

Doc. dr. sc. Vesna Andrijević–Matovac
Hrvoje Jošić, univ. spec. oec.

ODRŽIVOST VANJSKOG DUGA REPUBLIKE HRVATSKE

FOREIGN DEBT SUSTAINABILITY IN REPUBLIC OF CROATIA

SAŽETAK: U radu se ocjenjuje održivost vanjskog duga Republike Hrvatske. Analizom makroekonomskih pokazatelja daju se uzroci naglog porasta vanjske zaduženosti Republike Hrvatske nakon 2001. godine. Pokazatelji stanja i tijeka vanjske zaduženosti izračunati su i objašnjeni. Scenario analizom održivosti vanjskog duga daju se projekcije kretanja prirasta nominalnog bruto inozemnog duga, nominalnog BDP-a i nominalnog kamatnjaka na dugi rok te prijelomne godine kada vanjski dug nije održiv.

KLJUČNE RIJEČI: Održivost vanjskog duga, Republika Hrvatska, pokazatelji zaduženosti, scenario analiza.

ABSTRACT: The paper assesses foreign debt sustainability in the Republic of Croatia. The analysis of macroeconomic indicators explains the causes of the rapid growth of external indebtedness of Croatia after 2001. Foreign debt indicators are calculated and explained. Scenario analysis of foreign debt sustainability gives growth projections of nominal GDP, nominal foreign debt and nominal interest rates in the long run. Foreign debt is unsustainable in the long run and the crucial years are calculated.

KEY WORDS: Foreign debt sustainability, Republic of Croatia, debt indicators, scenario analysis.

1. UVOD

Pitanje vanjske zaduženosti je temeljno makroekonomsko pitanje za nositelje ekonomske politike zemlje. Republika Hrvatska je mala zemlja te je pod snažnim utjecajem vanjskih faktora. Liberalizacijom međunarodnog financijskog tržišta i većom dostupnosti inozemnog kapitala krajem 90-ih godina prošlog stoljeća je došlo do sve većeg zaduživanja države. Činjenica je da Hrvatska više troši nego što proizvodi. Razlika između investicija i štednje se nadoknađivala povećanim inozemnim zaduživanjem. Investicije su važan čimbenik gospodarskog rasta, ali je posebno važna njihova struktura i ulaganje u djelatnosti s rastućom dodanom vrijednosti i visokim kapitalnim koeficijentom za razliku od ulaganja u glomazne infrastrukturne projekte. Inozemno zaduživanje je mač s dvije oštrice, jer može ubrzati gospodarski rast, ali ga može i usporiti ako se posuđena sredstva neracionalno troše.

Hrvatska nema izvozno rastuće sektore gospodarstva koji bi pokrili nesrazmjern rast izdataka države i osobne potrošnje stanovništva. Pokazatelji koji se najčešće koriste prilikom ocjene vanjske zaduženosti zemlje su udio vanjskog duga u BDP-u i odnos vanjskog duga prema izvozu roba i usluga. Krajem 2009. godine udio vanjskog duga u BDP-u je iznosio 98,3%¹ s tendencijom rasta čime bi iznos vanjskog duga premašio iznos nominalnog bruto domaćeg proizvoda. Odnos vanjskog duga prema izvozu roba i usluga pokazuje nezadrživu tendenciju rasta povećanjem ovog odnosa s 200,7% u 2008. godini na 276,5% u 2009. godini. Postavlja se pitanje je li ovakva situacija održiva odnosno je li održiv gospodarski rast koji je potaknut uvozno uvjetovanom potrošnjom i rastom bankovnih kredita stanovništvu.

Ocjenu održivosti vanjskog duga je moguće napraviti tek uz pomoć velikog broja pokazatelja zaduženosti (stanja i tijeka) tijekom određenog vremenskog razdoblja kao i provedbom scenario analiza i analiza osjetljivosti (šokova) najznačajnijih makroekonomskih varijabli koje utječu na vanjski dug. Cilj ovoga rada je da da uvid u stanje zaduženosti Republike Hrvatske, analizira uzroke prevelike zaduženosti RH nakon 2001. godine i scenario analizom održivosti vanjskog duga procijeni je li vanjski dug održiv u srednjem i dugom roku.

2. UZROCI PREVELIKE VANJSKE ZADUŽENOSTI REPUBLIKE HRVATSKE

Uzroke prevelike vanjske zaduženosti Republike Hrvatske treba tražiti u različitim endogenim (unutrašnjim) i egzogenim (vanjskim) faktorima zaduženosti. Endogeni faktori zaduženosti nastaju uslijed vođenja pogrešne makroekonomske politike zemlje, a egzogeni faktori zaduženosti su vezani uz promjene uvjeta zaduživanja na svjetskim financijskim tržištima.

Endogeni faktori zaduženosti koji su tijekom posljednjeg desetljeća najviše utjecali na preveliku vanjsku zaduženost zemlje su prekomjerna razina potrošnje (ponajviše sektora stanovništva i nefinancijskih institucija), prekomjerni uvoz roba i usluga, zastarjeli

¹ Prema preliminarnim podacima Hrvatske narodne banke (travanj, 2010.).

tehnološki procesi, neuključenost Hrvatske u Paneuropski sustav kumulacije podrijetla robe i nerealna razvojna politika zemlje koja se ogleda u višku investicija nad štednjom što dovodi do potrebe za inozemnim zaduživanjem. Najvažniji egzogeni faktori zaduženosti koji su utjecali na preveliku vanjsku zaduženost zemlje su razlika u referentnim kamatnim stopama na zaduživanje u zemlji i inozemstvu, precijenjenost realnog efektivnog tečaja kune² i utjecaj inozemne konkurencije na glavnim izvoznim tržištima.³

U tablici 1 su navedeni neki od temeljnih indikatora gospodarskog razvoja Republike Hrvatske od 2001. do 2008. godine.

Tablica 1: Indikatori gospodarskog razvoja Republike Hrvatske (2001. - 2008.)

U milijunima eura i % BDP-a	2001.	2002.	2003.	2004.	2005.	2006.	2007.	2008.
BDP	25.538	28.112	30.011	32.759	35.725	39.102	42.833	47.370
Stopa rasta realnog BDP-a	3,8	5,4	5,0	4,2	4,2	4,7	5,5	2,4
Izvoz roba i usluga	42,3	39,6	43,8	43,5	42,8	43,5	42,7	42,0
Uvoz roba i usluga	47,4	49,1	50,6	49,4	48,9	50,2	50,1	50,1
Tekući račun platne bilance	-3,2	-7,5	-6,3	-4,4	-5,5	-6,9	-7,6	-9,2
Proračunski saldo	-5,9	-4,3	-5,4	-4,2	-3,5	-2,6	-2,0	-1,8
Bruto inozemni dug	53,3	53,9	66,3	70,0	72,1	74,9	76,9	84,3

Izvor: Hrvatska narodna banka i obrada autora.

Tijekom promatranog razdoblja se uočavaju stalni deficiti tekućeg računa kao i deficiti državnog proračuna. Deficit tekućeg računa je prije svega uvjetovan deficitom robne razmjene (uvoz roba veći od izvoza roba) kao i manjkom na računu faktorskih dohodaka. Deficiti državnog proračuna su do 2005. godine prelazili granicu od 3% udjela u BDP-u da bi se od 2005. godine postupno smanjivali i bili unutar održivih granica prema Maastrichtskim kriterijima.⁴ Porast plasmana banaka (nakon privatizacije hrvatskog bankarskog sektora) je omogućio rast potrošnje i investicija koje su potaknule gospodarski rast uz pogoršanje vanjskotrgovinskih odnosa u platnoj bilanci. Razlikuje se razdoblje do 2001. godine kada je u strukturi vanjske zaduženosti dominirao dug države i razdoblje nakon 2001. godine kada dolazi do pojačanog zaduživanja privatnog sektora (banaka, poduzeća i stanovništva). U promatranom razdoblju (2001. - 2008.) nominalni bruto inozemni dug Republike Hrvatske je rastao po stopi od 16,45%⁵, dok je nominalna stopa gospodarskog rasta iznosila 9,23%⁶, što ukazuje na neodrživost vanjskog duga zemlje. Hrvatska narodna banka je poduzela niz mjera da ograniči inozemno zaduživanje poput povećanja stope obvezne granične pričuve banaka na 55% tijekom 2006. godine čime su se povećali troškovi poslovanja banaka i smanjila ekspanzija kredita. Banke su se više orijentirale na krediti-

² Prema Zdunić, S. (2003).

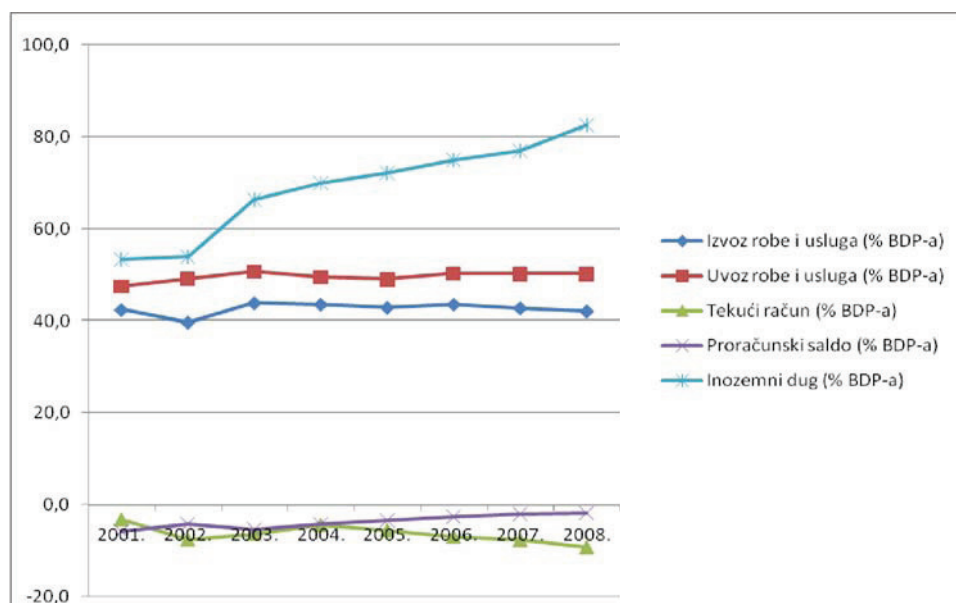
³ Autori se zahvaljuju nepoznatim recenzentima na korisnim primjedbama i sugestijama.

⁴ Deficit državnog proračuna ne smije prelaziti udio od 3% BDP-a.

⁵ U izračun nije uključen kratkoročni inozemni dug (do 6 mjeseci) te bi rezultati bili još nepovoljniji.

⁶ Vidi tablicu 4.

ranje stanovništva zbog manjih rizika prilikom naplate kredita i većeg prinosa. Preveliko oslanjanje banaka na kreditiranje stanovništva je negativno utjecalo na investicije i gospodarski rast s obzirom da kreditiranje stanovništva služi ponajviše za financiranje osobne potrošnje dok kreditiranje poduzeća znači financiranje investicija koje su osnovni generator gospodarskog rasta. U ekonomskoj teoriji takva bi se situacija trebala riješiti snižavanjem kamatnih stopa no u slučaju Hrvatske to bi dovelo do dodatnih aprecijacijskih pritisaka na kunu. Ako se promatra tečaj kuna je realno aprecirana (od Stabilizacijskog programa 1993. godine) što smanjuje konkurentnost domaćih izvoznika na međunarodnom tržištu. Nominalna deprecijacija valute ne bi bila dala odgovarajuće rezultate zbog efekta J-krivulje u hrvatskom gospodarstvu⁷ i niske cjenovne elastičnosti robne razmjene s inozemstvom kao i povećanjem otplatnih rata kredita stanovništvu i poduzećima, povećanja uvoznih cijena, smanjenja štednje u kunama, povećanja kunske protuvrijednosti vanjskog duga⁸, itd.



Grafikon 1: Kretanje makroekonomskih pokazatelja hrvatskog gospodarstva od 2001. - 2008. u % BDP-a

Izvor: Hrvatska narodna banka i obrada autora

Zbog prije navedenih razloga se na grafikonu 1 uočava porast odnosa inozemni dug/BDP u razdoblju od 2001. do 2008. godine uslijed stalnih deficita na tekućem računu i deficita državnog proračuna koji od 2004. godine ima tendenciju postupnog pada. Financiranje deficita na tekućem računu i deficita državnog proračuna inozemnim zaduživanjem utječe

⁷ Stučka, T. (2004.).

⁸ Žigman, A: "Deset razloga protiv deprecijacije", www.bankamagazine.hr, ožujak 2009.

na slabljenje međunarodnog kreditnog rejtinga države što u konačnici dovodi do povećanja margine koja se dodaje na referentnu kamatnu stopu i poskupljenja uvjeta zaduživanja na međunarodnom tržištu.

3. ODRŽIVOST VANJSKOG DUGA I PREGLED ISTRAŽIVANJA O ODRŽIVOSTI VANJSKOG DUGA REPUBLIKE HRVATSKE

Pod pojmom održivosti vanjskog duga podrazumijeva se „sposobnost dužnika da uz ekonomski prihvatljiv saldo prihoda i rashoda dugoročno ispunjava svoje financijske obveze prema kreditorima.”⁹ Postavlja se pitanje kada je dug neodrživ? Dug je neodrživ ako dužnik nije u mogućnosti da ga otplaćuje. Održivost duga ovisi o brojnim varijablama o kojima ovisi kretanje nepodmirenih obveza i sposobnost vraćanja duga. Prema Mihaljeku (2003.) održivost vanjskog duga ovisi o tržišnom očekivanju o kretanju tih varijabli. Razvojem međunarodnog tržišta i liberalizacijom financijskih tržišta tijekom 90-ih godina je došlo do prelaska na financiranje pod tržišnim uvjetima te bilo da se radi o zaduživanju kod banaka ili izdavanju obveznica dužnici se „više ne mogu zaduživati uz nižu kamatnu stopu od one koju u danom trenutku tržište traži za određeni profil kreditnog rizika.”¹⁰

Zaduživanje u inozemstvu je opravdano ako se takvo zaduživanje koristi za poticanje izvoza i jačanje konkurentnosti zemlje te poticanje investicija. Stopa povrata na investicije financirane inozemnim zaduživanjem bi trebala biti veća od kamatne stope na vanjski dug. Ako se inozemno zaduživanje koristi isključivo za financiranje uvoza potrošnih dobara ili pokrivanje proračunskog deficita tada nastupaju teškoće prilikom otplate vanjskog duga i javlja se opasnost od dužničke krize. Potrebno je razlikovati pojmove prezaduženosti i dužničke krize koji nisu sinonimi. Država u makroekonomskom pogledu može biti prezadužena, ali to ne mora nužno značiti da je nastupila dužnička kriza. Dužnička kriza nastupa kada država proglasi nesposobnost podmirenja dospjelih obveza ili kada vrijednost njezinih dužničkih vrijednosnih papira na sekundarnom tržištu ima spread iznad 1000 osnovnih bodova.¹¹ Na pojavu dužničke krize utječe nemogućnost otplate dospjelog zajma, odnosno stanje pri kojem su obveze po osnovi kamata na dospjeli dug veće od godišnjeg prirasta BDP-a što uzrokuje poteškoće u pogledu otplate duga. Prema Domazetu (2008.) postoji opasnost porasta kamatnjaka na međunarodnom tržištu kapitala što bi uzrokovalo povećanje obveza za kamate i posljedično recesijska i/ili krizna kretanja. Prilikom ocjene održivosti vanjskog duga potrebno je odrediti varijable koje utječu na održivost vanjskog duga u kratkom i dugom roku. Temeljne varijable koje utječu na održivost vanjskog duga neke zemlje su devizni tečaj, kamatne stope u zemlji i inozemstvu, inflacija u zemlji i inozemstvu, stopa rasta BDP-a, tekući račun platne bilance zemlje, saldo državnog proračuna i druge varijable.

⁹ Mihaljek (2003.) str. 32.

¹⁰ Hawkins i Mihaljek (2001.).

¹¹ Domazet, T.: “(Pre)zaduženost-prepreka održivom razvoju“, *Ekonomija/Economics*, 14(2), str. 322., 323. (2008.), Rifin, Zagreb.

U analizi održivosti javnog i vanjskog duga Republike Hrvatske koju su proveli Babić, A., Krznar I., Nestić, D i Švaljek, S. (2003.) okvir za analizu održivosti vanjskog duga se sastoji od osnovne srednjoročne projekcije vanjskog duga (uključujući ključne pretpostavke projekcije te dekompozicije promjene vanjskog duga) i analize osjetljivosti za udio vanjskog duga u BDP-u.¹² Osnovni okvir za analizu počiva na pristupu kojeg primjenjuje Međunarodni monetarni fond, a korišteno je 15 varijabli. Podaci se prema predloženom analitičkom okviru transformiraju u pokazatelje zaduženosti, odnosno u osnovne tokove koji povećavaju ili smanjuju dug. Pokazatelji zaduženja i tokovi stvaranja duga su izračunati za desetak različitih scenarija. Scenario analize održivosti vanjskog duga su projicirane za srednjoročno razdoblje od 5 godina (2003. - 2007.), a temelje su na realnosti pretpostavki. Realnost pretpostavki se ogleda u profesionalnoj prosudbi o najvjerojatnijem scenariju budućih kretanja varijabli kao i o odsutnosti pretpostavki o aktiviranju drastičnih mjera koje se obično poduzimaju kada kriza već nastane.¹³ Za svaki od navedenih scenarija izračunat je udio vanjskog duga u BDP-u kao temeljni pokazatelj.

Mihaljek (2003.) analizira održivost javnog i vanjskog duga Hrvatske pomoću pokazatelja zaduženosti koje koriste međunarodne finacijske institucije, investicijske banke i rejting agencije. Pokazatelji održivosti javnog i vanjskog duga su komparirani sa zemljama kandidatima za pristupanje Europskoj uniji iz Središnje i Istočne Europe. Održivost duga se razmatra pomoću tri skupine pokazatelja: agregatnih pokazatelja vanjske i finacijske ranjivosti, pokazatelja ročne i valutne strukture duga i pokazatelja domaće i devizne likvidnosti javnog i privatnog sektora.

Pokazatelji stanja i tijeka zaduženosti se koriste prilikom ocjene vanjske zaduženosti zemlje i predstavljaju statičku analizu zaduženosti zemlje. S druge strane scenario analize i analize osjetljivosti vanjske zaduženosti predstavljaju dinamičku analizu održivosti vanjskog duga. Analize osjetljivosti vanjske zaduženosti predviđaju promjene (šokove) pojedinih makroekonomskih varijabli koje utječu na vanjski dug. Sustavno praćenje pokazatelja održivosti vanjskog duga omogućuje učinkovitije vođenje srednjoročne i dugoročne monetarne i fiskalne (makroekonomske) politike. U relevantnoj stručnoj literaturi za ovo područje izračun pokazatelja stanja i tijeka u Republici Hrvatskoj su izradili Gligorov, V. (2004.), Galinec, D. (2007.) i Jošić, H. (2008.). Scenario analiza održivosti vanjskog duga Republike Hrvatske izrađena od strane Hrvatske narodne banke 2006. godine predviđa dinamiku kretanja bruto inozemnog duga Republike Hrvatske u srednjoročnom razdoblju u ovisnosti o kretanju prirasta nominalnog BDP-a i tereta plaćanja kamata.

¹² Babić, A., Krznar I., Nestić, D, Švaljek, S. (2003.).

¹³ Ibid, str. 79.

4. POKAZATELJI STANJA I TIJEKA VANJSKE ZADUŽENOSTI I PROJEKCIJA OTPLATE VANJSKOG DUGA REPUBLIKE HRVATSKE

Vanjsku zaduženost neke zemlje je moguće kvalitetno ocijeniti jedino praćenjem velikog broja pokazatelja zaduženosti. Pokazatelji stanja i tijeka vanjske zaduženosti se koriste prilikom ocjene stupnja vanjske zaduženosti zemlje. U teoriji i praktičnoj literaturi se koristi 5 pokazatelja stanja i 8 pokazatelja tijeka vanjskog (inozemnog) duga.

U tablicama 2 i 3 su prikazani pokazatelji stanja bruto inozemnog duga Republike Hrvatske u razdoblju od 1998. do 2009. godine i pokazatelji tijeka bruto inozemnog duga u razdoblju od 1999. do 2008. godine pri čemu su korišteni podaci iskazani u eurima (EUR). Izračun i objašnjenje kretanja pokazatelja stanja i tijeka zaduženosti Republike Hrvatske za razdoblje do 2007. godine su izradili Galinec, D. (2007.) i Jošić, H. (2008.).

Iz tog razloga će posebno biti objašnjeno kretanje i promjene u pokazateljima zaduženosti nakon 2007. godine. Iz predloženih pokazatelja stanja inozemne zaduženosti se uočava da snažno raste udio vanjskog duga u BDP-u TED/Y, koji je krajem 2009. godine dostigao razinu od 98,3%, što znači da bi tijekom 2010. godine iznos bruto inozemnog duga mogao nadmašiti razinu bruto domaćeg proizvoda. Također je izrazito porastao udio vanjskog duga u izvozu roba i usluga TED/E koji je u 2009. godini lansiran na razinu od 276,5% čime je potvrdio trend stalnog porasta ovog udjela od 2002. godine.

Prema ovome pokazatelju zaduženosti Republika Hrvatska se pridružila skupini prezaduženih zemalja.¹⁴ Ako se uzme u obzir činjenica da je Republika Hrvatska veliki primatelj tekućih transfera iz inozemstva pribrajanjem tekućih transfera vrijednosti izvoza roba i usluga izvodi se pokazatelj TED/E2. Iako je vrijednost ovog pokazatelja od 251,4% nešto niža u odnosu na vrijednost pokazatelja TED/E, to ne utječe bitnije na ocjenu zaduženosti primjenom kriterija Svjetske banke. Pokazatelj pokrivenosti bruto inozemnog duga međunarodnim pričuvama IR/TED je pao s 28,3% u 2007. na 23,3% u 2009. unatoč blagom porastu međunarodnih pričuva u promatranom razdoblju, ponajviše zbog naglog porasta vanjskog zaduženja. Udio kratkoročnog duga u ukupnom dugu stD/TED je pao u 2009. godini na 10,8%. Ovaj pokazatelj je značajan, jer procjenjuje vanjsku ranjivost na financijske poremećaje, odnosno njegovo povećanje može utjecati na nesigurnost prilikom otplate kratkoročnog duga. Iako se nominalni iznos multilateralnog duga povećao s 3.455,5 na 4.071,7 milijuna EUR udio multilateralnog duga u ukupnom dugu mD/TED je pao s 10,5% na 9,1% u 2009. godini.

¹⁴ Granica koja dijeli umjereno zadužene od prezaduženih zemalja iznosi 220% prema kriterijima zaduženosti Svjetske banke.

Tablica 2: Pokazatelji stanja bruto inozemnog duga Republike Hrvatske od 1998. do 2009.¹⁵

u mil. EUR i %	1998.	1999.	2000.	2001.	2002.	2003.	2004.	2005.	2006.	2007.	2008.	2009.
Ukupni inozemni dug	9.172,8	10.174,5	12.263,6	13.609,3	15.144,0	19.883,9	22.933,4	25.761,1	29.273,9	32.929,2	39.950,2	44.590,5
BDP	22.496,0	21.638,0	23.146,0	25.538,0	28.112,0	30.011,0	32.759,0	35.725,0	39.102,0	42.833,0	47.370,0	45.379,2
Izvoz roba i usluga ¹⁾	7.619,2	7.647,5	9.418,5	10.808,8	11.127,9	13.140,6	14.243,5	15.272,9	16.990,4	18.307,2	19.904,6	16.129,7
Izvoz roba i usluga + tekući transferi, prihodi ¹⁾	8.438,2	8.557,0	10.614,0	12.142,0	12.581,1	14.679,3	15.828,1	16.901,3	18.629,9	19.883,3	21.589,0	17.735,8
Stanje međunarodnih pričuva	2.400,2	3.012,7	3.783,2	5.333,6	5.651,3	6.554,1	6.436,2	7.438,4	8.725,3	9.307,4	9.120,9	10.375,8
Kratkoročni inozemni dug	521,4	649,2	976,9	593,1	579,1	1.608,1	2.634,0	3.393,9	4.301,3	4.387,4	6.172,2	4.830,7
Multilateralni dug (javni kreditori)	2.394,1	2.173,3	2.468,3	2.577,6	2.544,8	2.711,8	3.011,9	3.226,0	3.395,1	3.455,5	3.800,3	4.071,7
Pokazatelji stanja												
TED/Y	40,8%	47,0%	53,0%	53,3%	53,9%	66,3%	70,0%	72,1%	74,9%	76,9%	84,3%	98,3%
TEDE	120,4%	133,0%	130,2%	125,9%	136,1%	151,3%	161,0%	168,7%	172,3%	179,9%	200,7%	276,5%
TEDE2	108,7%	118,9%	115,5%	112,1%	120,4%	135,5%	144,9%	152,4%	157,1%	165,6%	185,0%	251,4%
IR/TED	26,2%	29,6%	30,8%	39,2%	37,3%	33,0%	28,1%	28,9%	29,8%	28,3%	22,8%	23,3%
stD/TED	5,7%	6,4%	8,0%	4,4%	3,8%	8,1%	11,5%	13,2%	14,7%	13,3%	15,4%	10,8%
mD/TED	26,1%	21,4%	20,1%	18,9%	16,8%	13,6%	13,1%	12,5%	11,6%	10,5%	9,5%	9,1%

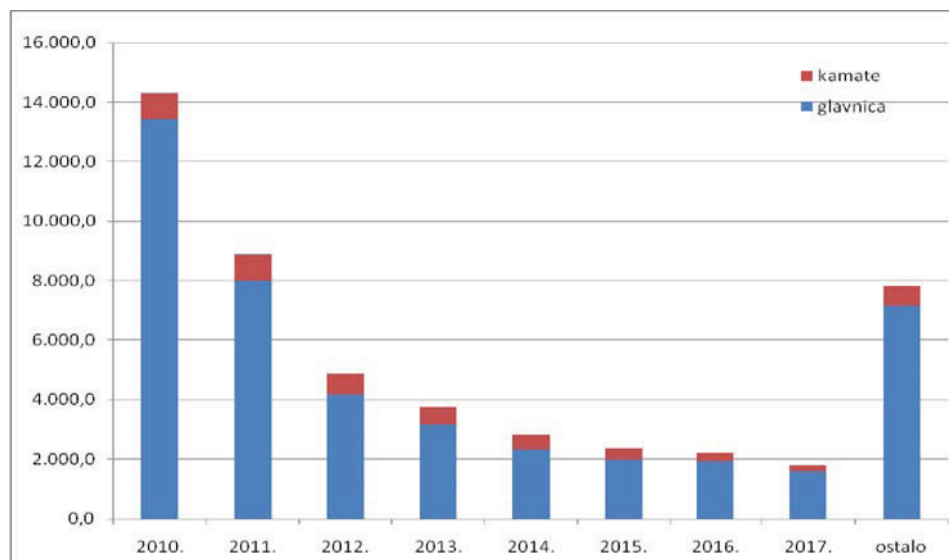
1) podaci za izvoz roba i usluga te prihode od tekućih transfera za 1998. godinu su procijenjeni.
Izvor: Bilten HNB, baza kreditnih poslova s inozemstvom HNB, DZS, vlastiti izračun autora.

¹⁵ Autori se zahvaljuju dr. sc. D. Galincu na nesebičnoj pomoći prilikom prikupljanja podataka za 2008. i 2009. godinu.

Tablica 3: Pokazatelji tijeka bruto inozemnog duga Republike Hrvatske od 1999. do 2008.

	1999.	2000	2001.	2002.	2003.	2004.	2005.	2006.	2007.	2008.
u mil. EUR i %										
Korištenja	4.193,4	4.424,2	5.100,5	5.518,4	7.982,5	6.913,4	6.851,7	10.700,4	10.740,4	11.104,0
Otplata duga (glavnica + kamate)	2.922,4	2.876,5	4.234,8	3.526,5	3.479,7	4.055,3	4.738,9	7.405,6	7.147,8	7.380,1
Otplata glavnice	2.481,0	2.361,4	3.615,8	3.003,9	2.953,1	3.492,7	4.054,8	6.580,7	6.186,8	6.106,6
Otplata kamata	441,3	515,1	619,0	522,7	526,6	562,6	684,1	824,8	961,0	1.273,5
Neto financijski transferi (korištenja - otpl. gl.)	1.712,3	2.062,8	1.484,7	2.514,5	5.029,4	3.420,7	2.796,9	4.119,6	4.553,6	4.997,4
Izvoz roba i usluga	7.647,5	9.418,5	10.808,8	11.127,9	13.140,6	14.243,5	15.272,9	16.990,4	18.307,2	19.904,6
Izvoz roba i usluga + tekući transferi, prihodi	8.557,0	10.614,0	12.142,0	12.581,1	14.679,3	15.828,1	16.901,3	18.629,9	19.883,3	21.589,0
Uvoz roba i usluga	9.205,1	10.440,2	12.101,1	13.801,0	15.178,7	16.198,8	17.473,2	19.632,0	21.473,8	23.740,5
Uvoz roba	7.240,0	8.468,6	9.922,6	11.253,5	12.545,9	13.330,9	14.738,3	16.807,8	18.626,5	20.607,8
Starije međunarodnih pričuva	3.012,7	3.783,2	5.333,6	5.651,3	6.554,1	6.436,2	7.438,4	8.725,3	9.307,4	9.120,9
BDP	21.638,0	23.146,0	25.538,0	28.112,0	30.011,0	32.759,0	35.725,0	39.102,0	42.833,0	47.370,0
Pokazatelji tijeka										
TDS/E	38,2%	30,5%	39,2%	31,7%	26,5%	28,5%	31,0%	43,6%	39,0%	37,1%
TDS/E2	34,2%	27,1%	34,9%	28,0%	23,7%	25,6%	28,0%	39,8%	35,9%	34,2%
INT/E	5,8%	5,5%	5,7%	4,7%	4,0%	3,9%	4,5%	4,9%	5,2%	6,4%
INT/E2	5,2%	4,9%	5,1%	4,2%	3,6%	3,6%	4,0%	4,4%	4,8%	5,9%
PR/DOD	59,2%	53,4%	70,9%	54,4%	37,0%	50,5%	59,2%	61,5%	57,6%	55,0%
RTDSR	12,4	15,8	15,1	19,2	22,6	19,0	18,8	14,1	15,6	14,8
NFT/U	18,6%	19,8%	12,3%	18,2%	33,1%	21,1%	16,0%	21,0%	21,2%	21,1%
NFT/Y	7,9%	8,9%	5,8%	8,9%	16,8%	10,4%	7,8%	10,5%	10,6%	10,5%
DISB/U	45,6%	42,4%	42,1%	40,0%	52,6%	42,7%	39,2%	54,5%	50,0%	46,8%
INT/Y	2,0%	2,2%	2,4%	1,9%	1,8%	1,7%	1,9%	2,1%	2,2%	2,7%
NFT/Ur	23,7%	24,4%	15,0%	22,3%	40,1%	25,7%	19,0%	24,5%	24,4%	24,3%
DISB/Ur	57,9%	52,2%	51,4%	49,0%	63,6%	51,9%	46,5%	63,7%	57,7%	53,9%

Izvor: Bilten HNB, baza kreditnih poslova s inozemstvom HNB, DZS, vlastiti izračun autora.



Grafikon 2: Projekcija otplate glavnice i kamata vanjskog duga za Republiku Hrvatsku (iznosi u milijunima eura).

Izvor: [www.hnb.hr/tablica H14](http://www.hnb.hr/tablica/H14) i obrada autora.

Vrijednost pokazatelja tijeka zaduženosti otplate duga (glavnica + kamate) u odnosu na izvoz roba i usluga TDS/E je blago pala u 2008. godini na 37,1%. Ovaj pokazatelj zaduženosti značajno ovisi o osjetljivosti izvoza roba i usluga na promjene u međunarodnom okruženju (globalna ekonomska kriza, politička situacija, elementarne nepogode..). Ako se vrijednosti izvoza roba i usluga pribroje primljeni tekući transferi iz inozemstva dobiva se pokazatelj TDS/E2. Iako je ovaj pokazatelj tijeka zaduženosti nešto niži od TDS/E i iznosi 34,2% i dalje postoji opasnost od inozemne nelikvidnosti zemlje.¹⁶ Omjeri kamata i izvoza roba i usluga INT/E i INT/E2 su se povećali s 5,2% - 6,4% (INT/E) i 4,8% - 5,9% (INT/E2) u 2008. godini. Ako je godišnji postotni porast otplate kamata na dug veći od stope rasta izvoza robe i usluga pojavit će se problem nesolventnosti zemlje. Odnos otplaćene glavnice u tekućem razdoblju i novih korištenja PR/DOD je lagano pao s 57,6% na 55%, što pokazuje da su nova korištenja veća od dužničkih obveza po osnovi glavnice. Pokazatelj odnosa međunarodnih pričuva i otplate duga RTDSR pokazuje koliko bi se mjeseci mogao otplaćivati dug (glavnica i kamate) korištenjem međunarodnih pričuva države. Vrijednost pokazatelja se smanjila s 15,6 na 14,8 u 2008. godini. Omjer neto financijskih transfera (korištenja – otplate glavnice) i uvoza roba i usluga NFT/U se nije značajno promijenio u 2008. godini i iznosio je 21,1%. Ovaj pokazatelj tijeka zaduženosti pokazuje koliki se iznos posuđenih sredstava koristi za financiranje uvoza nauštrb investiranja posuđenih sredstava. Odnos neto financijskih transfera i bruto domaćeg proizvoda NFT/Y se također nije

¹⁶ Opasnost se javlja kada vrijednost pokazatelja prijeđe 20%.

značajno promijenio u 2008. godini i iznosio je 10,5%, a pokazuje doprinos novonastalog zaduženja gospodarskom rastu države. Pokazatelj DISB/U je odnos iskorištenih zajmova prema uvozu roba i usluga i u 2008. godini je pao s 50% na 46,8%. Prema ovom pokazatelju zaduženosti ako se poveća uvoz roba i usluga povećat će se i nova zaduženja u inozemstvu. Pokazatelj udjela plaćanja kamata u odnosu na bruto domaći proizvod INT/Y je porastao s 2,2% na 2,7% u 2008. godini čime je dosegnuo najvišu razinu u promatranom razdoblju. Ako se udio neto financijskih transfera stavi u odnos s uvozom robe dobiva se pokazatelj NFT/Ur i ako se iznos iskorištenih zajmova stavi u odnos s uvozom robe dobiva se pokazatelj DISB/Ur. Oba pokazatelja su nešto veći od referentnih pokazatelja tjeka zaduženosti NFT/U i DISB/U, jer se u izračun nije uključio uvoz usluga u zemlju.

Na grafikonu 2. je prikazana projekcija otplate glavnice i kamata vanjskog duga za Republiku Hrvatsku koju je izradila Hrvatska narodna banka za 2010. godinu.

Uočava se da najveći iznos glavnice i kamata dospijeva na naplatu u tekućoj 2010. godini, a zatim postupno opada tijekom projiciranog razdoblja. Projekcija je napravljena do 2017. godine s time da se buduće otplate glavnice i kamata svrstavaju pod stupac ostalo. Ova projekcija vrijedi uz pretpostavku da nema novog zaduživanja u inozemstvu budući da svako novo zaduživanje u razdoblju nakon izrade projekcije (2010. godina) mijenja samu projekciju.

5. SCENARIO ANALIZA ODRŽIVOSTI VANJSKOG DUGA REPUBLIKE HRVATSKE

Kao predložak za scenario analizu održivosti vanjskog duga Republike Hrvatske je korištena projekcija Hrvatske narodne banke izrađena 2006. godine. U njoj se analizira dinamika kretanja nominalnog bruto inozemnog duga Republike Hrvatske u ovisnosti o kretanju nominalnog bruto domaćeg proizvoda i prosječne nominalne kamatne stope na inozemno zaduženje. Sve su vrijednosti iskazane u eurima (EUR). U tablici 15. na str. 51¹⁷ je prikazan pregled pretpostavki o rastu BDP-a, rastu inozemnog duga, kamatnoj stopi i rezultirajuće prijelomne godine kada vanjski dug nije održiv. U Hrvatskoj ne postoji cjelovita informacija o visini prosječne ponderirane nominalne kamatne stope na vanjsko zaduženje kao pokazatelja troška vanjske zaduženosti za razdoblje od 2001. do 2008. godine. Iz relevantne stručne literature prosječna nominalna kamatna stopa na vanjsko zaduženje za razdoblje od 1997. do 2002. godine je procijenjena na 5,2%.¹⁸ Prosječna kamatna stopa na inozemno zaduženje računa se kao ponderirana nominalna kamatna stopa na inozemno zaduženje sektora države, banaka, stanovništva i poduzeća.¹⁹

U tablici 4. su prikazani scenariji održivosti vanjskog duga Republike Hrvatske u ovisnosti o stopi rasta nominalnog BDP-a, stopi rasta nominalnog bruto inozemnog duga i prosječnoj nominalnoj kamatnoj stopi na inozemno zaduženje. Prema prvom i drugom scenariju stopa rasta nominalnog bruto inozemnog duga iznosi 16,45%, a određena je kao

¹⁷ Hrvatska narodna banka (2006.) *Analiza inozemne zaduženosti Republike Hrvatske* [online].

¹⁸ Prema Babić, A., Krznar I., Nestić, D., Švaljek, S. (2003.).

¹⁹ Prema procjeni autora prosječna ponderirana nominalna kamatna stopa na inozemno zaduženje od 2001. - 2008. godine iznosi 6%.

prosječna stopa rasta nominalnog bruto inozemnog duga u razdoblju od 2001. do 2008. godine, stopa rasta nominalnog BDP-a je izračunata kao prosječna stopa rasta nominalnog BDP-a u razdoblju od 2001. - 2008. godine i iznosi 9,23%²⁰, dok su za iznos prosječnog nominalnog kamatnjaka uzete vrijednosti od 5% i 6% koje predstavljaju projicirani trošak stranog kapitala, odnosno trošak budućeg inozemnog zaduženja.

Tablica 4: Scenario analiza održivosti vanjskog duga Republike Hrvatske

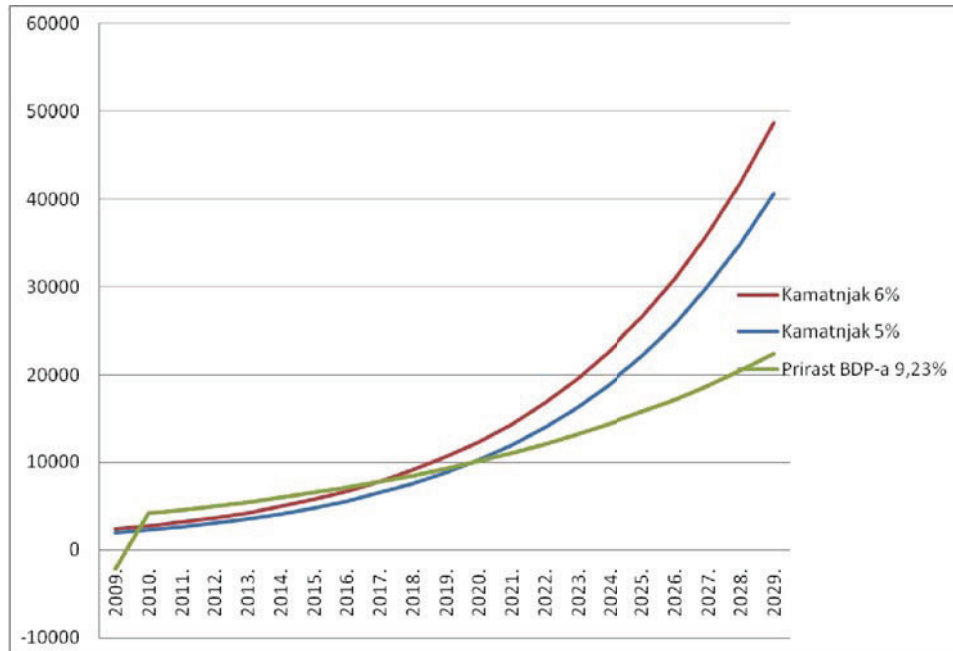
Scenarij	Stopa rasta nominalnog bruto inozemnog duga	Stopa rasta nominalnog BDP-a	Prosječna nominalna kamatna stopa	Prijelomna godina
1	16,45%	9,23%	5%	2020
2	16,45%	9,23%	6%	2017
3	16,45%	6,00%	5%	2013
4	16,45%	6,00%	6%	2011
5	10,00%	2,00%	6%	2010
6	10,00%	2,00%	7%	2010

Prijelomna godina označava trenutak kada godišnji trošak otplate kamata po vanjskom zaduženju premaši iznos godišnjeg prirasta nominalnog BDP-a. Godišnji trošak otplate kamata se računa tako da se vrijednost bruto inozemnog duga pomnoži s prosječnom nominalnom kamatnom stopom dok se prirast nominalnog BDP-a računa tako da se od nominalnog BDP-a u tekućoj godini oduzme iznos nominalnog BDP-a iz prošle godine.

Na grafikonu 3. su prikazane scenario analize 1. i 2. održivosti vanjskog duga Republike Hrvatske. Prema scenario analizi 1., uz prosječnu nominalnu kamatnu stopu od 5%, prijelomna godina kada će godišnji trošak otplate kamata premašiti prirast nominalnog BDP-a je 2020. godina. Pri višoj kamatnoj stopi od 6% prijelomna godina je 2017. Prema HNB-ovoj projekciji održivosti vanjskog duga izrađenoj 2006. godine prijelomna godina pri kojoj će trošak otplate kamata premašiti prirast BDP-a je 2010. godina (uz prosječne vrijednosti iz projekcije i nominalni kamatnjak od 4%).²¹ Potrebno je napomenuti da su scenariji 1. i 2. utemeljeni na prosječnim vrijednostima kretanja varijabli od 2001. do 2008. godine te se u analizu uzimaju prosječne vrijednosti izabranih varijabli iz tog razdoblja.

²⁰ Prilikom izračuna su korištene vrijednosti iz tablice 2.

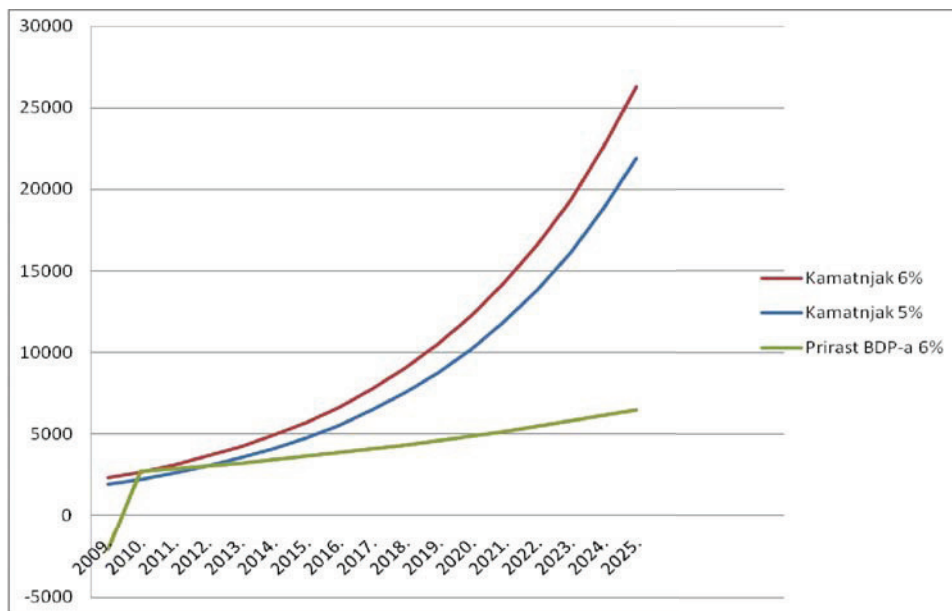
²¹ HNB: „Analiza inozemne zaduženosti“, Bilten 126, Zagreb 2006.



Grafikon 3: Scenario analize 1. i 2. održivosti vanjskog duga Republike Hrvatske (iznosi u milijunima eura)

Održivost vanjskog duga se u projekcijama promatra od 2009. godine te je zbog pada nominalnog BDP-a u 2009. godini nominalni prirast BDP-a također negativan, što se ilustrira kao negativna početna vrijednost na grafikonu za 2009. godinu. Scenario analize 3. i 4 kao referentnu vrijednost za stopu rasta bruto inozemnog duga uzimaju rast nominalnog BDP-a od 6%. Ta vrijednost je izabrana u projekciju jer se srednjoročno i dugoročno očekuju stope gospodarskog rasta niže od prosječne vrijednosti iz razdoblja od 2001. - 2008. godine. Također je ta stopa gospodarskog rasta izabrana, jer je malo veća ili jednaka od stope nominalnog kamatnjaka od 5% i 6% na inozemno zaduživanje.²²

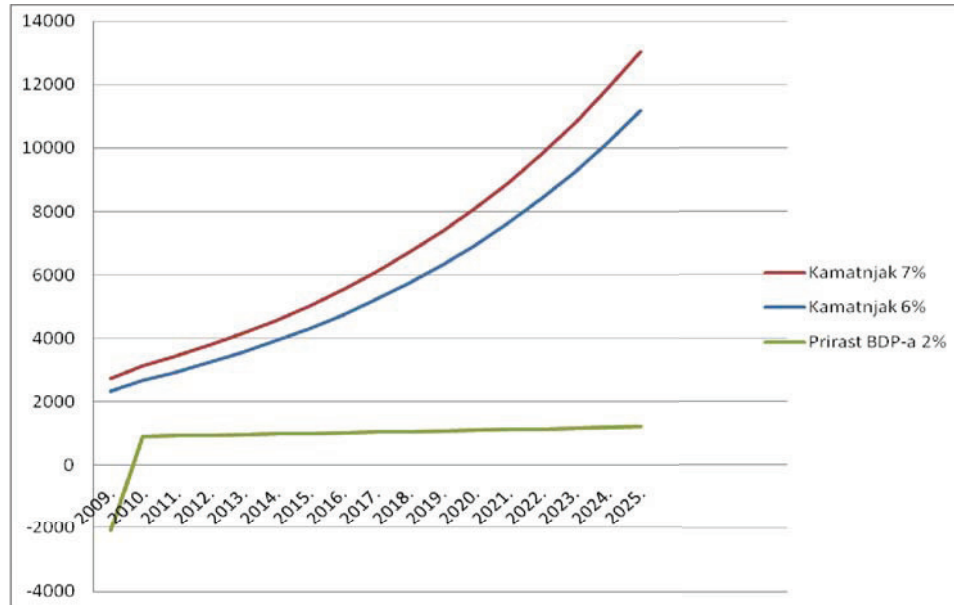
²² U 2009. godini realni pad BDP-a je iznosio 5,8%, dok se za 2010. očekuje blagi rast realnog BDP-a od 0,3% prema analitičarima Hrvatske narodne banke (publikacija Financijska stabilnost, br. 4. veljača 2010.).



Grafikon 4: Scenario analize 3. i 4. održivosti vanjskog duga Republike Hrvatske (iznosi u milijunima eura)

Prema scenario analizi 3., uz prosječnu nominalnu kamatnu stopu od 5%, prijelomna godina kada će godišnji trošak otplate kamata premašiti prirast nominalnog BDP-a je 2013. Pri višoj kamatnoj stopi od 6% prijelomna godina je 2011.

Scenariji 5. i 6. imaju tendenciju da prikažu „realniju“ sliku održivosti vanjskog duga, jer se u projiciranom razdoblju izvršila korekcija prirasta nominalnog BDP-a zbog očekivanog dugoročnog pada gospodarske aktivnosti u Hrvatskoj i međunarodnom okruženju. Stoga u scenario analizama 5. i 6. godišnja stopa rasta bruto inozemnog duga iznosi 10% dok stopa rasta nominalnog BDP-a iznosi 2%. Također su povećane prosječne nominalne kamatne stope na 6% i 7%, jer bi mogućim slabljenjem međunarodnog kreditnog rejtinga Republike Hrvatske došlo do poskupljenja inozemnih sredstava financiranja. Prema scenario analizi 5., uz prosječnu nominalnu kamatnu stopu od 6%, prijelomna godina kada će godišnji trošak otplate kamata premašiti prirast nominalnog BDP-a je 2010. Pri višoj kamatnoj stopi od 7% prijelomna godina je također 2010. U situaciji kada je nominalna kamatna stopa na inozemno zaduženje veća od nominalne stope gospodarskog rasta vanjski dug nije održiv ni u kratkom roku.



Grafikon 5: Scenario analize 5. i 6. održivosti vanjskog duga Republike Hrvatske (iznosi u milijunima eura)

6. ZAKLJUČAK

U radu je ocijenjena održivost vanjskog duga Republike Hrvatske. Analizom makroekonomskih pokazatelja dani su uzroci naglog porasta vanjske zaduženosti Republike Hrvatske nakon 2001. godine. Izračunati su pokazatelji stanja i tijeka vanjske zaduženosti. Istraživanje je pokazalo da su se nakon 2007. godine izrazito povećali pokazatelj udjela vanjskog duga u BDP-u TED/Y koji je u 2009. iznosio 98,3% i pokazatelj udjela vanjskog duga u izvozu roba i usluga TED/E koji je značajno porastao na razinu od 276,5%. U 2009. godini je Republika Hrvatska prema ovom pokazatelju zaduženosti ušla u krug prezaduženih zemalja prema kriterijima zaduženosti Svjetske banke. Pokazatelji tijekom zaduženosti se nisu značajno promijenili nakon 2007. godine. Pokazatelj udjela otplate vanjskog duga i izvoza roba i usluga TDS/E je lagano pao s 39% na 37,1% dok su se povećala plaćanja kamata u odnosu na izvoz roba i usluga INT/E i INT/E2 što može ukazivati na problem nesolventnosti zemlje. Također je porastao pokazatelj udjela otplate kamata u bruto domaćem proizvodu INT/Y na 2,7% čime je došao na najvišu razinu u promatranom razdoblju (od 1999. godine).

Scenario analizom održivosti vanjskog duga izvršena je projekcija kretanja stope rasta bruto inozemnog duga, nominalnog BDP-a i nominalnih kamatnih stopa za razdoblje nakon 2009. godine. Kao referentne vrijednosti u projekciji su izabrane prosječne vrijednosti varijabli iz razdoblja od 2001. - 2008. godine. U scenario analizama 3. - 6. je izvršena korekcija rasta nominalnog BDP-a zbog negativnih tendencija kretanja gospodarskog rasta u zemlji i inozemstvu, a u scenarijima 5. - 6. je izvršena korekcija nominalnih kamatnih

stopa za jedan postotni bod zbog mogućeg pogoršanja kreditnog rejtinga države i poskupljenja zaduženja na međunarodnom tržištu. Rezultati iz tablice 4. pokazuju da vanjski dug nije održiv u dugom roku ni u situaciji kada je rast nominalnog BDP-a veći od nominalnog kamatnjaka na zaduživanje. U situaciji kada je rast nominalnog BDP-a manji od nominalnog kamatnjaka na inozemno zaduživanje, vanjski dug nije održiv ni u kratkom roku. Stoga se može očekivati da će Hrvatska u skoroj budućnosti imati problema sa servisiranjem glavnice i kamata na vanjski dug, a poglavito kratkoročnog duga koji se ne može brzo refinancirati.

Nastavak sadašnjih tendencija porasta vanjske zaduženosti je direktan put u dužničku krizu. Preporuka je da Vlada uskladi potrošnju s tekućim primanjima, da se ograniči rast kredita namijenjenih uvozu i potakne domaća proizvodnja i izvoz te uspostavi bolja koordinacija ekonomskih politika (monetarne i fiskalne) kako bi se problem vanjske neravnoteže što jednostavnije riješio.

LITERATURA:

1. Babić, A., Krznar I., Nestić, D., Švaljek, S. (2003.) „Dinamička analiza održivosti javnog i vanjskog duga Hrvatske“, Privredna kretanja i ekonomska politika, br. 97., str. 77. - 127.
2. Domazet, T (2008.): „(Pre)zaduženost-prepreka održivom razvoju“, Ekonomija/Economics, 14(2), str. 311. - 338. (2008.), Rifin, Zagreb
3. Galinec, D (2007.): „Kretanje inozemnog duga Hrvatske u razdoblju od 1999. do kraja lipnja 2007. i pokazatelji inozemne zaduženosti“ Carinski vjesnik, br. 10/2007., Zagreb, listopad 2007.
4. Gligorov, V., (2004.): „Održivost duga u Republici Hrvatskoj“, WIIW, Beč.
5. Hawkins, John i Dubravko Mihaljek (2001.): „The Banking Industry in the Emerging Market Economies: Competition, Consolidation and Systemic Stability: An Overview“, BIS Papers, br. 4.
6. Hrvatska narodna banka (2006.): *Analiza inozemne zaduženosti Republike Hrvatske* [online], Hrvatska narodna banka, Zagreb. Dostupno na: <http://www.hnb.hr/publikac/ostale-publikacije/h-analiza-inozemne-zaduzenosti-rh.pdf> [10. siječanj 2010.].
7. Hrvatska narodna banka (2006.): *Bilten br. 126*, Hrvatska narodna banka, Zagreb.
8. Hrvatska narodna banka (2010.): *Financijska stabilnost*, br. 4, veljača 2010., Zagreb.
9. Hub analize (2009.): „Pogledi br. 2 2/2009.“, Arhivaanalitika, Zagreb, prosinac 2009.
10. Jošić, H. (2008.): „Komparativna analiza pokazatelja vanjske zaduženosti Republike Hrvatske i tranzicijskih zemalja“, Zbornik EFZG, prosinac 2008.
11. Kersan-Škabić, I., Mihovilović G. (2006.): „Komparativna analiza zaduženosti Hrvatske i zemalja Srednje i Istočne Europe“, Ekonomska istraživanja, Vol. 19, No. 1, lipanj 2006.
12. Mihaljek, D. (2003): „Analiza održivosti javnog i vanjskog duga Hrvatske pomoću standardnih financijskih pokazatelja“, Privredna kretanja i ekonomska politika, broj 97/2003., Zagreb.

13. Stučka, T. (2004.): “*The Effects of Exchange Rate Change on the Trade Balance of Croatia*“, WP/04/65, International Monetary Fund.
14. Šonje, V. (2007.): “*Vanjski dug: Gdje prestaje oprez i počinje strah*“ [online], HUB analize, Zagreb. Dostupno na http://www.hub.hr/Download/2007/12/03/hubanalize7_vanjskidug.pdf [10. siječanj 2010.].
15. Zbašnik, D. (2008): “*Dva deficita i dug*“ *Ekonomija/Economics*, 14(2), str. 519. - 534. (2008), Rifin, Zagreb.
16. Zdunić, S (2003.): “*Relativne cijene, tečaj i konkurentnost hrvatskoga gospodarstva*“, *Ekonomika politika Hrvatske u 2004.*, Opatija, studeni 2003.
17. Žigman, A: “*Deset razloga protiv deprecijacije*“, www.bankamagazine.hr, ožujak 2009.