala. Priljev kapitala bio je potaknut špekulacijom da će se ukinuti 15-postotno ograničenje aprecijacije forinte iznad centralnog pariteta s eurom. Kako bi ograničila daljnji veliki priljev kapitala, središnja je banka u dva dana snizila kamatne stope za 200 baznih bodova, uvela privremene kapitalne restrikcije i snažno intervenirala na deviznom tržištu.

Slika 4. Udio nižih razina vlasti u rashodima opće države (u %)¹



AR - Argentina; BR - Brazil; CL - Čile; CN - Kina; CZ - Češka Republika; HU - Mađarska; IN - Indija; MX - Meksiko; PE - Peru; PL - Poljska; RU - Ruska Federacija; TH - Tajland; SA - Južna Afrika

¹ Prosjek za 2000-2001

Izvor: Nacionalni podaci

Neadekvatan ustroj unutardržavnih fiskalnih odnosa često je bio uzrok makroekonomskih nestabilnosti i stvarao velike probleme monetarnoj politici. Primjerice, Argentina, Kolumbija, Meksiko i Ruska Federacija izvukle su svoje niže razine vlasti iz stanja visokih deficita ili dugovanja (Ter-Minassian, 1997). Brazilska je savezna vlada čak tri puta između 1989. i 1997. organizirala operacije restrukturiranja duga kako bi pomogla svojim visokozaduženim državama. Godine 1989. federalna je vlada procijenila vanjski dug brazilskih država na 11 milijardi BRL (brazilskih reala). Godine 1993. dio od 39 milijardi BRL duga brazilskih država refinanciran je uz pomoć banaka u vlasništvu federalne vlade. Godine 1997. započeo je program refinanciranja obvezničkog duga brazilskih država, i do 1999. refinancirano je 87 milijardi BRL (OECD, 2001a). Iskustva Argentine (okvir 2) i Kine (okvir 3) detaljnije ilustriraju potrebu da se ograniči i pozorno prati zaduživanje nižih razina vlasti. Razlog tome je činjenica da niže razine vlasti često ulaze u riskantna zaduživanja očekujući da će ih, ako bude potrebno, središnja država spasiti.

Ta su negativna iskustva navela vlade i središnje banke mnogih zemalja da osmisle posebna pravila vezana za fiskalne pozicije i zaduživanje nižih razina vlasti (tabl. 5). Posebice veće zemlje propisuju maksimalne deficite nižih razina vlasti. Osim Indije, ni jedna od novih tržišnih privreda u uzorku koji smo proučavali ne dopušta nižim razinama vlasti da se zadužuju kod središnje banke. Zaduzivanje nižih razina vlasti kod središnje banke kontrolira se kvantitativnim ili prudencijalnim ograničenjima. Nadalje, sredstva prikupljena zaduzivanjem često se koriste isključivo za kapitalne izdatke (tzv. zlatno pravilo). U praksi je, međutim, često teško spriječiti izbjegavanje zlatnog pravila jer se određeni tekući izdaci mogu relativno lako prikazati kao investicije. Često i vlade posuđuju kako bi financirale investicije koje nemaju odgovarajuću stopu povrata. U Mađar-

Okvir 2.

Monetarne implikacije deficita argentinskih provincija

Sve do 2001. središnja je vlada u Argentini bila odgovorna za 44% ukupnih javnih rashoda, a prikupljala je čak 82% ukupnih javnih prihoda. Suprotno tome, vlasti provincija (regija) bile su odgovorne za 46% ukupnih javnih rashoda, a općinske za 10%, iako su regionalne i općinske vlasti zajedno prikupile samo 18% ukupnih javnih prihoda. Zaduživanje je uglavnom bilo razmjerno udjelima pojedinih razina vlasti u ukupnim приходима koji su se dijelili. Sredinom 1998. nepovoljna dinamika duga i deflacija prouzročile su rast nominalnih i realnih kamatnih stopa. To je povećalo trošak refinanciranja duga središnje države i dovelo do rasta nezaposlenosti. Mnoge su lokalne vlasti ispočetka pokušale očuvati zaposlenost u javnom sektoru posuđujući novac od poslovnih banaka kojih su bili vlasnici. To je osobito bilo izraženo u provinciji Buenos Aires, koja je posuđivala velike iznose od najveće poslovne banke u zemlji koja je bila u vlasništvu te provincije. Kako je zbog recesije pala privatna potražnja kredita, banke su ispočetka bile voljne posuditi novac provincijskim vlastima ili kupovati obveznice tih vlasti. Međutim, umjesto da su procijenile rizik takvih transakcija kao visok, dane zajmove ili kupljene obveznice banke su vodile u svojim knjigama po nominalnoj, a ne po tržišnoj vrijednosti. Kako svoja potraživanja s vremenom više nisu mogle naplatiti, te su banke akumulirale velike uvjetne obveze (engl. *contingent liabilities*), zbog kojih su se morale dokapitalizirati.

Kada su banke prestale davati zajmove provincijskim vlastima, vlasti su počele izdavati kvazinovac. Taj je novac u biti bio jednak obveznicama i provincijske su ga vlasti rabile za plaćanje zaposlenika. U provinciji Buenos Aires čak je središnja vlada pri ubiranju nacionalnih poreza prihvaćala taj kvazinovac (tzv. *patacones*). Središnja je banka u načelu mogla zamijeniti taj kvazinovac vlastitim obveznicama. Međutim, to bi prouzročilo ozbiljne bilančne probleme središnjoj banci jer bi na kraju središnja banka završila s kvazinovcem u svojoj imovini (aktivi).

skoj su lokalne vlasti npr. oslobođene ograničenja posuđivanja za potrebe razvoja stambenih prostora. Zbog pojačane konkurencije među bankama to je dovelo do pretjeranog financiranja stambene izgradnje u odnosu prema drugim djelatnostima koje mogu ostvariti višu stopu rasta.

Okvir 3.

Kinesko iskustvo s unutardržavnim fiskalnim odnosima

Tijekom 1980-ih kineska je središnja vlada imala svu zakonodavnu moć odlučivanja o porezima, ali su u praksi dodjela poreza i način dijeljenja poreza bili uvelike posljedica pregovora s provincijskim vlastima. Prihodi od određenih poreza definirani su kao “fiksni prihodi središnje vlasti”, a dio prihoda ostalih poreza kao “fiksni lokalni prihodi”. Ostatak prihoda prebacivao se u fond za dijeljenje prihoda (tzv. zajednički porezi). Većina prihoda koji su se dijelili, dijelili su se na temelju formule definirane u financijskim ugovorima između središnje vlasti i provincija. Ti su ugovori obično određivali veličinu transfera pojedinoj provinciji na temelju

bazne godine, a promjene u veličini transfera za određenu godinu ugovarale su se naknadno tijekom te godine. Zbog svega navedenoga središnja je vlast prebacila velik dio odgovornosti za financiranje javnih rashoda i administriranje poreza na lokalne jedinice.

S obzirom na spomenute ugovore, lokalne su vlasti bile potaknute da više pozornosti pridaju osnovicama lokalnih poreza i, koliko je bilo moguće, željele su izmijeniti svoje porezne baze od onih koje su morale dijeliti sa središnjom vlasti u one nad kojima su imale veću kontrolu. Zbog toga su promicale razvoj lokalnih javnih poduzeća i odobravale velika porezna smanjenja i izuzeća za indirektno poreze (koje su dijelile sa središnjom državom). Na taj način "ušteđena" sredstva od neplaćanja indirektnih poreza mogla su se iskoristiti za lokalne projekte. Takve su politike dovele do velike ekspanzije. Naime, kada je lokalna privreda bila u zamahu, povećavali su se lokalni porezni prihodi. Kako se samo mali dio tih dodatno prikupljenih prihoda morao dijeliti sa središnjom vlasti, lokalna je potrošnja imala tendenciju rasta u razdobljima ekonomske ekspanzije i na taj način pridonosila riziku "pregrijavanja" ekonomije. Prijetnja makroekonomskom nestabilnosti nije mogla obuzdati velike planove lokalnih vlasti jer one nisu bile odgovorne za makroekonomsku politiku. One lokalne jedinice koje bi akumulirale suficite samo bi pogoršale svoju pregovaračku poziciju u sljedećim pregovorima sa središnjom vlasti.

Unutardržavni fiskalni odnosi također su negativno utjecali na monetarnu politiku. Lokalne vlasti mogle su kontrolirati utjecaj Kineske narodne banke (KNB) kao središnje banke na lokalnoj razini jer su zaposlenicima KNB-a u lokalnim podružnicama dijelile stambene, obrazovne i druge povlastice. Primjerice, lokalne su vlasti radile pritisak da se lokalnim bankama dopusti povećanje kredita iznad planiranih limita, što je na kraju prouzročilo visoku inflaciju u ranim 1990-ima.

Zbog svega navedenoga odnosi između središnje vlasti i lokalnih vlasti znatno su izmijenjeni 1994. S fiskalne strane, središnja je vlada počela transparentnije određivati koji izvori prihoda pripadaju kojoj razini vlasti, a uvela je i nacionalnu poreznu administraciju koja prikuplja sve poreze središnje vlasti i zajedničke poreze koji se dijele među različitim razinama vlasti. Usto, središnja je banka provincijske podružnice KNB-a zamijenila regionalnima kako bi ublažila lobiranje i utjecaj provincijskih vlasti. Na oba područja reforme se i dalje provode.

Izvor: Mihaljek (1998) i Tseng i sur. (1994)

Doslovno sve nove tržišne privrede postavljaju ograničenja u vezi s veličinom godišnjeg zaduživanja ili veličinom postojećeg duga što ga smiju imati niže razine vlasti. Ta su ograničenja obično vezana uz kapacitet otplate duga lokalnih jedinica ili makroekonomske uvjete (posebice za monetarne uvjete i bilancu plaćanja). Ograničenja mogu biti različita, uključujući definiranje godišnjih (ili češćih) ograničenja ukupnog duga pojedinih područja; ograničenja vanjskog zaduživanja; procjenu i odobravanje pojedinačnih zaduženja (uključujući rokove otplate i uvjete) i centraliziranje cjelokupnog zaduživanja države s odobrenjem zaduživanja nižim razinama vlasti samo za određene namjene (uglavnom za investicijske projekte). Na primjer, indijske države koje imaju neplaćene obveze prema federaciji (što trenutno vrijedi za gotovo sve države) moraju dobiti odobrenje od

Tablica 5. Pravila vezana za fiskalnu poziciju i zaduživanje nižih razina vlasti

<i>Pravilo o maksimalnoj veličini deficita nižih razina vlasti</i>	
Postoji pravilo	Brazil, Kina, ¹ Češka Republika, ² Indija, Indonezija, Ruska Federacija, Turska
Nema izričitog ograničenja	Čile, Mađarska, Koreja, Peru, Poljska, Južna Afrika, Tajland
<i>Zaduživanje kod središnje banke</i>	
Nije dopušteno	Brazil, Čile, Kina, Češka Republika, Mađarska, Indonezija, Koreja, Peru, Poljska, Ruska Federacija, Južna Afrika, Tajland, Turska
Dopušteno je	Indija ³
<i>Ograničenje posuđivanja od poslovnih banaka</i>	
Postoji pravilo	Brazil, ⁴ Kina, Kolumbija, ³ Češka Republika, Indija, Indonezija, Izrael, ⁵ Meksiko, ⁴ Peru, Filipini, Turska
Nema izričitog ograničenja	Čile, Mađarska, Koreja, Poljska, Ruska Federacija, Južna Afrika, Tajland
<i>Pravila za korištenje posuđenih sredstva</i>	
Samo za kapitalne izdatke	Brazil, Kina, Indonezija, Malezija, Filipini, Poljska, Južna Afrika, ⁶ Tajland
Nema izričitog ograničenja	Mađarska, Indija, Koreja, Peru, Ruska Federacija, Turska
<i>Ograničenje veličine dopuštenog godišnjeg zaduživanja</i>	
Postoji pravilo	Brazil, ⁷ Kina, ⁸ Kolumbija, ⁷ Češka Republika, ⁹ Mađarska, ⁷ Indija, ⁹ Indonezija, ⁷ Koreja, ⁹ Malezija, ⁹ Filipini, ⁹ Poljska, ⁹ Ruska Federacija, Tajland ⁹
Nema izričitog ograničenja	Čile, Južna Afrika
<i>Ograničenje iznosa duga</i>	
Pravilo postoji	Brazil, Indija, Peru, Filipini, Poljska, Ruska Federacija, Tajland, Turska
Nema izričitog ograničenja	Češka Republika, Mađarska, Koreja, Južna Afrika

¹ Pravilo određuje da ne smije biti deficita na tekućem fiskalnom računu. ² Lokalna vlast zalogom ili jamstvom mora pokriti planirani deficit. ³ Ograničena je mogućnost posuđivanja kako bi se mogli financirati privremeni nedostaci gotovine. ⁴ Na temelju limita neto vrijednosti banke. ⁵ Podvrgnuto odobravanju ministarstva unutarnjih poslova. ⁶ Kratkoročni dug može se koristiti za pokriće privremenih nedostataka sredstava. ⁷ Na temelju sposobnosti plaćanja. ⁸ Samo za posebne namjene. ⁹ Na temelju odobrenja središnje države.

Izvor: Središnje banke, prema upitniku BIS-a

federacije ako se žele ponovno zadužiti. Samo Češka Republika, Mađarska, Koreja i Južna Afrika ne postavljaju izričita ograničenja glede veličine duga lokalnih jedinica.

Iskustvo novih tržišnih privreda pokazuje da pri zaduživanju države ili neke druge jedinice lokalne vlasti najčešće nije moguće dopustiti bankrot, tj. osloniti se na tržišnu disciplinu. Razlog je to što u većini zemalja ne postoji djelotvorna procedura za provođenje stečajnog postupka nad jedinicama lokalne vlasti. Većina nacionalnih vlada u novim tržišnim privredama za dug nižih razina vlasti nudi eksplicitna (izričita) ili implicitna jamstva (tabl. 6). U prošlosti su tako Brazil, Kolumbija, Izrael, Meksiko, Ruska Federacija i Južna Afrika otpisale dio duga nižih razina vlasti. U većini novih tržišnih privreda središnje su vlasti restrukturirale dug nižih razina vlasti često na način da su preuzele većinu duga uz uvjete povoljne za niže razine vlasti, tj. da pritom niže razine vlasti nisu bile dužne kompenzirati središnju državu za preuzeti dug. Takva izvlačenja iz teškoća poznata su i u industrijskim zemljama: kad je 1975. grad New York bankrotirao, federalna mu je država osigurala 1,7 milijardi dolara jamstava dok grad nije ponovno postao solventan. Čini se da su u uzorku koji smo proučavali Češka Republika i Mađarska jedine zemlje u kojima su nacionalne vlasti dopustile nižim razinama vlasti da postanu nesolventne a da im pri tome nacionalna vlada ne pruži pomoć (OECD, 2001b, 2002a).

Tablica 6. Status duga nižih razina vlasti

<i>Jamstvo središnje države</i>	
Izričito jamstvo	Brazil, ¹ Kolumbija, Indonezija, Malezija, Poljska, ² Turska ³
Implicitno ili de facto jamstvo	Kina, Izrael, Filipini ²
Nema jamstva	Argentina, Češka Republika, Mađarska, Meksiko, ⁴ Peru
<i>Dug nižih razina vlasti središnjoj vladi otpisan je u posljednjih 10 godina</i>	
Da	Brazil, Kolumbija, Izrael, Meksiko, Ruska Federacija, Južna Afrika
Ne	Argentina, Češka Republika, Mađarska, Indonezija, Malezija, Peru, Filipini, Poljska, Tajland
<i>Pravila da niže razine vlasti moraju kompenzirati središnju državu ako ona preuzme njihov dug</i>	
Pravila postoje	Brazil ⁴ , Kolumbija, Meksiko, ⁵ Turska ⁶
Ne postoje pravila	Češka Republika, Mađarska, Indonezija, Izrael, Malezija, Peru, Filipini, Poljska, Južna Afrika, Tajland

¹ Za vanjski dug. ² Ograničena jamstva državne riznice ili druge vladine agencije. ³ Za ograničeni iznos vanjskog duga. ⁴ Isključujući federalni distrikt. ⁵ Dug nižih razina vlasti jamči se njihovim udjelom u zajedničkim (federalnim) prihodima. ⁶ Središnja država može prisvojiti dio prihoda ili transfere nižih razina vlasti.

Izvor: Središnje banke; IMF (2001a), OECD Economic surveys

Velika zastupljenost financiranja nižih razina vlasti pozajmljivanjem od banaka pokazuje da su prudencijalna pravila alternativni način kontrole duga nižih razina vlasti. Empirijski dokaz o djelotvornosti tih pravila još uvijek ne postoji.

- Godine 1997. Kolumbija je izglasala tzv. Zakon o prometnim svjetlima – (semafor) kako bi pojačala kontrolu zaduživanja nižih razina vlasti (Braun i Tommasi, 2002). Taj je zakon omogućio sustav rangiranja nižih razina vlasti na temelju odnosa između kamata koje niže razine vlasti trebaju platiti i operativnih zarada tih vlasti te odnosa između duga i tekućih prihoda nižih razina vlasti. Visokozaduženim lokalnim jedinicama (označenim crvenim svjetlom) bilo je zabranjeno daljnje zaduživanje. Umjereno zadužene lokalne jedinice (označene žutim svjetlom) za daljnje su zaduživanje morale tražiti odobrenje Ministarstva financija. Zakon ispočetka nije bio u potpunosti djelotvoran jer su neke lokalne jedinice označene crvenim svjetlom počele davati netočne financijske podatke bankama kako bi dobile žuto svjetlo i na taj se način mogle dodatno zadužiti. To je navelo središnju vladu da donese odluku kako banke moraju odvojiti 100-postotne rezerve za kredite odobrene lokalnim jedinicama označenim “crvenim svjetlom”. Zakonom o fiskalnoj odgovornosti nižih razina vlasti ta je odluka pojačana 2000. godine.
- Godine 2000. u Meksiku je izglasano pravilo kojim se rizičnost kredita nižim razinama vlasti utvrđuje na temelju njihova kreditnog rejtinga. Na taj način bankovno određivanje cijene zajmova postaje funkcija kreditnog rejtinga niže razine vlasti.
- U Indiji banka koja investira u vrijednosne papire nižih razina vlasti izdane izvan uobičajenog programa zaduživanja²⁵ mora izdvojiti 20% veću rezervu od uobičajene. Ako niža razina vlasti ne otkupi te vrijednosne papire, investicije u te vrijednosne papire smatraju se zajmovima koji se ne mogu naplatiti i pridružuje im se 100-postotni ponder rizika, što zahtijeva i odgovarajuće povećanje rezerve za gubitke.

6. Različiti pristupi fiskalnom prilagođavanju

Većina novih tržišnih privreda prepoznaje potrebu smanjenja svojih fiskalnih deficita, ali malo je njih poduzelo opsežno rješavanje tog problema. Većina ekonomija započela je s djelomičnim mjerama za ublažavanje najhitnijih problema s deficitom i dugom. Ključni problem koji se pojavljuje u tom kontekstu jest kako izbor između smanjenja javne potrošnje i povećanja poreza utječe na sposobnost središnjih banaka da održi stabilnost cijena. Slični se problemi glede održivosti stabilnosti cijena pojavljuju vezano uz vrijeme i veličinu promjena u državnim naknadama, cijena koje zaračunavaju javna (državna) poduzeća, državnih potpora i mirovinskih doprinosa.

Središnje banke uglavnom se snažno zalažu za smanjenje veličine fiskalnog deficita sniženjem javne potrošnje. Jedan od razloga jest to da je u neazijskim zemljama obrađenim u ovom radu obično zakonom određeno da se velik dio proračunske potrošnje odnosi na socijalno osiguranje, mirovine i javnu upravu.²⁶ Stoga smanjenja tih izdataka

²⁵ Vrijednosni papiri izdani unutar uobičajenog programa zaduživanja odobrio je Nacionalni odbor za planiranje.

²⁶ U zemljama Srednje i Istočne Europe na tu vrstu “obveznih” izdataka često otpada i do 80% ukupne proračunske potrošnje.

nužno imaju velik utjecaj na agregatnu potražnju pa time i na inflaciju, olakšavajući održavanje i postizanje stabilnosti cijena. U praksi je, međutim, smanjenja proračunskih izdataka teško provesti. Općenito je prihvaćeno da se socijalni transferi smatraju stečenim pravima. U Hong Kongu, koji nije poznat kao socijalna država, imigracijski su pritisci posljednjih godina rezultirali velikim rastom socijalnih izdataka. I u Srednjoj su Europi programi prijevremenog umirovljenja bili skupa rješenja za rješavanje strukturne nezaposlenosti nastale kao rezultat centralnog planiranja i reformi javnih poduzeća.

Stoga je jedan od pristupa smanjenju proračunskih izdataka uvođenje ograničenja za određene proračunske izdatke. No takva su ograničenja rijetko djelotvorna i neizbježno vode zahtjevima za njihovim uklanjanjem te na kraju rezultiraju pritiscima na domaću potražnju. U Mađarskoj su npr. plaće u javnom sektoru 2001. i 2002. rasle (u realnim iznosima) po dvoznamenkastim stopama, nakon što su dvije godine bile uglavnom zamrznute. To je znatno otežalo vođenje monetarne politike u uvjetima sporog rasta. Kako bi smanjenje proračunskih izdataka bilo što izvedivije, drugi je pristup provođenje smanjenja u područjima za koja postoji dovoljna politička potpora. Primjeri ovise o zemlji, a uključuju izdatke za osiguranje nezaposlenih, izdatke za obranu, plaće državnih službenika ili ugovaranje poslova s privatnim tvrtkama za usluge koje je prije pružala država. Iskustvo industrijskih zemalja pokazuje kako provođenje takvih programa nije jednostavno i može rezultirati dodatnim proračunskim izdacima.

Drugi temeljni pristup fiskalnom prilagođavanju – povećanje poreza i drugih državnih prihoda – središnje banke općenito manje preferiraju zbog njegova direktnog utjecaja na inflaciju. Obično se tvrdi kako povećanje poreza i reguliranih cijena javnih dobara i usluga ima samo privremeni utjecaj na inflaciju. Veće cijene za javna dobra i usluge proizvedene u javnim poduzećima također mogu smanjiti subvencije koje država daje tim poduzećima te se stoga smatraju osnovom za srednjoročno fiskalno prilagođavanje. Međutim, povećanja poreza i drugih reguliranih cijena javnih dobara i usluga koja bi bila dovoljna za smanjenje velikih fiskalnih deficita u mnogim novim tržišnim privredama politički su neprihvatljiva. Štoviše, budući da ta povećanja utječu i na povećanje troškova proizvodnje, ona mogu omogućiti investicije i rast privatnih tvrtki. To jasno pokazuje primjer povećanja poreza u Argentini tijekom recesije 1999 – 2001. U zemljama poput Brazila i Mađarske osim jednokratnih povećanja potreban je niz velikih porasta cijena javnih naknada zbog nužnosti da relativne cijene “uhvate korak” u uvjetima inflacije. Dodatni argument protiv povećanja poreza i drugih državnih prihoda jest relativno uska porezna osnovica u mnogim tržišnim privredama, što rezultira vrlo visokim poreznim stopama za relativno mali broj poreznih obveznika. Iz perspektive porezne učinkovitosti, te bi se porezne stope trebale smanjiti, a dodatni prihodi ostvariti širenjem porezne osnovice i poboljšanjem djelotvornosti porezne administracije.

Zbog tih teškoća vlasti su često prisiljene neprekidno povećavati porezne stope i regulirane cijene javnih dobara i usluga, što rezultira konstantnim, a ne jednokratnim pritiscima na inflaciju. Ako postoji dobra koordinacija između fiskalnih i monetarnih vlasti, takva postupna povećanja ne moraju utjecati na sposobnost središnje banke da održi cjenovnu stabilnost. Doista, u praksi su mnoge središnje banke uspjele ograničiti utjecaj nedavnih povećanja poreza i reguliranih cijena javnih dobara i usluga na inflaciju. Međutim, iskustva se u različitim zemljama dosta razlikuju.

U Indiji, Indoneziji i Filipinima administrativno povećanje cijena – posebice naftnih derivata i cijena struje – imale su u prošlosti jak utjecaj na opću razinu cijena zbog velikog pondera tih dobara u indeksima cijena i povezanosti tih dobara s drugim sektorima.²⁷ Povećanja poreza mogu također znatno utjecati na inflaciju.²⁸ Kada donose odluke o promjenama poreza i reguliranih cijena, vlade većine azijskih zemalja ne konzultiraju svoje središnje banke. No u Koreji, Filipinima i Singapuru središnje banke redovito izvještavaju mjerodavna ministarstva i vlade o svojim procjenama utjecaja takvih povećanja na indeks potrošačkih cijena. Takve konzultacije pomažu da povećanja poreza i reguliranih cijena ne budu prevelika, što bi imalo znatan utjecaj na inflaciju.²⁹ Središnje banke u regiji aktivno prate niz mjera inflacije, uključujući mjere temeljne inflacije (engl. *core inflation*), koje isključuju utjecaj jednokratnih promjena poreza i reguliranih cijena na inflaciju.

Središnje banke u latinskoameričkim zemljama imaju ograničen utjecaj na tempiranje i veličinu promjena poreza i reguliranih cijena, o čemu obično odlučuju lokalne jedinice, javna poduzeća i državne agencije. U Brazilu je središnja banka zastupljena u vijeću za ekonomsku politiku koje nadgleda ukupnu ekonomsku politiku (Minella i sur., 2002). Povećanja poreza i reguliranih cijena nisu isključena iz ciljane stope inflacije u Brazilu i Peruu, ali su za analitičke potrebe isključena iz mjera temeljne inflacije u Čileu i Peruu.

Od sredine 1990-ih u Srednjoj i Istočnoj Europi regulirane su cijene u prosjeku rasle brže od nereguliranih cijena dobara i usluga te su na taj način snažno utjecale na inflaciju. Rast indirektnih poreza povremeno je također imao snažan utjecaj na inflaciju. Zbog toga je 2002, na zahtjev mađarske središnje banke, mađarski ministar financija odlučio odgoditi povećanje poreza na duhan jer bi to rezultirao visokom inflacijom. U Poljskoj se administrativne cijene mijenjaju u promjenljivim razmacima, pa se njihov utjecaj na inflaciju može djelomično previdjeti. Središnje banke Češke Republike, Mađarske i Poljske uključuju utjecaj porasta poreza ili reguliranih cijena u svoje mjere ciljane inflacije, ali utjecaj tih povećanja izdvajaju u svojim analizama. Monetarna politika tih zemalja morat će se i ubuduće nositi s rastom reguliranih cijena jer su promjene tih cijena sastavni dio procesa priključivanja EU.

²⁷ Na primjer, u Indiji su cijene naftnih derivata između srpnja i rujna 2002. porasle tri puta, a ukupni učinak tih povećanja na indeks potrošačkih cijena procijenjen je na 0,8 %.

²⁸ Singapurski porez na promet povećan je s 3 na 4% u siječnju 2003. Procijenjeno je da će to povećanje voditi povećanju potrošačkog indeksa cijena za 0,5 % u 2003. (inflacija je 2002. bila 0,4%).

²⁹ U mnogim industrijskim zemljama (npr. u Kanadi, Švicarskoj), središnje banke ne reagiraju na primarni učinak porasta poreza i reguliranih cijena na indeks cijena potrošača, ali reagiraju na sekundarni efekt (tj. onaj koji je posljedica povećanja plaća).

DODATAK

Matrica fiskalnog rizika

Obveze	Bezuvjetne	Uvjetne/potencijalne (ako se zbije određeni događaj)
<p>Eksplisitne (izrčite) – zakonska ili ugovorna obveza države</p>	<ul style="list-style-type: none"> – državno domaće i inozemno zaduživanje (uzeti zajmovi i vrijednosnice izdane od središnje vlade) – proračunski izdaci – proračunski izdaci zakonski definirani kao obvezni za duge vremensko razdoblje (plaće javnih službenika i mirovine) 	<ul style="list-style-type: none"> – državna jamstva za nedržavne obveze i zajmove izdane nižim razinama vlasti te javnim i privatnim poduzećima – državna jamstava za različite tipove zajmova (hipotekami, studentski, poljoprivredni, zajmovi malim poduzećima) – trgovinska i tečajna jamstva za privatne investicije – državna jamstva za privatne investicije – državne sheme osiguranja (osiguranje depozita, dohotka od privatnih mirovinskih fondova, osiguranje usjeva, osiguranje od poplava, ratna osiguranja)
<p>Implicitne (koje se podrazumijevaju) moralna obveza države koja je posljedica javnih interesa ili grupnih pritisaka</p>	<ul style="list-style-type: none"> – budući izdaci za mirovine u cijelom javnom sektoru (ne samo mirovine državnih službenika), ako nisu zakonom propisane – sustav socijalnog osiguranja, ako nije zakonom propisan – budući izdaci za financiranje zdravstva, ako nije propisan zakonom – budući troškovi javnih investicija 	<ul style="list-style-type: none"> – neplaćanje duga nižih razina vlasti te javnih i privatnih poduzeća – otplaćivanje starih obveza privatiziranih poduzeća – propadanje banaka (pomoć iznad limita državnog osiguranja depozita) – propast mirovinskih fondova, fondova za nezaposlene ili fondova socijalnog osiguranja – koji nemaju jamstva – izvlačenje privrednih subjekata pogođenih promjenama privatnih kapitalnih tijekova iz teškoća – zaštita okoliša, pomoć u nepogodama, financiranje obrane

Izvor: Polackova (1999)

*S engleskoga jezika preveli
Mihaela Pitarević i Ivica Urban*

LITERATURA

Blanchard, O., 1990. "Suggestions for a new set of fiscal indicators". *OECD working papers*, No. 79, April.

Blejer, M. and Cheasty, A., 1993. *How to measure the fiscal deficit: analytical and methodological issues*. Washington: IMF.

Braun, M. and Tommasi, M., 2002. "Fiscal rules for sub-national governments: some organizing principles and Latin American experiences". Paper prepared for the IMF/World Bank conference on fiscal rules and institutions, Oaxaca, Mexico, February.

Chalk, N. and Hemming, R., 2000. "Assessing fiscal sustainability in theory and practice". *IMF working papers*, No. 81/00, April.

Cuddington, J. 1997. "Assessing the sustainability of fiscal deficits in developing countries". *World Bank WPS*, No. 1784, June.

European Commission, 2002. "Key budgetary issues for the candidate countries of central and eastern Europe" in *Public finances in EMU*, Brussels.

Fatás, A. and Mihov, I., 2002. "The case for restricting fiscal policy discretion", unpublished paper. Available from: www.insead.fr

Fiess, N., 2002. "Chile's new fiscal rule", unpublished paper. Available from: www.worldbank.org

Gavin, M. [et al.], 1996. "Managing fiscal policy in Latin America and the Caribbean: volatility, pro-cyclicality and limited creditworthiness". *IADB working papers*, No. 326.

Goldfajn, I., 2003. "Are there reasons to doubt fiscal sustainability in Brazil?", *BIS Papers* No. 19.

Hawkins, J., 2003. "Central bank balance sheets and fiscal operations", *BIS Papers* No. 19.

IIF, 2002. *Brazil: economic report*. Washington: Institute of International Finance.

IMF, 1986. *Manual on Government Finance Statistics*. Washington: International Monetary Fund.

IMF, 2001a. "Brazil: Report on observance of standards and codes (ROSC) – fiscal transparency module". *IMF country report*, No. 01/217. Washington: International Monetary Fund.

IMF, 2001b. *Manual on Government Finance Statistics*. Revised edition. Washington: International Monetary Fund.

IMF, 2001c. "Fiscal improvement in advanced economies: how long will it last?" *World Economic Outlook*, May. Washington: International Monetary Fund.

IMF, 2002a. "China's medium term fiscal challenges", *World Economic Outlook*, April. Washington: International Monetary Fund.

IMF, 2002b. *Assessing sustainability*, May. Washington: International Monetary Fund.

Jacobs, D., 2002. “Suggestions for alternative measures of budget balance for South Africa”. *IMF working papers*, No. 02/110, June.

Kennedy, S., Robbins, J., and Delorme, F., 2001. “The role of fiscal rules in determining fiscal performance”, in *Banca d’Italia. Fiscal rules*. Rome.

Kopits, G., 2001. “Fiscal rules: useful policy framework or unnecessary ornament?” *IMF working paper*, No. 01/145, September.

Kopits, G., 2000. “How can fiscal policy help avert currency crises?”. *IMF working papers*, No. 00/185, November.

Marshall, J., 2003. “Fiscal rule and central bank issues in Chile”, *BIS Papers* No. 19.

Mihaljek, D., 1998. “Theory and practice of confederate finances”, in Sorensen, P. (ed). *Public finance in a changing world*. London: Macmillan.

Milesi-Feretti, G., 2000. “Good, bad or ugly? On the effects of fiscal rules with creative accounting”. *IMF working papers*, No. 00/172, October.

Minella, A. [et al.], 2003. “Inflation targeting in Brazil: lessons and challenges”, *BIS Papers*, forthcoming.

Mohanty, M., 2003. “Counter-cyclical fiscal policy and central banks”, *BIS Papers* No. 19.

Moreno, R., 2003. “Fiscal issues and central banking in emerging economies: an overview”. *BIS Papers* No. 19.

Muinhos, M., 2002. “Inflation targeting in Brazil: lessons and challenges”. *BIS Papers*, No. 18.

Ministry of Finance – Chile, 2002. “The new framework for formulation of fiscal policy” [online]. Available from: [www.minhda.cl].

Ministry of Finance – Poland, 2002. “Medium-term goals of fiscal policy” [online]. Available from: [www.mofnet.gov.pl].

OECD, 2001a. *Economic survey of Brazil*, 200001. Paris: OECD.

OECD, 2001b. *Economic survey of the Czech Republic*, 200001. Paris: OECD.

OECD, 2002a. *Economic survey of Hungary*, 200102. Paris: OECD.

OECD, 2002b. *Economic survey of Mexico*, 200102. Paris: OECD.

OECD, 2002c. *Economic survey of Poland*, 200102. Paris: OECD.

Perry, G., 2002. *Can fiscal rules help reduce macroeconomic volatility in LAC?*, paper prepared for the IMF/World Bank conference on fiscal rules and institutions. Oaxaca, Mexico, February.

Perry, G., and Servén, L., 2002. *The anatomy of a multiple crisis: why was Argentina special and what can we learn from it?*, [online]. Available from: [www.worldbank.org]

Polackova, H., 1999. “Contingent government liabilities: a hidden fiscal risk”. *Finance and development*, 36 (1).

Samuels, D., 2002. *Fiscal straightjacket: the political economy of macroeconomic reform in Brazil, 1995–2002*, [online]. Available from [www.polcsi.umn.edu]

Schuknecht, L., 2001. “Comments on the pros and cons of fiscal rules”, in: *Banca d’Italia. Fiscal rules*. Rome.

Tanzi, V., Blejer, M., and Teijeiro, M., 1993. “Effects of inflation on measurement of fiscal deficits: conventional versus operational measures” in: Blejer, M. and A. Cheasty. *How to measure the fiscal deficit: analytical and methodological issues*. Washington, DC: IMF.

Ter-Minassian, T. (ed), 1997. *Fiscal federalism in theory and practice*. Washington, DC: IMF.

Tseng, W., [et al.], 1994. Economic reforms in China: a new phase. *IMF Occasional Paper no 114*. Washington DC: IMF.

World Bank, 2000. “Macroeconomic volatility in Latin America and the Caribbean: causes and remedies” in: de Ferranti, [et al.], *Securing our future in a global economy*. Washington DC: World Bank.