

Analiza inozemnog duga Republike Hrvatske

Ankica Kačan

Izdaje:

Hrvatska narodna banka
Direkcija za odnose s javnošću i izdavačku djelatnost
Trg burze 3, 10000 Zagreb
Telefon centrale: 4564-555
Telefon: 4922-070, 4922-077
Telefaks: 4873-623

Web adresa:

<http://www.hnb.hr>

Glavni urednik:

dr. Boris Vujčić

Uredništvo:

dr. Ante Babić
mr. Igor Jemrić
dr. Evan Kraft

Urednica:

Romana Sinković

Grafički urednik:

Slavko Križnjak

Lektura:

Marija Grigić

Suradnica:

Ines Merkl

Tisak:

Poslovna knjiga d.o.o., Zagreb

Molimo korisnike ove publikacije da prilikom korištenja podataka obvezno navedu izvor.

Tiskano u 360 primjeraka

ISSN 1332-2168

Ankica Kačan

ANALIZA INOZEMNOG DUGA REPUBLIKE HRVATSKE

Sažetak

Pregovori i ugovoreni sporazumi o reprogramiranju duga s Pariškim i Londonskim klubom otvorili su subjektima iz Republike Hrvatske pristup međunarodnim tržištima kapitala i intenzivirali proces zaduživanja, što je problematiku inozemnog duga i zaduženosti učinilo vrlo aktualnom temom.

U ovom su radu navedene osnovne karakteristike sustava praćenja inozemnog duga Republike Hrvatske. Na temelju opisanog sustava i osnovnog izvora podataka – baze podataka o kreditnim poslovima HNB-a – izvršena je zatim analiza strukture inozemnog duga kao i niza pokazatelja zaduženosti. Pri analizi podataka postavilo se pitanje je li postojeća dinamika zaduživanja dugoročno održiva, u kojoj je mjeri Hrvatska zadužena i prijeti li joj dužnička kriza te do koje se mjere smije dopustiti zaduživanje a da se ne ugrozi budući privredni rast. Kako bi se objektivnije ocijenio trenutačni položaj RH, izvršena je i usporedba istovrsnih pokazatelja za 4 skupine zemalja (prvu su činile zemlje sa stopom rasta koja se očekuju u RH u idućim razdobljima; drugu sljednice bivše SFRJ; a treću, odnosno četvrtu skupinu: uspješnije i manje uspješne tranzicijske zemlje).

Provedena analiza potvrdila je da je za pravilno tumačenje izračunatih vrijednosti pokazatelja zaduženosti potrebno i dobro poznavanje specifičnosti svake zemlje glede načina upotrebe dobivenih sredstava, kao i poznavanje općih obilježja gospodarske aktivnosti pojedine zemlje. Odnosno, politika zaduživanja samo je jedan od segmenata ukupne ekonomske politike zemlje. Osim toga i cjelokupno makroekonomsko okruženje može u velikoj mjeri utjecati na poziciju zemlje. Prema svim promatranim pokazateljima, a u usporedbi s navedenim zemljama i prosjecima grupacija zemalja u koje se Hrvatska prema kriterijima Svjetske banke svrstava, RH se ne može smatrati prezaduženom zemljom. Ipak vrijednosti četiriju izračunatih omjera (dug/BDP, otplate glavnice/korištenja, neto kapitalni transferi/uvoz i neto kapitalni transferi/BDP) upozoravaju na nužan oprez pri daljnjem zaduživanju jer bi – iako međunarodna likvidnost Hrvatske nije neposredno ugrožena – daljnje zaduživanje jednakim intenzitetom moglo tu likvidnost dovesti u pitanje.

JEL: H60; H63

Ključne riječi: inozemni dug; pokazatelji zaduženosti; pokazatelji stanja; pokazatelji toka

Sadržaj

1. Nekoliko uvodnih napomena – “naslijeđeni dug”	1
2. Sustav upravljanja inozemnim dugom	1
2.1. Ograničenja baze podataka HNB-a	2
3. Stanje inozemnog duga i struktura kreditora	2
4. Zemlje kreditori	4
5. Ročna struktura	4
6. Cijena kredita	4
7. Namjena kredita	5
8. Valutna struktura inozemnog duga RH	5
9. Struktura inozemnog duga RH prema sektoru dužnika	6
10. Pokazatelji zaduženosti	7
10.1. Pokazatelji stanja	7
10.2. Pokazatelji toka	9
11. Međunarodne usporedbe	11
12. Zaključak	14
12.1. Nedostaci postojećeg sustava praćenja duga	14
12.2. Pokazatelji zaduženosti	15
Literatura	16

Analiza inozemnog duga Republike Hrvatske

Proces pristupanja Republike Hrvatske međunarodnim financijskim tržištima započeo je (osim samom činjenicom priznanja države) 14. prosinca 1992. kada je Međunarodni monetarni fond donio odluku o prestanku članstva SFRJ i pravu pet novonastalih država da individualno postanu članicama Fonda. Republika Hrvatska pristala je preuzeti obvezu uplate kvote, otplate dijela duga bivše SFRJ te obvezu na osnovi alokacije specijalnih prava vučenja (SPV). Svoju je kvotu RH uplatila 1. ožujka 1993. Nakon toga su se provedbom stabilizacijskog i antiinflacijskog programa stekli uvjeti za zaključenje prvog stand-by aranžmana u listopadu 1994. Bio je to presudni trenutak koji je omogućio pristup procesu reguliranja dospjelih obveza prema Londonskom i Pariškom klubu, što je bio preduvjet za pristupanje međunarodnim financijskim tržištima.

1. Nekoliko uvodnih napomena – “naslijeđeni dug”

Kada govorimo o nastanku i razini inozemnog duga Republike Hrvatske, ne možemo nažalost reći da se on počeo brojati od nule. Naime, za razliku od nekih tranzicijskih zemalja, koje su proces tranzicije započele neopterećene dugom prema inozemstvu (npr. Estonija, Litva, Letonija, Rumunjska ...), RH je “naslijedila” početnu razinu duga od ukupno 2.831,7 milijuna USD, od čega je 246,6 milijuna USD činio kratkoročni dug.

Tablica 1.1. Stanje inozemnog duga SFRJ po republikama na dan 30. rujna 1991., u milijunima USD i postotcima

	Srednjoročno i dugoročno	Kratkoročno	Ukupno	Postotni udio u dugu
Bosna i Hercegovina	1.704,6	93,4	1.798,0	10,9
Crna Gora	577,3	0,0	577,3	3,5
Hrvatska	2.585,1	246,6	2.831,7	17,1
Makedonija	716,7	47,2	763,9	4,6
Slovenija	1.687,9	95,5	1.783,4	10,8
Srbija	3.502,2	206,6	3.708,8	22,5
Kosovo	783,7	0,9	784,6	4,8
Vojvodina	828,4	44,1	872,5	5,3
Federacija	3.122,5	273,7	3.396,2	20,6
Ukupno	15.508,4	1.008,0	16.516,4	100,0

Izvor: Izvještaji NBJ-a

Iako je nepobitna činjenica da su ta sredstva najvećim dijelom investirana u Hrvatsku, jednako je tako nepobitno da su investirana prema kriterijima dogovorne ekonomije, a ne prema zdravim ekonomskim načelima investiranja u projekte čiji je povrat barem jednak trošku kredita, što je osnovni postulat zaduživanja općenito, a posebice zaduživanja u inozemstvu. Tu početnu razinu duga možemo uvećati za iznos od 885,2 milijuna USD, koliko iznosi neto korištenje u procesu reprogramiranja duga s Pariškim i Londonskim klubom, a što je također rezultat naslijeđene strukture duga i nemogućnosti otplaćivanja duga nakon osamostaljenja zbog rata i njegovih posljedica. Dakle, proces tranzicije Hrvatska je započela opterećena naslijeđem iz prethodnih desetljeća u ukupnom iznosu od 3.437 milijuna USD.

2. Sustav upravljanja inozemnim dugom

Visina i struktura inozemnog duga važni su činitelji dinamike i strukture gospodarskog razvoja svake zemlje. Hrvatska – kao zemlja s velikim razvojnim potrebama, a malom domaćom štednjom – stoji pred strateškim odlukama na području politike zaduživanja u inozemstvu. Iskustva i dug “naslijeđen” od SFRJ upućuju na potrebu opreza.

Ključ uspjeha sustava upravljanja inozemnim dugom svake zemlje, pa tako i Hrvatske, jest koordinacija svih elemenata sustava upravljanja inozemnim dugom:

1. Vlade, koja raspolaze ključnim informacijama i koristi se izvorima inozemnog financiranja te pribavlja sredstva za otplatu javnoga inozemnog duga;
2. Ministarstva financija, kao financijskog agenta države;
3. Hrvatske narodne banke, kao fiskalnog agenta države te institucije zadužene za praćenje ukupnoga inozemnog duga i održavanje međunarodne likvidnosti zemlje¹; i
4. institucije zadužene za makroekonomske projekcije gospodarskog razvoja Hrvatske.

Da bismo vidjeli kakva je pozicija Hrvatske s obzirom na zaduženost u inozemstvu, promotrit ćemo podatke o inozemnom dugu. Podaci se temelje na bazi podataka HNB-a², kao jedinom izvoru koji je – iako i on ima svoja ograničenja – vjerodostojan izvor podataka.

1 Na temelju Zakona o HNB-u i Zakona o kreditnim poslovima s inozemstvom.

2 Zakon o kreditnim poslovima s inozemstvom, čl. 14., propisuje obvezu svih subjekata da kod HNB-a registriraju svaki kreditni posao s inozemstvom.

2.1. Ograničenja baze podataka HNB-a

Prije svega, iako je registracija svih kreditnih poslova s inozemstvom zakonom propisana obveza, ipak se uvijek ne postupa tako. I dok se za privatni dug domaćih fizičkih i pravnih osoba može reći da je obuhvat, s određenim vremenskim pomakom, gotovo stopostotan, problemi se javljaju pri evidentiranju javnoga i javnozajamčenog duga. Naime, nakon dospijea prve rate otplate kredita banka koja otplatu treba izvršiti upućuje sve privatne osobe, ako inicijalno nisu same na vrijeme prijavile kreditne ugovore, da kredit evidentiraju kod HNB-a. Problem evidencije javnog duga jest u činjenici da se za zaključivanje pojedinačnih ugovora u ime RH ovlašćuju najčešće ministri ili drugi državni dužnosnici. Osim toga, još ne djeluje tzv. Debt Office (iako već duže vrijeme u formiranju) u sklopu Ministarstva financija, koji bi trebao objediniti podatke o javnom dugu (i inozemnom, i domaćem). Tako se javni inozemni dug prati u različitim ministarstvima, a i plaćanja se obavljaju preko raznih banaka i ne postoji centralizirani i potpuni obuhvat te kategorije duga. Procjena HNB-a jest da vrijednost ugovora koji nisu evidentirani kod HNB-a iznosi nekoliko stotina milijuna američkih dolara (iako nisu svi u potpunosti iskorišteni). Osim činjenice da sav javni dug nije evidentiran, problem je i neažurnost u izvještavanju o prijavljenim zajmovima.

Osim problema obuhvata javnoga i javnozajamčenog duga, dodatna je teškoća njihovo klasificiranje. Naime, klasifikacija se vrši prema kriteriju ugovornog dužnika, tj. dužnikom se smatra onaj koji je potpisao ugovor s inozemstvom, a ne onaj tko pribavlja sredstva za otplatu. Tako, primjerice, postoje obveze koje je RH preuzela na osnovi sanacije banaka i raznih poduzeća i otplaćuje ih iz proračuna, a razvrstani su, prema izvornom dužniku na temelju njegova ugovora s inozemstvom, u bankarski sektor ili u ostale sektore.

Pri analizi podataka o dugu postavlja se pitanje je li dosadašnja dinamika zaduživanja dugoročno održiva. Odgovor na to pitanje nije jednoznačan jer postoje mnoga ograničenja. Prije svega serija podataka je previše kratka da bi se s pomoću nje moglo zaključivati o budućim kretanjima duga. Osim toga, s obzirom na to da se razdoblje od nastanka države Hrvatske može smatrati atipičnim, zbog rata i poslijeratne obnove, s jedne strane, i teškoća u pribavljanju kredita u inozemstvu, s druge strane, promjene duga u tom razdoblju ne mogu se smatrati "normalnima".

Za početak utvrdimo osnovne činjenice vodeći računa o navedenim ograničenjima baze podataka o dugu. Razina duga utvrđena na dan 31. prosinca 1990. osnovica je za izračun duga RH. Sve do konca 1994. oscilacije duga su zanemarive, i prema strukturi kreditora, i prema strukturi sektora dužnika. Iz toga je evidentno da su Hrvatskoj u tom razdoblju vrata svjetskih financijskih tržišta bila zatvorena zbog raspada bivše države i ratnih zbivanja. Tek nakon 1994. počinje otvaranje svjetskih financijskih centara i zaduživanje javnih i privatnih subjekata iz RH u inozemstvu.

Da bismo sagledali inozemni dug prema njegovoj kvaliteti, treba ga promotriti prema njegovim glavnim obilježjima. Ovdje ćemo promotriti dug prema strukturi kreditora, ročnoj strukturi, cijeni kredita te prema namjeni kredita. Promotrit ćemo zatim i valutnu strukturu duga (vodeći računa o uvođenju eura) te, konačno, strukturu prema zemljama kreditorima.

Promotrimo sada podatke o stanju duga prema inozemstvu.

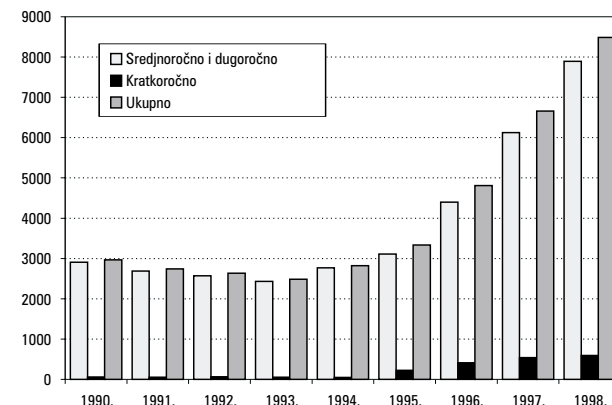
3. Stanje inozemnog duga i struktura kreditora

Podaci dakle potvrđuju već rečeno. Dug je sve do konca 1994. uglavnom stagnirao, da bi zatim, od reguliranja obveza prema Pariškom i Londonskom klubu te međunarodnim financijskim institucijama, počeo rasti. Tu činjenicu dodatno potvrđuju podaci o korištenju kreditima u pojedinim godinama.

Kada govorimo o strukturi duga prema pojedinim kreditorima, udio duga prema međunarodnim financijskim institucijama u ukupnom dugu gotovo je konstantno na razini od 15 posto sve do 1995., da bi se zatim udio tih kredita postupno smanjivao do 11,5 posto. To znači da je usprkos pojačanoj prisutnosti pojedinih institucija (prije svega Svjetske banke i Europske banke za obnovu i razvitak³) ta kategorija duga rasla sporije od ukupnog duga.

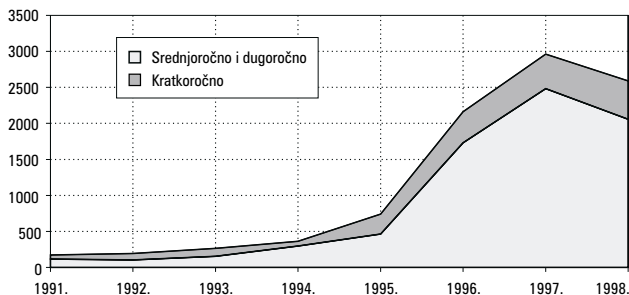
Kategorijom javnih kreditora obuhvaćeni su zatim sporazumi s vladama država članica Pariškog kluba te ostali zajmovi koje su izravno odobrile pojedine vlade⁴. U

Grafikon 1. Stanje inozemnog duga Republike Hrvatske, u milijunima USD



Izvor: Baza podataka HNB-a

Grafikon 2. Korištenje inozemnim kreditima, u milijunima USD



Izvor: Baza podataka HNB-a

3 Do konca 1998. RH je s IBRD-om ugovorila 11 zajmova u ukupnom iznosu od 312 milijuna USD i 451,1 milijun DEM. U istom razdoblju s EBRD-om je ugovoreno 17 zajmova u vrijednosti od 497,89 milijuna DEM i 40 milijuna USD.

4 Primjerice, Vlada SAD-a, Njemačke...

Tablica 1. Pregled stanja inozemnog duga Republike Hrvatske, u milijunima USD, po tečaju na dan presjeka

	Stanje duga								
	31.12.'90.	31.12.'91.	31.12.'92.	31.12.'93.	31.12.'94.	31.12.'95.	31.12.'96.	31.12.'97.	31.12.'98.
I. Srednjoročni i dugoročni krediti	2907,2	2685,9	2571,8	2431,3	2771,0	3111,3	4397,2	6123,1	7895,3
A) Javni kreditori	1250,0	1235,3	1184,4	985,8	1187,8	1318,0	1889,6	1867,0	1988,5
1. Međunarodne financ. organizacije	442,6	423,4	416,5	319,6	404,0	493,7	673,1	851,0	974,5
- MMF	0	0	43,9	20,6	126,1	222,5	208,3	231,8	235,0
- IBRD	154,6	152,8	128,9	88,8	71,4	59,6	188,4	294,5	310,9
- EUROFIMA	101,1	99,8	81,8	59,6	48,1	38,9	32,8	42,9	57,2
- IFC	16,6	5,2	2,2	2,1	2,3	2,5	0	0	23,9
- EIB	158,4	153,2	148,2	138,6	145,7	143,7	131,0	108,3	105,2
- CEF	11,9	12,4	11,5	9,9	10,4	10,3	4,2	2,3	1,1
- EBRD	0	0	0	0	0	16,2	108,4	171,2	241,2
2. Vlade	807,4	811,9	767,9	666,2	783,8	824,3	1216,5	1016,0	1014,0
- Sporazum s vladama država članica Pariškog kluba									
- 1984 - 1988.	787,4	754,2	706,9	666,2	709,5	750,6	186,2	86,5	1,7
- 1995.	0	0	0	0	0	0	827,9	766,0	887,3
- Ostalo	20,0	57,7	61,0	0	74,3	73,7	202,4	163,5	125,0
B) Privatni kreditori	1657,2	1450,6	1387,4	1445,5	1583,2	1793,3	2507,6	4256,1	5906,8
1. Komercijalne banke - Londonski klub	974,0	887,3	937,8	941,1	992,9	999,9	1462,2	1428,4	1404,6
2. Ostale komercijalne banke	507,6	432,0	341,1	381,0	399,9	508,9	736,0	2359,6	3771,3
Osigurano od vladinih agencija	298,9	284,5	270,8	244,9	301,9	297,3	191,8	167,0	199,9
- zaključeno do 2. prosinca 1982.	148,4	123,6	107,1	100,3	105,9	107,0	0	0	0
- zaključeno poslije 2. prosinca 1982.	150,5	160,9	163,7	144,6	196,0	190,3	191,8	167,0	199,9
Neosigurano	208,7	147,5	70,3	136,1	98,0	211,6	544,2	2192,6	3571,4*
3. Dobavljači	175,6	131,3	108,5	123,4	190,4	284,5	309,4	468,1	730,9
Osigurano od vladinih agencija	28,7	23,7	23,5	18,0	29,5	37,5	21,9	17,6	20,3
- zaključeno do 2. prosinca 1982.	8,3	6,7	5,1	5,0	5,5	6,1	0	0	0
- zaključeno poslije 2. prosinca 1982.	20,4	17,0	18,4	13,0	24,0	31,4	21,9	17,6	20,3
Neosigurano	146,9	107,6	85,0	105,4	160,9	247,0	287,5	450,5	710,6
II. Kratkoročni krediti	60,2	55,9	64,4	54,6	50,5	225,1	411,2	538,5	593,4
A) Privatni kreditori	60,2	55,9	64,4	54,6	50,5	225,1	411,2	538,5	593,4
1. Komercijalne banke	8,4	6,9	4,4	10,5	15,7	136,2	278,6	370,1	362,7
2. Dobavljači	51,8	49,0	60,0	44,1	34,8	88,9	132,6	168,4	230,7
UKUPNO (I + II)	2967,4	2741,8	2636,2	2485,9	2821,5	3336,4	4808,4	6661,6	8488,7

Izvor: Baza podataka HNB-a

* Od ovoga iznosa 644,7 milijuna USD iznosi vrijednost obveznica emitiranih na stranim tržištima posredstvom komercijalnih banaka.

ožujku 1995. potpisan je Sporazum o reprogramiranju obveza prema vladama država članica Pariškog kluba. Bilateralnim sporazumima tako je obuhvaćeno ukupno oko 862 milijuna USD⁵, od čega 79,6 milijuna USD čine reprogramirane zatezne kamate, oko 77,0 milijuna USD reprogramirane dospelje nepodmirene redovne kamate te 705,4 milijuna USD reprogramirane dospelje glavnice. Ugovoreni uvjeti reprograma su: rok otplate 14 godina, u polugodišnjim otplatama, dok su kamatne stope ugovarane bilateralno.

Udio javnih zajmova koje su odobrile vlade država članica Pariškog kluba i država izvan toga kluba u ukupnom dugu do 1996. bio je na razini od 28 posto, da bi u 1997. iznosio 16 posto, a u 1998. 13 posto. Dakle, usprkos rastu ukupnog duga tijekom procesa reprogramiranja, izuzetna dinamika rasta privatnog duga smanjila je udio duga prema javnim kreditorima – vladama.

5 Bilateralni sporazum s Italijom još nije potpisan, pa se iznosi s Italijom procjenjuju prema stanju u bazi podataka HNB-a.

U kategoriji privatnih kreditora ističu se prije svih banke u okviru Londonskog kluba. Sporazum o reprogramu s Londonskim klubom potpisan je u lipnju 1996., da bi se u srpnju izvršila zamjena duga za obveznice čiji je emitent bila RH. Tim je obveznicama RH preuzela 29,5 posto obveza nastalih na temelju Novoga financijskog sporazuma iz 1988. (koji je zamijenio sve ranije refinancirane obveze SFRJ prema bankama Londonskog kluba) i 19,7 posto obveza na temelju Trgovinske i depozitne olakšice. Serija A obuhvatila je nedospelje obveze u iznosu od 857,7 milijuna USD s rokom otplate od 14 godina i počekom od 3,5 godine. Serija B obuhvatila je dospelje obveze u iznosu od 604,4 milijuna USD s rokom otplate od 10 godina i bez početka. Ukupni novoformirani dug iznosio je 1.462,3 milijuna USD, što je udio te kategorije duga povećao s početnih 32 posto na 33 posto, da bi se u 1997. i 1998. udio toga duga smanjio na 23 posto, odnosno na 17 posto.

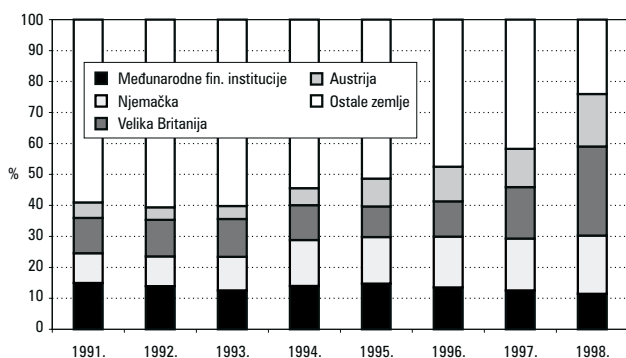
Najveće postotno povećanje udjela pokazuje dug prema ostalim komercijalnim bankama kao kreditorima. Dug prema njima porastao je sa 508,9 milijuna USD na koncu 1995. na 3.771,3 milijuna USD na koncu 1998. Ta-

ko je njihov udio u ukupnom dugu povećan s početnih 16 posto na gotovo 50 posto. Iako to znači da su Hrvatskoj otvorena vrata svjetskih financijskih centara, što je neosporno pozitivno, to istodobno znači da je ukupna struktura duga nepovoljnija jer je gotovo polovica zajmova odobrena pod komercijalnim uvjetima koji vladaju na tržištima kapitala, a ne pod povoljnijim uvjetima koje daju međunarodne financijske institucije.

4. Zemlje kreditori

Ako iz ukupnog duga izdvojimo dio koji se odnosi na međunarodne financijske institucije, u tako izdvojenom dijelu kao kreditori najzastupljenije su: Njemačka, čiji je udio narastao sa 10 posto na 19 posto, Velika Britanija, sa 11 posto na 28 posto, i Austrija, sa 5 posto na 17 posto.

Grafikon 3. Struktura inozemnog duga RH prema zemljama kreditorima



Izvor: Baza podataka HNB-a

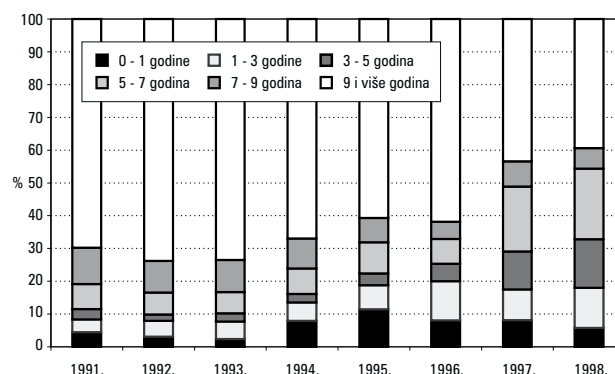
5. Ročna struktura

Ročna struktura duga prije svega ovisi o kreditnom rejtingu zajmotražitelja. Zajmotražitelj prirodno teži ugovoriti što duži rok otplate, a zajmodavatelj pri odobravanju kredita vodi računa o bonitetu dužnika. Položaj RH na svjetskim tržištima konstantno se poboljšavao sve do konca 1998. kada se počinje upozoravati na bankovnu krizu i rastući manjak na tekućem računu platne bilance, što doводи u pitanje dodijeljeni kreditni rejting BBB-.

U ročnoj strukturi duga pravi dugoročni zajmovi s rokovima dospijea od 9 i više godina pokazuju pad udjela s početnih 70 posto na 40 posto, što zapravo znači da se uglavnom radi o zajmovima naslijeđenim iz bivše SFRJ. Značajno je povećan udio zajmova s rokovima dospijea od 3 do 5 godina (s početnih 3 posto na 15 posto) i onih s rokovima dospijea od 5 do 7 godina (s početnih 7,7 posto na 21,5 posto). Krediti s rokom dospijea od 7 do 9 godina imaju blago opadajući trend (sa 11 posto na 6,2 posto). Udio kratkoročnog duga u ukupnom dugu tijekom cijelog je razdoblja na razini od 5 posto do 7 posto. Dakle, ukupno gotovo 55 posto duga dospijeva u roku od 1 do 7 godina.

Ako iz podataka isključimo sporazume s Londonskim i Pariškim klubom, i promatramo samo zajmove zaključene pod komercijalnim uvjetima, slika je još nepovoljnija, naime, u roku od 1 do 7 godina dospijeva 68 posto duga.

Grafikon 4. Struktura inozemnog duga RH prema rokovima dospijea



Izvor: Baza podataka HNB-a

Grafikon 5. Projekcija otplate inozemnog duga RH prema stanju na dan 31. prosinca 1998., u milijunima USD



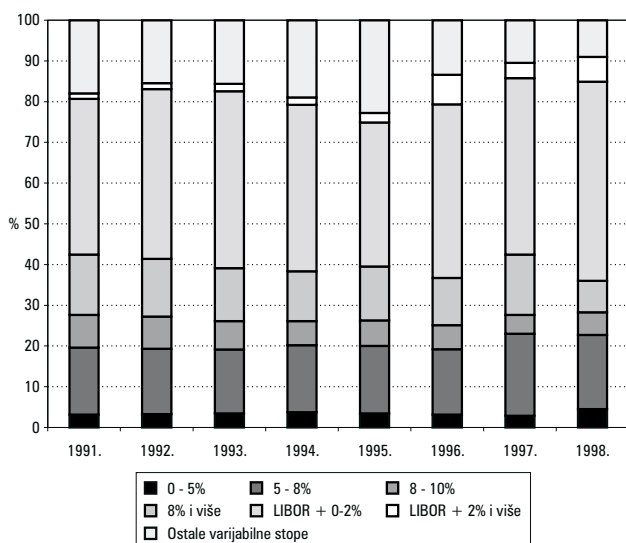
Izvor: Baza podataka HNB-a

Nepovoljnu ročnu strukturu dodatno možemo prezentirati projekcijom otplate obveza s osnove glavnice i kamata, koja pokazuje izrazitu koncentraciju obveza u razdoblju do 2002. godine.

6. Cijena kredita

Kada govorimo o cijeni kredita, govorimo zapravo o kamatnim stopama i drugim troškovima kredita. Budući da na temelju baze podataka HNB-a klasifikaciju kredita prema troškovima nije moguće izvršiti, promotrimo kamatne stope uz koje su zajmovi ugovarani. Trideset posto duga ugovarano je uz fiksne kamatne stope, pri čemu se 20 posto odnosi na raspon stopa od 5 do 8 posto. Udio varijabilnih stopa kreće se od 41 posto 1991. do 57,4 posto 1998. U okviru varijabilnih stopa izrazita je koncentracija na zajmove ugovorene uz LIBOR, na koje koncem 1998. otpada gotovo 55 posto ukupnog duga. Najčešća ugovorena marža iznosi 0 - 2 posto iznad LIBOR-a (49 posto duga). Udio ostalih varijabilnih stopa je mali, manji od 2 posto ukupnog duga. I to je jedan od pokazatelja koji objašnjavaju zašto dug raste takvim intenzitetom. Naime,

Grafikon 6. Struktura inozemnog duga RH prema ugovorenim kamatnim stopama



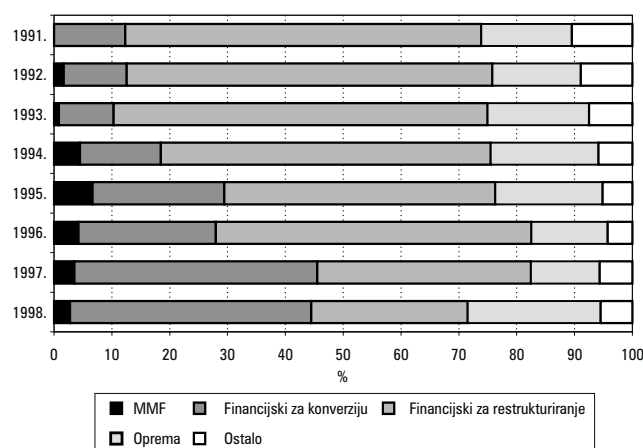
Izvor: Baza podataka HNB-a

ako usporedimo kamatne stope na zajmove u inozemstvu (najčešće iznose manje od 10 posto) s onima na domaćem bankovnom tržištu, postaje jasno da će svaki zajmotražitelj imalo boljeg boniteta nastojati pribaviti sredstva iz inozemnih izvora.

7. Namjena kredita

Prema namjeni za koju su uzeti, statistički razlikujemo financijske kredite za konverziju u kune i trošenje u zemlji, financijske kredite za refinanciranje (u klasifikaciji HNB-a obuhvaćaju samo refinanciranja ugovorena s vladama država članica Pariškog i Londonskog kluba, pa ih ovdje nećemo detaljnije razmatrati), kredite za opremu, repromaterijal, robu široke potrošnje, usluge te ostale nespacificirane vrste. Sasvim su posebno izdvojeni krediti koje je odobrio MMF – kao sui generis vrsta. Općenito se pozitivnim smatra korištenje kreditima za opremu jer ukazuje na to da je zemlja u procesu investiranja. Naravno, pod pretpostavkom da je to investiranje ekonomski opravdano i da slijedi ekonomsku logiku, ono bi nakon određenog razdoblja trebalo stvoriti akumulaciju, tj. sredstva za otplatu uzetoga kredita i nov devizni priljev. Nasuprot tome, korištenje, u velikoj mjeri, inozemnim financijskim kreditima ukazuje na jake strukturne slabosti u privredi zemlje koja ne može financirati obrtna sredstva i investicije, te na slabu međunarodnu likvidnost i nemogućnost otplate postojećih obveza bez uzimanja novih zajmova. Iz podataka je evidentno da je u strukturi duga RH udio financijskih kredita za konverziju iznosio otprilike 15 posto sve do 1995. kada njihov udio počinje rasti, da bi koncem 1998. dosegao gotovo 42 posto. Krediti za opremu tijekom cijeloga promatranog razdoblja su na razini od 12 do 18 posto. Zajmovi na temelju refinanciranja čine u početnim godinama nešto više od 60 posto svih zajmova, da bi se s intenziviranjem zaduživanja, nakon postignutih sporazuma o reprogramiranju s Pariškim i Londonskim klubom, njihov udio smanjio na 27 posto. Dakle, kretanje duga nakon 1995., kada dug zaista počinje rasti, pokazuje

Grafikon 7. Struktura inozemnog duga RH prema namjeni kredita



Izvor: Baza podataka HNB-a

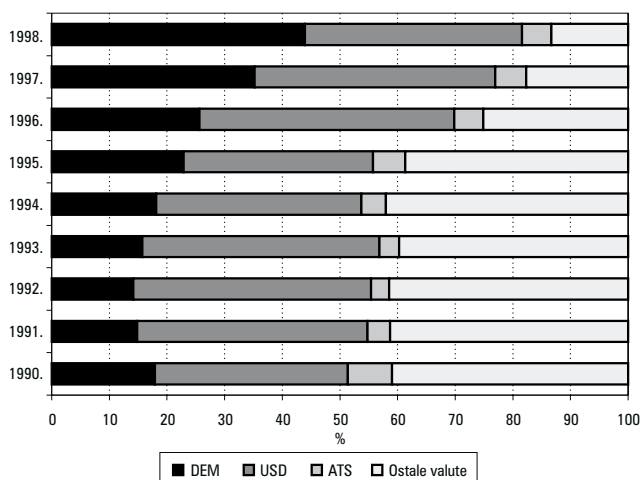
izuzetno povećanje udjela financijskih kredita za konverziju u ukupnom dugu. Ovdje se međutim javlja problem klasifikacije. Na temelju iskustva s registracijom kredita možemo reći da obveznici podnošenja prijave u financijske kredite ubrajaju različite kredite kojima će se koristiti za razne namjene i potrebe svoga poslovanja (od plaćanja najamnina prostora, kupnje poslovnog prostora, do isplata režija i troškova poslovanja, pa i plaća, ali i plaćanja određene opreme za koju im još nije poznat dobavljač i sl.). Tako se može reći da je i dio kredita za opremu ili repromaterijal pogrešno klasificiran kao financijski kredit, što se može lijepo vidjeti i iz strukture uvoza, koja u 1998. pokazuje najveći rast uvoza kapitalnih dobara. Međutim, usprkos tome rast financijskih kredita je izuzetan, posebice kada se uzme u obzir koliki dio tih kredita uzimaju domaće banke za daljnje plasiranje u Hrvatskoj, o čemu je nešto rečeno u analizi inozemnog duga prema sektoru dužnika.

Tijekom 1998. u procesu registracije kreditnih poslova s inozemstvom uočena je i pojava korištenja financijskim kreditima za refinanciranje dospjelih obveza na temelju ranije zaključenih kredita, a koja se ne odnosi na službeno refinanciranje u okviru Pariškog kluba. Tim su se kreditima poduzeća koristila ne zbog ostvarivanja povoljnijih uvjeta kredita, već zbog nemogućnosti otplate dospjelih obveza. I ti su krediti svrstani u financijske kredite, pa ih stoga, nažalost, nije moguće detaljnije kvantificirati.

Udio zajmova za financiranje uvoza repromaterijala smanjio se u promatranom razdoblju sa 10 posto u 1991. na 3 posto u 1998., što ukazuje na zastoj u proizvodnji s obzirom na to što je poznato da je RH sirovinama siromašna zemlja.

8. Valutna struktura inozemnog duga RH

Valutna struktura otplate zajmova posebno je interesantna s obzirom na strukturu zemalja u koje se izvozi – odnosno u kojoj mjeri struktura deviza ostvarenih izvozom odgovara valutnoj strukturi kredita koje treba otplatiti. Valutna struktura duga pokazuje izrazitu koncentraciju na dvije valute – njemačku marku i američki dolar, uz trend rasta udjela kredita u njemačkim markama. Gotovo 80 posto duga na koncu 1998. bilo je u te dvije valute. Osim s

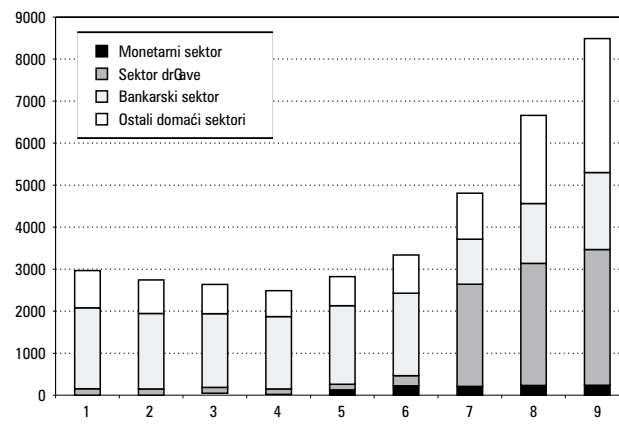
Grafikon 8. Valutna struktura inozemnog duga RH

Izvor: Baza podataka HNB-a

kreditorima iz Njemačke, zajmovi se u njemačkim markama ugovaraju u velikoj mjeri i s kreditorima iz Austrije i Italije. To je moguće vidjeti iz usporedbe strukture duga prema valuti u kojoj se kredit otplaćuje i strukture duga prema zemljama kreditorima. Struktura duga prema valutama otplate osim toga interesantna je i u smislu formiranja politike međunarodnih pričuva zemlje. Naime, strukturu međunarodnih pričuva definira, između ostaloga, i kriterij valute u kojoj se dug otplaćuje. S obzirom na činjenicu formiranja jedinstvenoga europskog tržišta i jedinstvene europske valute eura, možemo reći da će valutnu strukturu duga RH činiti samo dvije valute: euro i američki dolar. Udio preostalih valuta, valuta izvan sustava zajedničke europske monete, bit će – a sada je već mali – još manji. Valutna struktura interesantna je, osim zbog navedenoga, i s aspekta valutnog rizika. Naime, prevelika koncentracija duga i međunarodnih pričuva u jednoj valuti veže sudbinu zemlje uz kretanje tečaja te valute, što ni u kom slučaju ne može biti pozitivno. Uvođenjem eura međutim i taj se rizik smanjuje jer tečaj neće ovisiti o ekonomskoj politici samo jedne zemlje. Vidjeli smo da je i vanjska trgovina Republike Hrvatske, i u uvozu i u izvozu, koncentrirana uglavnom na Njemačku i Italiju kao članice Europske unije, te Sloveniju i Bosnu i Hercegovinu. To praktično znači da će se i devizni prihodi i rashodi svesti na dvije do tri valute, jednako kao i valutna struktura duga. Budući da valutna struktura izvoza odgovara strukturi uvoza i obvezama otplate duga, valutni je rizik smanjen.

9. Struktura inozemnog duga RH prema sektoru dužnika

Struktura duga prema sektoru dužnika polazi od statističke podjele na 4 sektora: monetarni sektor, sektor države, bankarski sektor te ostale sektore. Pod monetarnim sektorom podrazumijeva se Hrvatska narodna banka i krediti uzeti od MMF-a radi održavanja međunarodnih pričuva. Sektor države obuhvaća središnju državu (Sabor, Vladu, ministarstva, Ured Predsjednika, Ustavni sud, Javnog pravobranitelja ...), izvanproračunske fondove

Grafikon 9. Stanje inozemnog duga RH prema sektoru dužnika, u milijunima USD

Izvor: Baza podataka HNB-a

(Hrvatski zavod za mirovinsko osiguranje, Hrvatski zavod za zdravstveno osiguranje, Hrvatski zavod za zapošljavanje, Fond doplatka za djecu, Hrvatska uprava za ceste i Hrvatske vode) te Hrvatsku banku za obnovu i razvitak. Dakle, u definiciju sektora države nisu uključena tijela lokalne uprave. (Prema novoj definiciji i ovaj je segment uključen u sektor države, a podaci objavljeni u Biltenu HNB-a su revidirani.) Bankarski sektor obuhvaća pravne osobe registrirane kao banke prema Zakonu o bankama, a sintagma ostali sektori odnosi se na poduzeća i obrtnike. Iz podataka je evidentno da je do konca 1995. najveći udio duga (66 posto) otpadao na bankarski sektor, da bi se zatim njihov udio smanjio na 21 posto. Od konca 1995., međutim, izuzetnom je dinamikom narastao dug sektora države, na koji otpada gotovo 40 posto ukupnog duga RH. Stope rasta duga sektora države iznosile su 1996. 910,8 posto, 1997. 15,3 posto i, konačno, 1998. u usporedbi sa 1997. stopa rasta iznosila je 11,2 posto. Tako visoka stopa rasta u 1996. rezultat je potpisanog sporazuma s Londonskim klubom i reklasifikacije tih obveza iz bankarskog sektora u sektor države. Ako eliminiramo utjecaj toga ugovora – za koji se država vodi kao dužnik prema inozemstvu, ali ga u zemlji refundira od banaka i poduzeća – dug države je znatno manji i iznosi kako je prikazano u Tablici 2.

Dakle, na koncu 1998., ako isključimo efekte Londonskog kluba, na sektor države otpada 21,5 posto ukupnoga inozemnog duga RH. Dakako, treba voditi računa, a o tome je već bilo riječi, da se neki ugovori koje je potpisala država u svojstvu dužnika prema inozemstvu zapravo ne financiraju iz proračuna. Kvantifikaciju prema kriteriju financiranja iz proračuna na ovaj način, nažalost, na temelju podataka HNB-a slijedom ranije rečenoga nije moguće izvršiti.⁶

6 Dug sektora države međutim nedvojbeno čine i obveznice emitirane na međunarodnim tržištima kapitala. Osim obveznica Londonskog kluba, tu se ubrajaju i eurokunske obveznice u iznosu od 300 milijuna HRK, sindicirani zajam u iznosu od 200 milijuna DEM u aranžmanu s Dresdner bankom, obveznice nominirane u austrijskim šilinzima u iznosu od 700 milijuna ATS u izdanju HBOR-a, eurolarske obveznice u iznosu od 300 milijuna USD, obveznice nominirane u njemačkim markama u iznosu od 300 milijuna, te obveznice "Matador" u iznosu od 15 milijardi ESP (što je ekvivalent, približno, 100 milijuna USD).

Tablica 2. Stanje inozemnog duga RH prema sektoru dužnika, u milijunima USD, po tečaju na dan presjeka

Opis	Stanje duga								
	1990.	1991.	1992.	1993.	1994.	1995.	1996.	1997.	1998.
Monetarni sektor	0	0	44,6	20,6	126,8	222,5	208,3	231,8	235,0
Sektor države	154,0	149,7	142,2	127,4	133,8	240,7	970,8	1478,0	1828,0
Londonski klub	—	—	—	—	—	—	1462,0	1428,4	1404,6
Bankarski sektor	1926,1	1792,9	1753,9	1725,0	1868,3	1962,2	1071,0	1426,0	1830,7
Ostali sektori	887,3	799,1	696,2	613,1	692,6	911,0	1096,0	2098,0	3190,0
Ukupno	2967,4	2741,7	2636,9	2486,0	2821,5	3336,4	4808,0	6662,2	8488,3

Izvor: Baza podatka HNB-a

Udio duga bankarskog sektora u promatranom se razdoblju smanjio s početnih 66 posto na 21 posto, također dobrim dijelom zahvaljujući promjeni obveza toga sektora prema članicama Londonskog kluba. Ovdje je osim toga interesantno upozoriti na još jednu činjenicu, a to je da od 1995. godine sve veći dio duga bankarskog sektora čine financijski krediti za konverziju u kune. Na koncu 1998. udio financijskih kredita za konverziju u kune u ukupnom dugu bankarskog sektora iznosio je gotovo 40 posto. Dakle, banke se zadužuju u inozemstvu, sredstva konvertiraju u kune (sa svim monetarnim efektima) i plasiraju na domaćem tržištu pod uvjetima koji vladaju na domaćem tržištu, a vidjeli smo da su tu više kamatne stope nego na međunarodnom tržištu.

Udio ostalih sektora narastao je s početnih 29 posto na 38 posto. Dakle prisutno je sve veće izravno zaduživanje domaćih poduzeća u inozemstvu bez posredovanja domaćih banaka. Prijašnja praksa bila je zaduživanje preko kreditnih linija koje su domaće banke otvarale u inozemstvu za plaćanja svojih komitenata. Postavlja se pitanje je li to rezultat skupoće poslovanja domaćih banaka, koje svoju uslugu preskupo naplaćuju, ili otvaranja međunarodnih tržišta kapitala, koja su sada dostupna svakom subjektu koji zadovoljava kriterije boniteta dužnika. Oba su razloga, u određenoj mjeri, rezultirala takvim kretanjem. Naime, kada usluga domaćih banaka ne bi bila toliko skupa, poduzećima bi bilo jednostavnije prepustiti ugo-

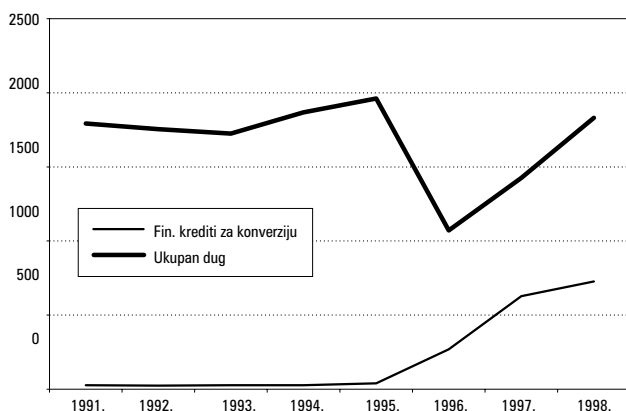
varanje kredita bankama specijaliziranim za taj posao, koje bi onda mogle postići i povoljnije uvjete. To bi trebala biti još jedna od smjernica za vođenje ekonomske politike i politike poslovanja banaka.

10. Pokazatelji zaduženosti⁷

10.1. Pokazatelji stanja

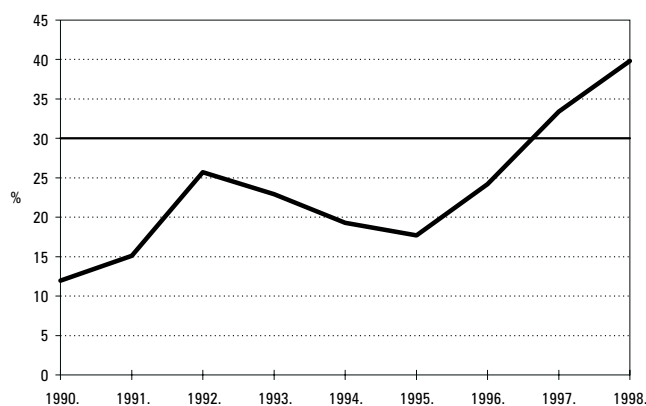
Omjer inozemnog duga i BDP-a

Omjer inozemnog duga i BDP-a jedan je od ključnih pokazatelja na temelju kojih se procjenjuje u kojoj je mjeri zemlja zadužena. Vrijednost ovoga pokazatelja kretala se u razdoblju od 1990. do 1998. od početnih 12 posto do 39,8 posto. U razdoblju od 1992. do 1995., kada je BDP imao rastući trend uz istodobnu stagnaciju duga, taj se omjer smanjivao, da bi zatim kada je dug počeo rasti, i vrijednost toga omjera počela rasti. Budući da se, na temelju svjetskih iskustava, smatra da zaduženost veća od 30 posto BDP-a ukazuje na relativno velik rizik od pojavljivanja teškoća u otplati, evidentno je da se RH prema vrijednosti ovoga pokazatelja približila mogućim problemima pri otplati duga.

Grafikon 10. Financijski krediti za konverziju i ukupni inozemni dug bankarskog sektora RH, u milijunima USD

Izvor: Baza podataka HNB-a

Početkom 1999. emitirane su i obveznice u iznosu od 300 milijuna eura. Dospijea tih obveznica su jednokratna (kad je riječ o potraživanjima od proračuna za isplatu glavnice), dok se kuponi isplaćuju polugodišnje.

Grafikon 11. Omjer inozemnog duga i BDP-a RH

Izvor: Baza podataka HNB-a i DZS-a

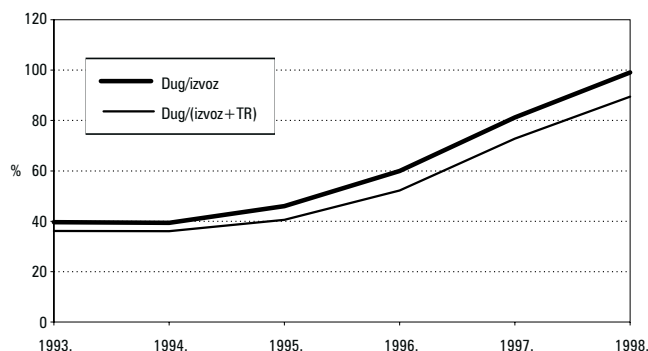
7 Pri tumačenju dobivenih vrijednosti pokazatelja zaduženosti kao referentne vrijednosti navode se vrijednosti pokazatelja iz godišnje publikacije Svjetske banke "Global Development Finance", Vol. 1 i 2 iz 1997.

Ako osim nominalnih iznosa inozemnog duga i BDP-a usporedimo i njihove stope rasta, evidentno je da je od 1994. stopa rasta duga znatno povećana, što je još jedan signal upozorenja za politiku zaduživanja u inozemstvu. Teorija je međutim utvrdila da čak niti rast vrijednosti ovoga omjera ne mora dovesti do dužničke krize sve dok je stopa rasta BDP-a veća od prosječne kamatne stope na dug. Budući da je za RH prosječna kamatna stopa na dug viša od 6 posto, i o toj bi činjenici trebalo voditi računa.

Omjer inozemnog duga i izvoza roba i usluga⁸

Omjer inozemnog duga prema izvozu povećan je tijekom promatranog razdoblja od 40 posto u 1993. do 81,2 posto u 1997. i 99,1 posto u 1998. godini. Dakle, ukupni inozemni dug opterećivao je 1998. 99,1 posto prihoda od izvoza, koji su glavni izvor sredstava za otplatu duga. Dinamika rasta duga i dinamika rasta izvoza dodatno potvrđuju dobiveni omjer duga i izvoza. Stopa rasta duga (27,4 posto) veća je od stope rasta izvoza (4,5 posto) u 1998. čak za 22,9 posto. Budući da je Hrvatska zemlja koja ima značajan udio transfera u platnoj bilanci, možemo promotriti i omjer duga i izvoza uvećanog za transfere. No, i tako izračunat pokazatelj dodatno potvrđuje tendenciju rasta opterećenja prihoda iz inozemstva dugom, iako nešto sporijom dinamikom. Usprkos rastućem trendu ovoga omjera Hrvatska se još nije niti približila kritičnoj razini, kojom se, prema kriterijima Svjetske banke, smatra vrijednost ovoga pokazatelja od 200 posto.

Grafikon 12. Omjer inozemnog duga i izvoza te inozemnog duga i izvoza uvećanog za transfere



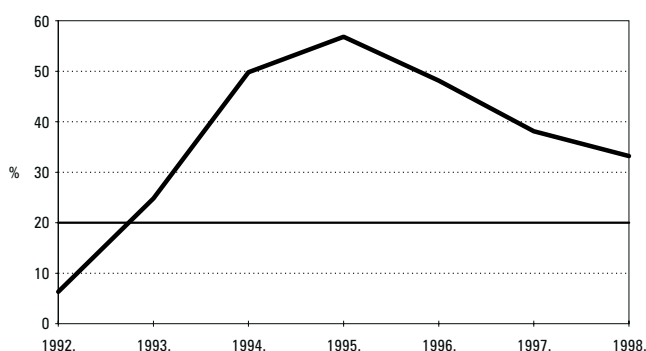
Izvor: Baza podataka HNB-a i Bilten HNB-a

Omjer međunarodnih pričuva i inozemnog duga

Omjer međunarodnih pričuva i inozemnog duga porastao je u promatranom razdoblju od 6,3 posto u 1991. do 33,2 posto na koncu 1998. Dakle, pokrivenost duga međunarodnim pričuvama (središnje banke) poboljšavala se konstantno do konca 1995., od kada započinje blagi pad. Budući da je RH nakon osamostaljenja ostala potpuno bez međunarodnih pričuva, koje su do tada bile u NBJ, evidentno je zašto je taj omjer u 1991. tako mali. No, dinamika rasta međunarodnih pričuva bila je do konca 1996. izuzetna, tako da su one premašivale stope rasta duga sve do konca 1995. Tada je razina međunarodnih pričuva već do-

⁸ Pri izračunu pokazatelja, pod pojmom "izvoz" podrazumijeva se izvoz robe i usluga, a ako se uključuju i transfere, to je pri izračunu posebno naznačeno, jednako tako pod pojmom "uvoz" podrazumijeva se uvoz robe i usluga, a uključivanje transfera posebno je navedeno.

Grafikon 13. Omjer međunarodnih pričuva i inozemnog duga RH



Izvor: Baza podataka HNB-a i Bilten HNB-a

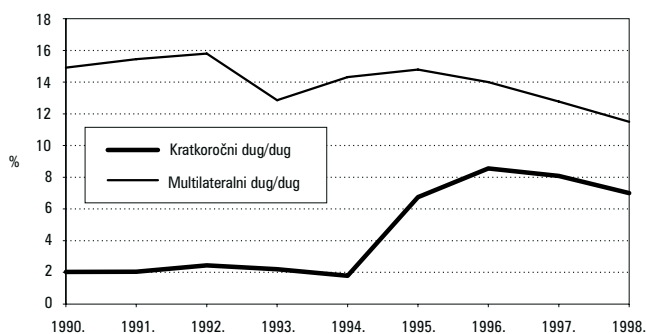
segнула, pa i premašila, razinu koja se smatra zadovoljavajućom, a to je vrijednost tromjesečnog uvoza, stoga je dinamika rasta pričuva sada manja, a dinamika rasta duga i dalje je ostala vrlo velika zbog čega je kvaliteta zaduženosti, prema ovom pokazatelju, pogoršana. Ipak, budući da se kritičnom razinom smatraju vrijednosti ovoga pokazatelja manje od 200 posto, evidentno je da je samo u 1992. vrijednost ovoga pokazatelja za RH bila u kritičnom području.

Omjer kratkoročnoga i multilateralnoga inozemnog duga prema ukupnom inozemnom dugu

I pokazatelj omjera kratkoročnog duga prema ukupnom inozemnom dugu RH pokazuje pogoršanje u promatranom razdoblju, kao i svi do sada navedeni pokazatelji stanja inozemnog duga. Udio kratkoročnoga u ukupnom inozemnom dugu povećan je sa 2 posto u 1990. na 7 posto u 1998. Iako je i kratkoročni dug, kao i ukupni dug, naglo porastao u 1995., njegova dinamika rasta slijedila je uglavnom dinamiku rasta srednjoročnoga i dugoročnog duga, tako da se udio kratkoročnog duga u ukupnom dugu nije u 1996. i 1997. značajnije mijenjao. Godine 1998. došlo je do smanjenja udjela kratkoročnog duga u dugu na 7 posto. Ipak, održavanje udjela kratkoročnog duga na razini do 10 posto u ukupnom dugu nije pokazatelj koji bi kreditorima ukazivao na nadolazeće probleme servisiranja inozemnog duga.

Omjer udjela multilateralnog duga u ukupnom inozemnom dugu pokazuje određenu tendenciju blagog pada

Grafikon 14. Omjer kratkoročnoga i multilateralnoga inozemnog duga i ukupnoga inozemnog duga RH



Izvor: Baza podataka HNB-a

sa 14,9 posto na 11,5 posto. To zapravo znači da je dinamika rasta multilateralnih kredita više-manje pratila dinamiku rasta ukupnog duga, što je pozitivno s obzirom na činjenicu da su krediti koje su odobrili multilateralni kreditori (međunarodne financijske institucije) povoljniji nego oni dobiveni na svjetskim financijskim tržištima, i s obzirom na duže rokove otplate, i s obzirom na niže kamatne stope. Osim što su povoljniji, ti se krediti u pravilu odobravaju za određene razvojne projekte pa se uglavnom koriste za investicije u zemlji, a istodobno su i signal ostalim komercijalnim kreditorima da je riječ o financijski stabilnom tržištu.

10.2. Pokazatelji toka

Omjer otplate inozemnog duga i izvoza robe i usluga

Ovaj omjer (Debt Service Ratio – DSR) jedan je od najvažnijih pokazatelja toka zaduženosti. U promatranom razdoblju povećao se sa 6,5 posto na 19,4 posto. Dakle, na koncu 1998. RH je za ukupnu otplatu inozemnog duga odvajala 19,4 posto tekućih prihoda od izvoza. Prema tome pokazatelju RH je još u povoljnoj situaciji s obzirom da se prihvatljivom smatra gornja granica vrijednost ovoga pokazatelja od 20 do 30 posto prihoda od izvoza ili 10 posto tekućih deviznih prihoda (izvoz uvećan za transfere). Izračunali smo i omjer otplate inozemnog duga prema tekućim deviznim приходima s obzirom na to što se Hrvatska ubraja u zemlje koje imaju značajne transferne prihode. Taj je omjer na koncu 1998. iznosio 17,5 posto. Iako nešto iznad razine koja se smatra kritičnom, još se može smatrati prihvatljivim. Ipak, konstantno rastući trend vrijednosti oba navedena pokazatelja upozorava na moguće nadolazeće probleme u servisiranju duga.

Ovaj se pokazatelj izračunava na temelju stvarno izvršenih otplate, a ne na temelju ugovorenih dospijuća otplate, jer su moguća kašnjenja s otplatama. O tome treba voditi računa kako se samo na temelju vrijednosti toga pokazatelja ne bi donijeli pogrešni zaključci. RH je u godinama do potpisivanja sporazuma o reprogramu s Pariškim i Londonskim klubom gomilala kašnjenja otplate dospjelih glavnica i kamata, a omjer otplate inozemnog duga i izvoza robe i usluga, iako po vrijednosti mali (6,5 posto, 4,2 posto i 6,2 posto) i daleko od kritične razine, odavao je lažnu sliku. Od reguliranja obveza s Pariškim i Londonskim klubom kašnjenja s otplatama praktički i nema (od-

nosno, ono što se evidentira kao neevidentirane otplate de facto je neažurnost baze podataka HNB-a s obzirom na njezina prije navedena ograničenja). Zanimljivo je vidjeti koliki bi taj omjer bio ako bismo otplate uvećali za iznose neevidentiranih otplate u 1997. i 1998. U tom bi slučaju omjer otplate i izvoza u 1997. iznosio 27,7 posto, a omjer otplate i tekućih deviznih prihoda 24,8 posto. Ako otplate iz 1998. uvećamo za iznose neevidentiranih otplate, vrijednosti spomenutih pokazatelja iznosila bi 25,3 posto, odnosno 22,8 posto. Dakle, tako izračunata vrijednost pokazatelja mnogo je nepovoljnija i, s obzirom na to što prelazi kritičnu razinu, već sada ukazuje na moguće probleme s insolventnošću.

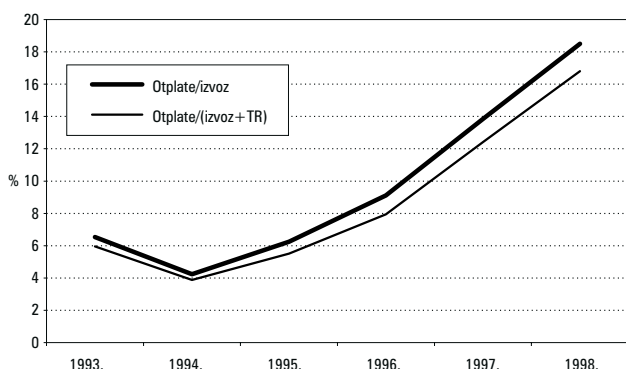
Omjer godišnje otplate kamata i izvoza, odnosno izvoza uvećanog za transfere

Na temelju izračunatih vrijednosti evidentno je da su oba navedena omjera, osim u 1994., imala tendenciju rasta. Tako je RH za otplatu kamata u promatranom razdoblju izdvajala od 1,5 posto do 4,7 posto tekućih prihoda od izvoza robe i usluga, odnosno od 1,4 posto do 4,3 posto prihoda od izvoza uvećanih za transfere. Iako je omjer nešto povoljniji ako se prihodi od izvoza uvećaju za transfere, ipak ima isti trend. Jednako kao i pri izračunavanju prethodnog pokazatelja zaduženosti uvećat ćemo otplate kamata za iznose kamata koje se u statistici HNB-a vode kao neevidentirane otplate (metodološki razlozi) i izračunati vrijednost pokazatelja s dobivenim iznosima. U tom bi slučaju omjer otplate kamata i izvoza bio kako slijedi: 1996. 2,39 posto, 1997. 3,91 posto, i 1998. 5,6 posto, dok bi omjer otplate kamata prema izvozu uvećanom za transfere bio 1996. 4,24 posto, 1997. 3,5 posto i 1998. 5,1 posto. Dakle, u tom je slučaju vrijednost oba pokazatelja nešto veća, pa bi i o tome trebalo voditi računa. Ipak, kritičnom razinom smatra se vrijednost omjera otplate kamata i izvoza od 20 posto, što upućuje na zaključak da omjer otplate kamata ne ugrožava tekuću međunarodnu likvidnost Hrvatske.

Omjer otplate glavnica i korištenih zajmova

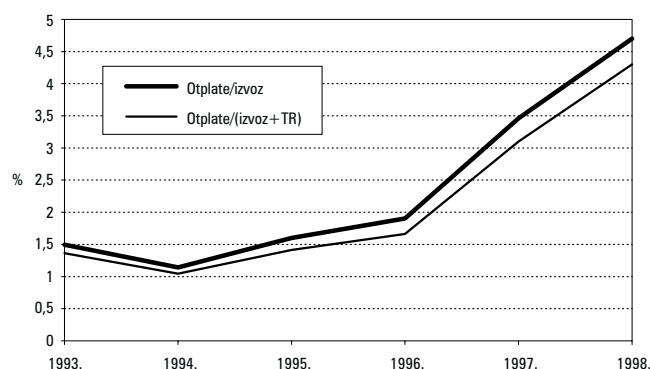
Tijekom razdoblja od 1991. do konca 1993. ovaj pokazatelj ima vrijednosti veće od 100, što znači da su otplate veće od korištenih zajmova, ili, drugim riječima, nema obnavljanja duga. Od 1993. nadalje vrijednost pokazatelja je manja od 100, što znači da su otplate manje od novih korištenja, odnosno dug raste i obnavlja se (engl. revolve).

Grafikon 15. Omjer otplate inozemnog duga i izvoza robe i usluga iz RH



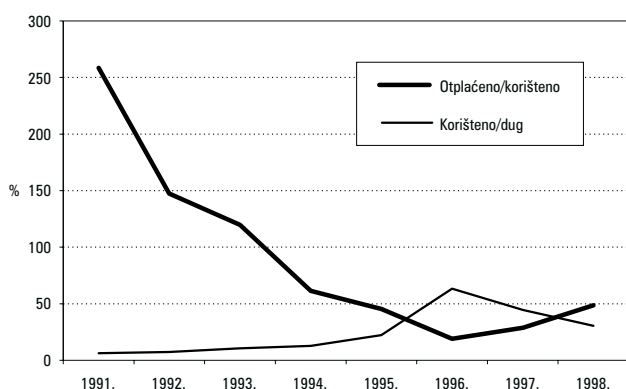
Izvor: Baza podataka HNB-a i Bilten HNB-a

Grafikon 16. Otplate kamata po inozemnom dugu i izvoz robe i usluga iz RH



Izvor: Baza podataka HNB-a i Bilten HNB-a

Grafikon 17. Omjer otplaćenih i korištenih inozemnih kredita te korištenih kredita i inozemnog duga RH



Izvor: Baza podataka HNB-a

Ovisno o veličini korištenja, u pojedinim je godinama mjera obnavljanja (engl. revolving ratio) različita i kreće se od 61,3 do 48,6 posto. To zapravo znači da se novim korištenjima obnavlja sve veći postotak otplata u godinama u kojima je dug imao veliku dinamiku rasta.

Omjer otplata i korištenja po godinama može nam pokazati u kojem će se smjeru razvijati zaduženost i opterećenje zaduženosti RH, posebno imajući na umu već rečeno o ročnoj strukturi duga.

Ovaj omjer pokazuje da su otplate u razdoblju od 1991. do 1993. bile 258,4 posto, 147,5 posto, odnosno 119,7 posto veće nego korištenja. Međutim, treba voditi računa o tome da je to ratno razdoblje u kojem, usprkos činjenici da otplate duga prema Pariškom i Londonskom klubu nije bilo, nije bilo niti većih novih korištenja kredita. Zbog toga takvi iznosi i nisu relevantni za analizu. Vrijednost ovoga omjera za 1994. godinu i dalje pak pokazuje, zbog značajnog rasta korištenja kredita, da otplate čine samo 61,3 posto (u 1994.), 46,5 posto (u 1995.), 26,2 posto (u 1996.), 28,7 posto (u 1997.), odnosno 48,6 posto (u 1998.) od novih korištenja. S obzirom da smo analizom ročne strukture ustanovili da veći dio duga dospijeva na naplatu u razdoblju do 7 godina, to znači da porast toga omjera ukazuje na rast opterećenja srednjoročnim dugom. S obzirom da to znači relativno brzo dospijeće, nužno je voditi računa o tome da RH investiranjem osigura dovoljno sredstava za otplatu.

Omjer međunarodnih pričuva i servisiranja duga

Ovaj pokazatelj mjera je vanjske likvidnosti zemlje, tj. pokazuje koliko bi se mjeseci korištenjem međunarodnih pričuva središnje banke mogao servisirati dug. Pri razini pričuva iz prosinca 1998. od 2.815,6 milijuna USD i projekciji otplata duga iz prosinca 1998. vrijednosti ovoga pokazatelja po godinama bile bi kako slijedi:

Tablica 3. Omjer međunarodnih pričuva i obveza servisiranja inozemnog duga RH, u milijunima USD

Međunarodne pričuve HNB-a 12/98.		2815,6									
Godina	1999.	2000.	2001.	2002.	2003.	2004.	2005.	2006.	2007.	2008.	Ostale g.
Obveza servisiranja	1.716,9	1.851,6	1.361,7	1.408,0	828,6	749,1	484,9	457,6	367,3	318,7	540,4
Pričuve/TDS/12	19,7	18,2	24,8	24,0	40,8	45,1	69,7	73,8	92,0	106,0	62,5

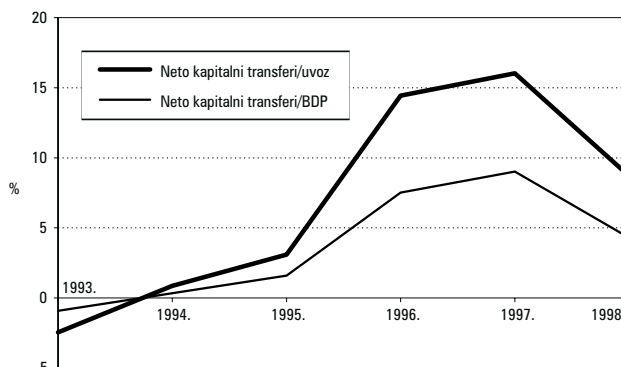
Izvor: Bilten HNB-a i baza podataka o kreditnim poslovima HNB-a

Dakle do 2002. iznos pričuva bio bi dostatan za 19,7 do 24 mjeseca servisiranja duga. Nakon 2002. razina međunarodnih pričuva bila bi dostatna za financiranje 40 i više mjeseci otplata duga. I taj pokazatelj upozorava na činjenicu da je veći dio duga srednjoročan i ima dospijeće do 2002. godine, iako sam po sebi ne ukazuje na probleme servisiranja duga jer je razina međunarodnih pričuva zadovoljavajuća.

Omjer neto kapitalnih transfera⁹ i uvoza robe i usluga

Ovaj omjer pokazuje kolika je raspoloživost posuđenih sredstava iz inozemstva za financiranje uvoza, nakon što se podmire otplate glavnice i kamata. Sve do 1993. neto kapitalni transferi bili su negativni, što znači da su nova korištenja bila manja od otplata, pa stoga nisu mogla uopće financirati uvoz. U svim su ostalim godinama neto kapitalni transferi bili pozitivni, pa je omjer neto kapitalnih transfera prema uvozu rastao od 0,9 posto u 1994. do 16 posto na koncu 1997., da bi se u 1998. smanjio na 8,7 posto zahvaljujući velikom iznosu otplata u toj godini. Dakle, pozajmljenim sredstvima RH je mogla financirati od 1 posto do maksimalno 16 posto vrijednosti svoga uvoza.

Grafikon 18. Omjer neto kapitalnih transfera i uvoza u RH te neto kapitalnih transfera i BDP-a RH



Izvor: Bilten HNB-a i baza podataka HNB-a

Omjer neto kapitalnih transfera i bruto domaćeg proizvoda

Do 1993. neto kapitalni transferi iz inozemstva bili su po vrijednosti negativni, tj. korištenja nisu bila dostatna niti za tekuće otplate glavnice i kamata. Nakon 1993. neto kapitalni transferi su po vrijednosti pozitivni, a u usporedbi s vrijednošću bruto domaćeg proizvoda RH pokazuje da je 1994. inozemna akumulacija u domaćem privred-

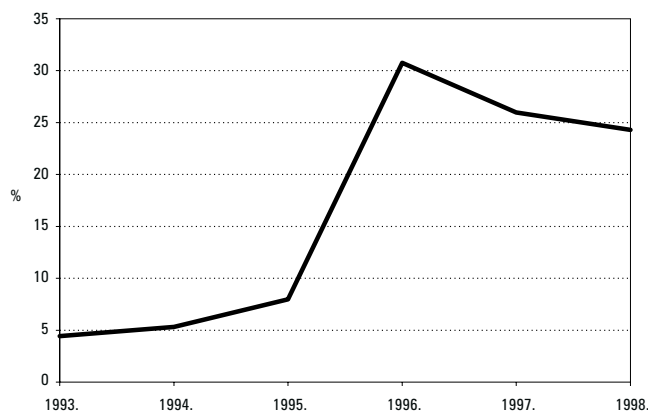
9 Neto kapitalni transferi izračunati su tako da se od iznosa korištenja u tekućoj godini odbiju iznosi otplate glavnice i kamata u tekućoj godini.

nom razvoju sudjelovala sa 0,4 posto, 1997. maksimalnih 9,2 posto, da bi 1998. došlo do smanjenja toga udjela na 4,3 posto. Odnosno, s obzirom na stopu rasta bruto domaćeg proizvoda u 1994. od 5,9 posto udio neto kapitalnih transfera iznosio je 0,4 posto, a u stopi rasta BDP-a u 1998. od 2,7 posto udio neto kapitalnih transfera iznosio je 4,3 posto. Dakle udio inozemne akumulacije u financiranju privrednog rasta RH se smanjuje.

Omjer korištenih kredita i uvoza

Vrijednost ovoga pokazatelja u razdoblju od 1993. do konca 1997. rasla je od 4,4 posto do 26,0 posto, da bi u 1998. došlo do pada na 24,3 posto. Dakle, 4,0 posto vrijednosti uvoza Hrvatske financirano je 1993. korištenjem novih zajmova, dok je 1997. čak 26 posto, dakle više od četvrtine vrijednosti uvoza financirano korištenjem novih zajmova. Pokazatelj za 1998. od 24,3 posto ukazuje na blago smanjenje ovisnosti financiranja uvoza o korištenju novih zajmova, što, s obzirom na daljnji rast uvoza, upućuje da se on financira iz domaćih izvora. Ipak, taj pokazatelj upozorava na izuzetno veliku ovisnost financiranja hrvatskog uvoza o korištenju inozemnih zajmova, iako kritična vrijednost ovoga pokazatelja iznosi od 16 do 28 posto.

Grafikon 19. Omjer korištenih inozemnih kredita i uvoza u RH



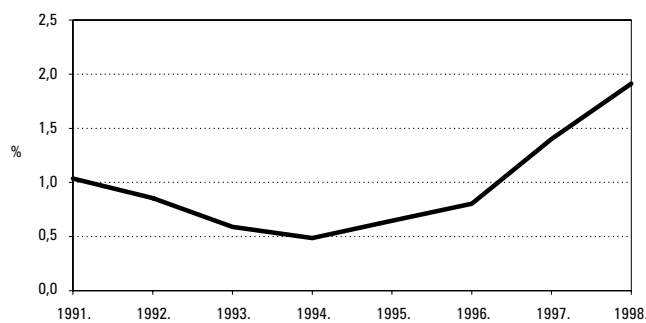
Izvor: Bilten HNB-a i baza podataka HNB-a

Omjer otplaćenih kamata i bruto domaćeg proizvoda

Ovaj se omjer kretao u rasponu od 0,5 posto do 1,9 posto. To znači da je Hrvatska za otplatu kamata u pojedinim godinama morala izdvajati od 0,6 posto do 1,9 posto tekuće ekonomske aktivnosti. Sve do reguliranja obveza prema Pariškom i Londonskom klubu vrijednost ovoga pokazatelja kretala se na niskim razinama do 0,6 posto jer otplata kamata po tim obvezama nije bilo. Nakon toga, međutim, vrijednost pokazatelja raste i sve se veći dio tekuće akumulacije odvaja za otplate kamata. Kritičnom razinom vrijednosti ovoga pokazatelja prema kriterijima Svjetske banke smatra se 3 posto. Dakle, i prema vrijednostima ovoga pokazatelja može se reći da Hrvatska nema ugroženu međunarodnu likvidnost.

Promotrimo sada kakva je vrijednost izračunatih pokazatelja za Republiku Hrvatsku u odnosu prema nekim drugim zemljama.

Grafikon 20. Omjer otplaćenih kamata po inozemnom dugu i BDP-a RH



Izvor: Baza podataka HNB-a i DZS

11. Međunarodne usporedbe

Usporedba osnovnih i u ekonomskoj analizi uobičajenih pokazatelja zaduženosti izračunatih za Republiku Hrvatsku s istovrsnim pokazateljima za neki uzorak zemalja, najjednostavniji je način dolaska do zaključka o zaduženosti RH. Stoga ćemo dobivene pokazatelje usporediti s četiri grupe zemalja:

Malta i Turska, zemlje s prosječnom realnom stopom rasta od 3,5 do 6 posto u razdoblju od 1993. do 1996. Dakle, privrede sa stopom rasta koja se očekuje u Hrvatskoj u idućim razdobljima.

Slovenija i Makedonija – države sljednice nastale raspadom bivše SFRJ (Bosna i Hercegovina, kao i Jugoslavija, iako članice Svjetske banke, nisu dostavile podatke o dugu pa nije moguće izvršiti potpunu usporedbu).

Slovačka, Češka i Mađarska – neke od uspješnijih tranzicijskih zemalja.

Rumunjska, Bugarska, Poljska, Rusija, Litva i Estonija – također tranzicijske zemlje, ali manje uspješne.

Usporedbu ćemo izvršiti na temelju podataka za 1996. kao referentnu godinu jer tim podatkom raspoložemo za većinu zemalja, odnosno to je posljednji dostupan podatak.

Prema klasifikaciji Svjetske banke (u njezinoj publikaciji Global Development Finance 1998) Hrvatska se prema geografskoj pripadnosti ubraja u zemlje Europe i Središnje Azije, prema dohotku koji ostvaruje svrstava se u skupinu zemalja sa srednjim dohotkom¹⁰ i, konačno, prema zaduženosti u usporedbi s dohotkom Hrvatska je svrstana u grupaciju manje zaduženih zemalja s višim srednjim dohotkom, tj. među ostale zemlje u razvoju¹¹. Pokušat ćemo stoga usporedbu napraviti i prema ključnim pokazateljima za grupacije u koje se Hrvatska prema klasifikaciji Svjetske banke ubraja.

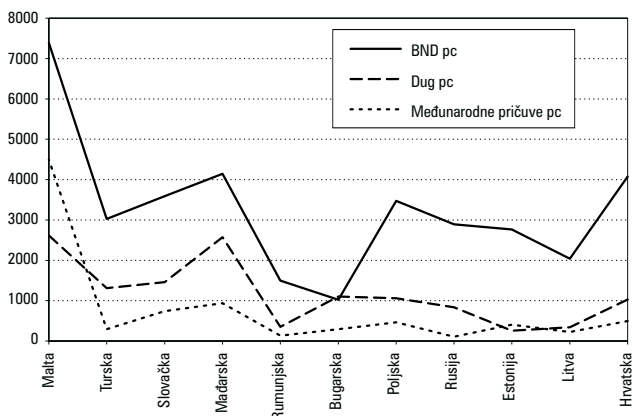
U promatranj skupini zemalja najveći bruto nacionalni dohodak (BND) po stanovniku (9.263,9 USD) ima

10 Zemlje sa srednjim dohotkom su one koje ostvaruju bruto nacionalni dohodak između 766 USD i 3.035 USD po stanovniku.

11 Klasifikacija zemalja prema dohotku po stanovniku podrazumijeva da zemlja ostvaruje:

- niski dohodak po stanovniku - manji od 765 USD
- niži srednji dohodak po stanovniku između 766 i 3.035 USD
- viši srednji dohodak po stanovniku između 3.036 i 9.385 USD
- visoki dohodak po stanovniku - veći od 9.386 USD.

Grafikon 21. Bruto nacionalni dohodak, inozemni dug i međunarodne pričuve po stanovniku za selekciju zemalja, u USD



Izvor: Globale Development Finance, WB 1997

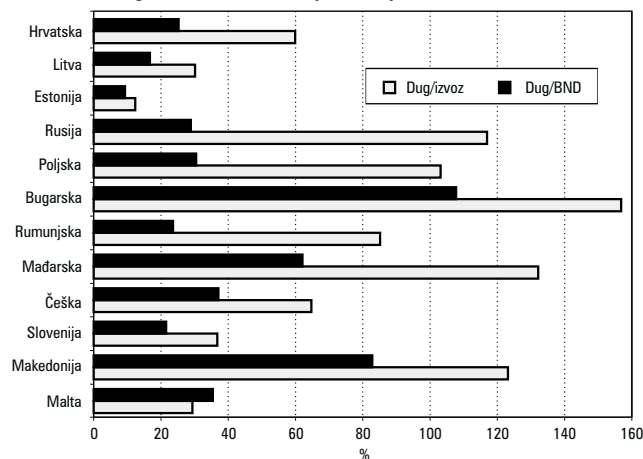
Slovenija, dok najmanji imaju Makedonija (984,8 USD) i Bugarska (1.023,4 USD). Hrvatska s bruto nacionalnim dohotkom po stanovniku od 4.077,1 USD premašuje prosjek promatrane skupine zemalja (3.673,5 USD).

Ako promatramo omjer ukupnog duga po stanovniku po pojedinim zemljama, evidentno je da je po stanovniku najveće opterećenje dugom u Mađarskoj (2.572,6 USD), a najmanje opterećenje imaju Estonija (257,5 USD), Litva (341,6 USD) i Rumunjska (353,8 USD). U Hrvatskoj je opterećenje dugom po stanovniku 1996. iznosilo 1.029,9 USD (1998. opterećenje je iznosilo 1.818,1 USD), što je više od prosjeka promatrane skupine zemalja (1.264,5 USD). Međutim, ako se uzme u obzir da su neke zemlje kao Litva i Estonija, kao bivše republike Sovjetskog Saveza, u proces tranzicije krenule potpuno neopterećene dugom jer su sve kreditne obveze ostale na Rusiji kao sljednici bivše države, kao i da je Rumunjska u tranziciju krenula neopterećena dugom, taj omjer gubi na značenju.

Promotrimo sada vrijednosti pojedinih pokazatelja zaduženosti.

Podimo od omjera ukupnog duga prema izvozu. Ovaj je omjer izračunat na bazi izvoza uvećanog za transfere radnika iz inozemstva, iako ta stavka nema jednaku težinu u svim zemljama. Općenito se na temelju iskustva

Grafikon 22. Omjer inozemnog duga i izvoza te inozemnog duga i bruto nacionalnog dohotka za selekciju zemalja



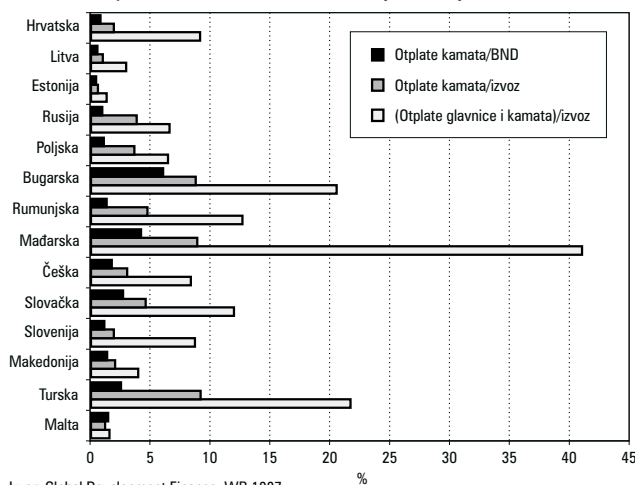
Izvor: Global Development Finance, WB 1997

Svjetske banke smatra da je razina duga održiva ako ovaj omjer ne prelazi razinu od 200 do 250 posto. Na temelju podataka evidentno je da niti u jednoj zemlji razina ovoga pokazatelja ne dosiže kritičnu vrijednost, pa tako ni u Hrvatskoj. Najveću vrijednost ovoga omjera imaju Turska (158,1 posto) i Bugarska (156,8 posto). Najmanju vrijednost ovoga pokazatelja imaju Malta (29,4 posto) i Estonija (12,3 posto). Prosječna vrijednost ovoga pokazatelja je 110 posto. Dakle, Hrvatska s omjerom od 59,9 posto ima ispodprosječnu vrijednost ovoga pokazatelja i daleko je od kritične razine vrijednosti koja bi dovela u pitanje njezinu međunarodnu likvidnost.

Omjer duga i bruto nacionalnog dohotka

Vrijednosti ovoga pokazatelja za promatrani uzorak zemalja kreću se od 9,3 posto u Estoniji do 107,8 posto u Bugarskoj. Za skupinu zemalja Europe i Središnje Azije prosječna vrijednost ovoga pokazatelja je 32,2 posto, za zemlje sa srednjim dohotkom 36,8 posto, dok je za skupinu ostalih zemalja u razvoju prosječna vrijednost ovoga pokazatelja 34,9 posto. Dakle, i prema vrijednosti ovoga pokazatelja Hrvatska sa svojih 25,3 posto je u skupini zemalja koje nisu prešle kritičnu razinu duga od 30 posto.

Grafikon 23. Ukupne otplate inozemnog duga i izvoz, otplate kamata i izvoz, te otplate kamata i BND za selekciju zemalja



Izvor: Global Development Finance, WB 1997

Omjer otplate i izvoza

Kritičnom razinom za ovaj omjer smatra se vrijednost od 20 do 25 posto. Dakle, ako se četvrtina (maksimalno) prihoda ostvarenih izvozom mora izdvojiti za otplatu kredita uzetih u inozemstvu, smatra se da je međunarodna likvidnost zemlje ugrožena i da su dovedene u pitanje daljnje otplate duga. Vrijednost ovoga pokazatelja kreće se od 1,3 posto u Estoniji do 41,0 posto u Mađarskoj. Za Hrvatsku dobiveni omjer iznosi 9,1 posto i daleko je ispod kritične razine.

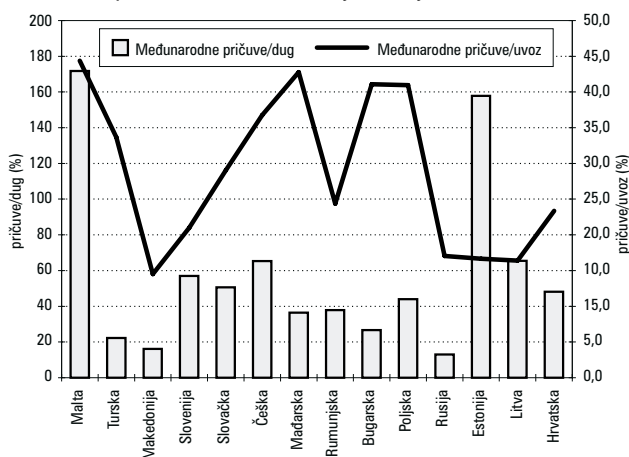
Omjer otplate kamata i izvoza

Vrijednosti ovoga pokazatelja kreću se od 0,6 posto u Estoniji do 9,2 posto u Turskoj. Za Hrvatsku ovaj pokazatelj iznosi 1,9 posto, što znači da se 1,9 posto prihoda ostvarenih izvozom mora izdvojiti za plaćanje kamata dospjelih obveza, odnosno da je ovaj pokazatelj ispod razine prosječnih vrijednosti grupacija u koje je Hrvatska svrstana.

Omjer kamate i bruto nacionalnog dohotka

I ovaj pokazatelj ima najnižu vrijednost u Estoniji 0,4 posto, a najvišu u Bugarskoj 6,0 posto. Dakle, Bugarska 6 posto novostvorene vrijednosti mora izdvojiti za otplate kamata po inozemnom dugu. Hrvatska mora izdvojiti 0,8 posto svoje novostvorene vrijednosti za otplate kamata na osnovi duga. Prosječna vrijednost ovoga pokazatelja za skupinu zemalja Europe i Središnje Azije iznosi 1,4 posto, za zemlje sa srednjim dohotkom 2,0 posto, a za grupaciju ostalih zemalja u razvoju 1,7 posto. Hrvatska je dakle i po vrijednosti ovoga pokazatelja ispod prosjeka grupacija u koje je svrstana.

Grafikon 24. Omjer međunarodnih pričuva i inozemnog duga te međunarodnih pričuva i uvoza za selekciju zemalja



Izvor: Globale Development Finance, WB 1997.

Omjer međunarodnih pričuva i duga

Ovaj je omjer najveći na Malti, 171,8 posto, a najmanji u Rusiji, 13 posto. On upozorava na nisku razinu međunarodnih pričuva u Rusiji i nisku razinu zaduženosti Malte. Za Hrvatsku ovaj je omjer 48,1 posto, što znači da je dug gotovo dvostruko veći od međunarodnih pričuva.

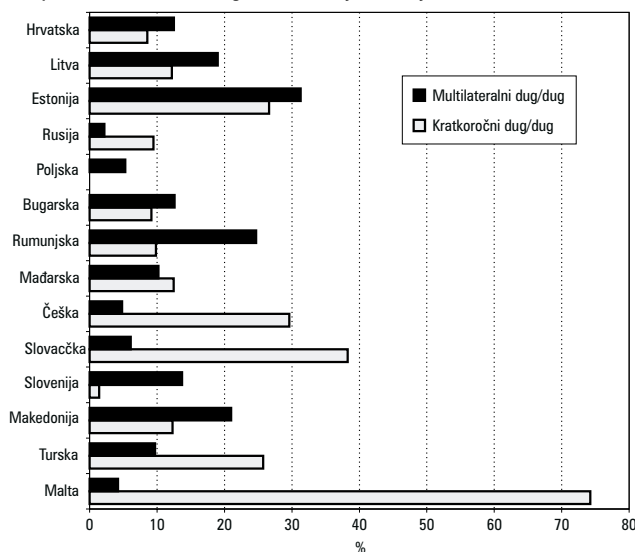
Omjer kratkoročnog duga i ukupnog duga

Najpovoljniju strukturu duga prema rokovima dospelja ima Poljska, kojoj na kratkoročni dug otpada samo 0,2 posto ukupnog duga. Na tako povoljnu strukturu duga upozorava još jedan pokazatelj, naime, Poljska ima izuzetno veliki udio koncesijskih zajmova (zajmova pod najpovoljnijim uvjetima) – 24,7 posto u ukupnom dugu. Dakle, nešto više od četvrtine zajmova odobreno je Poljskoj pod najpovoljnijim uvjetima. Najnepovoljniji omjer ima Malta, u kojoj 74 posto duga čini kratkoročni dug. U Hrvatskoj kratkoročni dug čini 8,6 posto ukupnog duga, što je također niže od prosjeka skupine zemalja Europe i Središnje Azije (13,2 posto), kao i skupine zemalja sa srednjim dohotkom (19,2 posto) i skupne ostalih zemalja u razvoju (17,6 posto).

Omjer multilateralnog i ukupnog inozemnog duga

Najveći udio multilateralnih zajmova (uglavnom zajmova međunarodnih financijskih institucija) ima Estonija, 31,3 posto, a najmanji Rusija, 2,2 posto. Iako ovaj omjer ukazuje na povjerenje međunarodnih financijskih institucija, on može značiti istodobno ili nedostupnost zajmova na međunarodnom financijskom tržištu (što je evidentno

Grafikon 25. Udio kratkoročnog i multilateralnog inozemnog duga u ukupnom inozemnom dugu za selekciju zemalja



Izvor: Globale Development Finance, WB 1997

na primjeru Rusije) ili nisku razinu zaduženosti. Tako izuzetno veliki udio multilateralnih zajmova u Estoniji ne ukazuje na izuzetno povjerenje međunarodnih financijskih institucija prema toj zemlji, već je to rezultat činjenice da se Estonija tek pojavila na međunarodnom tržištu kapitala kao zajmotražitelj nakon osamostaljenja i početne niske ili nulte razine zaduženosti. Međunarodne financijske institucije logičan su prvi korak koji drugim investitorima otvara vrata investiranja. Stoga je udio tih zajmova u Estoniji tako velik. Udio zajmova koje su Hrvatskoj odobrile međunarodne financijske institucije u ukupnom inozemnom dugu RH iznosi 11,5 posto, a to je nešto više od prosjeka grupacija zemalja u koje je svrstana (7,7 posto – Europa i Središnja Azija, 9,1 posto – zemlje sa srednjim dohotkom, 13,4 posto – ostale zemlje u razvoju).

Kao dodatni pokazatelji interesantni su dobiveni iznosi za prosječne kamatne stope i prosječne rokove na koje se zemlji odobravaju javni i javnozajamčeni zajmovi. Ti indikatori mogu upozoriti u određenoj mjeri na povjerenje ili nepovjerenje međunarodnih investitora prema pojedinih vladama i njihovim ekonomskim politikama. Zajmovi po najpovoljnijim kamatnim stopama odobreni su Makedoniji 3,6 posto (ako se izuzme Malta, koja uglavnom uzima kratkoročne beskamatne zajmove). Prosječno najviše kamatne stope na javne i javnozajamčene zajmove plaća Litva (8 posto). Hrvatskoj se javni i javnozajamčeni zajmovi odobravaju uz prosječnu kamatnu stopu od 5,4 posto i prosječan rok od 9,9 godina, što ukazuje na relativno veliko povjerenje međunarodnih investitora u ekonomski rast Hrvatske i sposobnost otplate uzetih zajmova.

Konačno da zaključimo. Pri tumačenju dobivenih vrijednosti pokazatelja sami njihovi iznosi ne moraju imati veliko značenje. Da bi se ispravno protumačile izračunate vrijednosti, osim dobrog poznavanja makroekonomskih kretanja u zemlji, svakako je nužno i poznavanje političkih odnosa u regiji i u svijetu. Naime, iako ekonomski slaba, zemlja može imati izvore financijskih sredstava dostupne po vrlo povoljnim uvjetima (npr. Poljska) zbog određenih političkih interesa i odnosa snaga. Druge pak zemlje, iako visokih vrijednosti dobivenih pokazatelja (npr. Mađarska ima gotovo prema svim promatranim po-

kazateljima zaduženosti najviše vrijednosti), ne moraju imati problema s otplatom duga niti s krizom međunarodne likvidnosti jer imaju visoke stope rasta i nalaze se u fazi intenzivnog investiranja. Ukupno uzevši, pri tumačenju svih pokazatelja i njihove razine u velikoj mjeri treba voditi računa o specifičnim uvjetima svake zemlje. Same vrijednosti pokazatelja nisu dakle dostatne da bi se procijenilo je li zemlja na pragu dužničke krize ili nije.

Hrvatska u odnosu prema promatranoj skupini zemalja te prema usporednim podacima za grupaciju u koju ju je svrstala Svjetska banka, prema svim promatranim pokazateljima ima prosječne ili ispodprosječne vrijednosti, što bi upućivalo na zaključak da Hrvatska neće imati problema s međunarodnom likvidnošću niti s dužničkom krizom.

Iako ilustrativne, međunarodne usporedbe neće nam poslužiti kao osnova za donošenje zaključaka o zaduženosti Hrvatske. Za to ćemo koristiti pokazatelje izračunate za kasnija razdoblja.

Na koncu, još jednom možemo zaključiti da je politika zaduživanja u inozemstvu samo jedan od segmenata ukupne ekonomske politike zemlje i da se kao takva mora uklopiti u makroekonomske smjernice razvoja koje će osigurati rast BDP-a i izvoza te učiniti teret duga održivim. Problematika duga dakle nije sadržana u njegovu nominalnom iznosu (koji, s obzirom da dug po stanovniku već sada doseže vrijednosti koje je SFRJ imala u vrijeme izbijanja dužničke krize, može djelovati zastrašujuće), već u odnosu toga duga prema produktivnosti faktora proizvodnje i njihovoj međunarodnoj kompetitivnosti.

12. Zaključak

12.1. Nedostaci postojećeg sustava praćenja duga

Što se konačno može zaključiti o sustavu praćenja inozemnog duga u RH?

Zakonom o kreditnim odnosima s inozemstvom predviđeno je evidentiranje svakoga pojedinačnog ugovora o zajmu sklopljenog s inozemnim kreditorima. S obzirom na činjenicu da je Hrvatska tranzicijska zemlja koja se tek otvara međunarodnim tržištima, te se njezini subjekti (privatna poduzeća i banke, pa i država) tek počinju u većoj mjeri javljati kao zajmotražitelji na međunarodnim tržištima kapitala, da bi se ostvario uvid u kretanje zaduženosti, uvjete zaduživanja i eventualno omogućile sugestije zajmotražiteljima, nužno je i dalje zadržati sadašnji pristup statistici inozemnog duga. Iako u razvijenijim zemljama statistika inozemnog duga ne podrazumijeva pojedinačnu evidenciju privatnog duga, već se on procjenjuje na temelju raznih izvora (podataka carine i platnog prometa), za Republiku Hrvatsku važno je i dalje zadržati pristup koji se sada primjenjuje. Naime, osim razloga nedovoljne razvijenosti cjelokupnoga statističkog aparata RH, pojedinačna evidencija važna je i zbog poduzimanja mjera ekonomske politike radi usmjeravanja ili, u ekstremnim slučajevima, ograničavanja zaduživanja, iako se načelno RH opredijelila za liberalizaciju kretanja kapitala. Ako se dakle i dalje zadrži pristup pojedinačne evidencije kreditnih poslova s inozemstvom, kojih, iako brojčano naraslih, još nema toliko da bi to bilo nemoguće, bilo bi prijeko potrebno precizirati definiciju toga što je kreditni posao. Nai-

me, sadašnja definicija kojom se kreditnim poslom smatra svaki posao s rokom naplate ili plaćanja dužim od 90 dana, sama po sebi nije dostatna jer se tako u kreditne poslove uključuju i brojni pojedinačni uobičajeni vanjskotrgovinski poslovi u kojima je ugovoreni instrument plaćanja akreditiv. Osim toga, takva definicija kreditnih poslova obuhvaća i brojne pojedinačne ugovore o uvozu na lizing. Te dvije kategorije nepotrebno opterećuju statistiku inozemnog duga jer, iako pojedinačno brojni, ti aranžmani nisu klasični ugovori o kreditu (akreditivi imaju jednokratno dospelje, a ugovori o lizingu podrazumijevaju određeni broj jednakih rata). I jednu i drugu kategoriju moguće je obuhvatiti vrlo pouzdano na temelju podataka carinskih ispostava i banaka. Tako bi se smanjio broj pojedinačnih ugovora u evidenciji i omogućila kvalitetnija obrada "pravih" ugovora o kreditu.

Osim problema s definicijom kreditnog posla koji zahtijeva evidentiranje, postoji i problem sankcioniranja prekršaja neevidentiranja kako bi se osiguralo funkcioniranje sustava praćenja inozemnog duga. Ako je obveznikom registracije ugovora o kreditu proglašen onaj tko ugovor zaključuje (što je i logično s obzirom da su mu poznati svi uvjeti ugovora), ne postoji obveza banke jamca ili treće osobe koja za ugovornog dužnika eventualno obavlja određene poslove vezane uz kredit. Stoga je jedini trenutak u kojem se može osigurati potpuni obuhvat podataka trenutak priljeva sredstava na račun – ako je riječ o financijskim kreditima, ili trenutak otplate, tj. dospelje prve rate. U tom bi trenutku trebalo obvezati banke posredstvom kojih se otplata vrši da otplatu ne mogu izvršiti bez registracije kreditnog posla ili da svaku takvu otplatu izvrše uz uredno šifriranje naloga za deviznu doznaku što će omogućiti sankcioniranje dužnika prema inozemstvu zbog počinjenog deviznog prekršaja. Jasno preciziranje obveze banaka u tom trenutku bilo bi od izuzetne važnosti kako bi se osigurao potpuni obuhvat podataka.

Konačno, možda najzahtjevniji segment u statistici inozemnog duga je formiranje Debt Officea pri Ministarstvu financija, koji bi trebao centralizirati statistiku javnog i javnozajamčenoga inozemnog duga. Naime, nužno je izvršiti centralizaciju podataka o dugu države prema inozemstvu kako bi se omogućilo vođenje dosljedne politike javnoga duga prema inozemstvu, ali i ukupne politike zaduživanja u inozemstvu na temelju cjelovite informacije o zaduženosti države u inozemstvu. Trenutačna situacija jest da ugovore o kreditima zaključuju osobe koje je Vlada ovlastila (ministri, veleposlanici i drugi), a provedba tih ugovora vrši se po pojedinim ministarstvima ili institucijama i javnim poduzećima za koje se zajmovi uzimaju. U takvim uvjetima dužnik je država, koja međutim operativne poslove ugovora delegira na niže razine, pa se podaci o kreditima ne mogu dobiti na jednom mjestu, a određeni broj ugovora nije uopće evidentiran u HNB-u s obzirom da korisnici sredstava zakonski nisu obvezni registraciju izvršiti, a nije im poznato je li to učinila banka ili neko nadređeno državno tijelo – dužnik. Čak, ako je i inicijalna registracija pri HNB-u izvršena, ostaje pitanje tko će vršiti izvještavanje o transakcijama (korištenjima i otplatama) vezanim uz konkretni kreditni posao.

Ako takav Debt Office bude funkcionirao u potpunosti, uloga središnje banke u sustavu praćenja inozemnog duga također će se promijeniti. Središnjoj banci preostala bi u tom slučaju pojedinačna evidencija privatnog duga (banaka i poduzeća) te objedinjavanje podataka o ukup-

nom dugu na temelju vlastite baze podataka i podataka o javnom i javnozajmčenom dugu koje bi dobivala od Ministarstva financija. Na temelju podataka o ukupnom dugu HNB bi trebao razviti analize i projekcije kretanja duga vodeći računa o jednoj od svojih osnovnih funkcija definiranoj Zakonom o HNB-u – održavanju likvidnosti u međunarodnim plaćanjima. Osim toga, tada bi se moglo uz kvalitetnije praćenje uvjeta zaključivanih ugovora informirati zajmotražitelje o uobičajenim uvjetima dobivanja kredita u inozemstvu za domaće osobe, najpovoljnijim kreditorima i sl. Dakle, uz izvještajnu ulogu središnja banka bi u tom slučaju mogla imati i savjetodavnu funkciju. Osim za poduzeća zajmotražitelje, središnja bi banka trebala biti informacijska podloga i nekom strateškom tijelu koje bi se trebalo formirati na državnoj razini za donošenje odluka o zaduživanju u inozemstvu.

U sadašnjem sustavu, iako ima nedostataka, statistička je baza HNB-a ipak u velikoj mjeri pouzdana. Nužno je međutim što je hitnije moguće na državnoj razini osigurati adekvatno korištenje statističke baze u procesu donošenja odluka o politici zaduživanja.

12.2. Pokazatelji zaduženosti

Na temelju međunarodnih usporedbi s grupacijom tranzicijskih zemalja Republiku Hrvatsku nikako ne možemo smatrati prezaduženom. Iako ima zemalja koje prema vrijednostima pokazatelja zaduženosti možemo smatrati manje zaduženima, rezultat je to u većoj mjeri naslijedjenih uvjeta zaduženosti nego provedene politike zaduživanja u tranzicijskom razdoblju. Stoga se RH u tom smislu (a i prema klasifikaciji Svjetske banke) može zaista smatrati umjereno zaduženom zemljom.

U vrijeme kada je poboljšani međunarodni rejting, tj. bonitet otvorio subjektima iz RH mogućnosti većeg zaduživanja u inozemstvu razumno je postaviti pitanje do kojih se granica smije zaduživati, a da se time ne ugrozi buduću privredni rast. Odgovor na to pitanje izuzetno je važan iz nekoliko razloga. Prije svega, iako se trenutačne potrebe poslijeratne obnove vrlo lako mogu riješiti zaduživanjem u inozemstvu, ne treba iz vida gubiti iskustvo stečeno u bivšoj SFRJ i dužničku krizu. Hrvatska kao zemlja s niskom štednjom i golemim potrebama za svježim kapitalom, i za obnovu nakon ratnih razaranja i za poticanje razvoja i restrukturiranje tehnološki zaostale privrede, mora stoga posebno voditi računa o rizicima i uvjetima otplate duga. Dužnička kriza osamdesetih ne samo da je prouzročila prekid portfeljnih ulaganja, već je izazvala i dugoročni zastoj u privrednom razvoju prezaduženih zemalja (pa tako i SFRJ).¹² Dakle, zadatak ekonomske politike u Hrvatskoj danas jest pomiriti trenutačne potrebe za kapitalom s dugoročnom strategijom razvoja. Nažalost, pri procjenama dopustivosti zaduživanja ne postoje sasvim jednoznačni vrijednosni sudovi. Međunarodne usporedbe pokazuju da postoje zemlje s visokim iznosom duga (npr. Mađarska), koji međutim ne proizvodi ekonomske i političke teškoće, a isto tako i one s relativno malim dugom koji stvara takve probleme. Specifičnosti svake zemlje u pogledu načina upotrebe dobivenih sredstava, kao i opća obilježja privredne aktivnosti očito su stoga glavne odrednice dopustivosti zaduživanja. Zbog toga ponovo

Tablica 4. Pokazatelji zaduženosti RH, stanje na dan 31. prosinca 1998., u postotcima

	Kritične vrijednosti	Vrijednost pokazatelja za RH 31.12.1998.
Dug/BDP	> 30	39,8
Dug / izvoz	> 200	99,1
Dug / izvoz + TR		89,5
Međunarodne pričuve / dug	< 20	33,2
Kratkoročni / ukupan dug		7,0
Multilateralni / ukupan dug		11,5
Otplata (gl+kte) / izvoz	> 20 – 30	19,4
Otplata (gl+kte) / izvoz+TR		17,5
Otplata kamata / izvoz	> 20	4,7
Otplata kamata / izvoz+TR		4,3
Otplata gl. / korištenja	> 40	48,6
Korišteno / dug		30,5
Neto kapitalni transferi / uvoz	> 3	8,7
Neto kapitalni transferi / BDP		4,3
Korišteno / uvoz	> 16 – 28	24,3
Kamata / BDP	> 3	1,9

naglašavamo da tumačenje dobivenih vrijednosti pokazatelja zaduženosti ovisi o specifičnim uvjetima i fazi razvoja konkretne privrede.

Pokazatelji zaduženosti izračunati za RH sa stanjem na dan 31. prosinca 1998. međutim ipak upozoravaju da "gori žuto svjetlo". Posebice ta konstatacija stoji ako se pretpostavi da će se nastaviti dosadašnji trendovi izvoza, uvoza, zaduživanja, i drugih makroekonomskih varijabli. Naime, vrijednosti četiriju izračunatih pokazatelja ukazuju na to da je rast zaduženosti u RH takav da bi ako se nastavi jednakim intenzitetom, mogao uskoro dovesti do problema s međunarodnom likvidnošću i prezaduženosti (posebno uzevši u obzir aktualne okolnosti recesije i kosovske krize). Tako je omjer duga i bruto domaćeg proizvoda iz 1997. od 32,9 posto premašio kritičnu razinu od 30 posto. U 1998. omjer je bio još nepovoljniji, iznosio je 39,8 posto. Još su tri pokazatelja u 1998. premašila kritične razine: omjer otplate glavnice i korištenja (48,6 posto u usporedbi sa 40 posto), omjer neto kapitalnih transfera i bruto domaćeg proizvoda (8,7 posto u usporedbi sa 3 posto), te omjer korištenja inozemnih zajmova i uvoz koji je unutar kritičnog raspona sa 24,3 posto (u usporedbi sa 16 do 28 posto). Tako možemo zaključiti da, iako opterećenost vrijednosti proizvodnje dugom raste, tekuća međunarodna likvidnost RH nije neposredno ugrožena. Ipak, dugoročno takvo kretanje rasta opterećenosti dugom moglo bi ugroziti i tekuću likvidnost, pa je stoga prijeko potreban oprez pri daljnjem zaduživanju. Odnosno, nužno je osigurati da, ako se već koristi inozemni kapital, što je u ovom trenutku privrednog ciklusa RH prijeko potrebno, on bude maksimalno efikasno iskorišten kako bi se ostvarili ciljevi rasta. Stoga je, ponovimo još jednom, na kraju nužna koordinacija rada svih tijela uključenih u proces korištenja inozemnih kredita; od Vlade i ministarstava, preko banaka (koje trebaju biti potpora domaćoj privredi s dugoročnom strategijom profitiranja od rasta, a ne kratkoročne politike velike dobiti od visokih kamatnih stopa) do samih poduzeća.

12 U ekonomskoj literaturi te se godine često nazivaju i "izgubljena dekada".

Literatura

- Anušić, Z. i dr. (1990), *Međunarodni ekonomski odnosi i dugoročni razvoj*, Ekonomski institut, Zagreb
- Avramović, D. (1964), *Economic Growth and External Debt*, Johns Hopkins Press, Baltimore
- Babić, M. (1993), *Međunarodna ekonomija*, Mate, Zagreb
- Babić, M. i Primorac, E. (1986) *Some causes of the Growth of the Yugoslav External Debt*, Soviet Studies, Vol. XXXVIII, br. 1.
- Boote, A. R. i Thugge, K. (1997), *Debt Relief for Low-Income Countries The HIPC Initiative*, IMF Pamphlet Series, br. 51, Washington
- Cemović, M. (1985), *Zašto, kako i koliko smo se zadužili*, Institut za unapređenje robnog prometa, Beograd
- Čolanović, B. (1985), *Dugovi Jugoslavije*, Dnevnik, Novi Sad
- Državni zavod za statistiku (1998), *Mjesečno statističko izvješće*, br. 10.
- Državni zavod za statistiku (1988), *Statistički ljetopis*
- Ekonomski institut (1998), *Liberalizacija financijskog i kapitalnog računa platne bilance* – Istraživački projekt Istraživačke podloge za vođenje monetarne politike, Ekonomski institut, Zagreb
- Archondo, F. R. (1993), *Debt Strategy Planing and the Use of the Debt Strategy Module – Case study*, Svjetska banka, Washington
- Skupina autora (1996), *Hrvatska i međunarodne financijske institucije – Svjetska pravila usmjeravanja razvoja*, Institut za međunarodne odnose, Zagreb
- Guitian, M. (1981), *Fund Conditionality – Evolution of Principles and Practices*, MMF, Washington
- Hrvatska narodna banka (1998), *Bilten*, br. 1 – 10.
- MMF (1987), *Theoretical Aspects of the Design of Fund Supported Adjustment Programs – Study by the Research Department of the IMF*, IMF Occasional Paper br. 55.
- MMF (1991), *Financial Organization and Operations of the IMF*, IMF Pamphlet Series, br. 45.
- Londonski klub, *Informativni memorandum*, 9.5.1996.
- Economic Development and the World Debt Problem*, Međunarodna konferencija (1987), Vol. 1 – 7, JAZU i Ekonomski fakultet, Zagreb
- Klein, T. M. (1994), *External Debt Management – An Introduction*, World Bank Technical Paper, br. 245., Washington
- Kuhn, M. i Guzman, J. P. (1990), *Multilateral Official Debt Rescheduling – Recent Experience*, MMF, Washington
- Macesich, G. (1987), *Dugovi stvarnost i mit*, August Cesarec, Zagreb
- Mandžuka, Z. i Stojanović, D. (1982), *Praksa i politika kreditnih odnosa s inostranstvom*, Ekonomika, Beograd
- McEnen, J. (ur.) (1993), *Financial Organization and Operations of the IMF*, MMF, Washington
- Mehran, H. (ur.) (1985), *External Debt Management*, MMF, Washington
- Ministarstvo financija (1997) *Godišnje izvješće 1994.–1997.*
- Ministarstvo financija i Ekonomski institut (1997), *Aktualna tema “Granice javnog duga, Privredna kretanja i ekonomska politika*, br. 61/97.
- New Zeland (1992/1993), *International Investment Position*
- Međunarodni ugovori: *Statut Međunarodnog monetarnog fonda s amandanima*, NN, br. 3/91.
- Londonski klub, *Obavijest o ponudi*, 14. 6.1996.
- Odluka o registraciji kreditnih poslova s inozemstvom*, NN, br. 92/96.
- Perišin, I. i Šokman, A. (1998), *Monetarno-kreditna politika*, Informator, Zagreb
- Sharma, S. (1990), *Svjetska privreda*, Narodne novine, Zagreb
- The Vienna Institute Monthly Report* – različita izdanja
- United Kingdom Balance of Payments* (1995), Government Statistical Service
- Pariški klub (1995), *Usuglašeni zapisnik o konsolidaciji duga Republike Hrvatske*
- Vlada RH (1997), *Memorandum o režimu vanjske trgovine*, Zagreb
- Svjetska banka (1989), *Debtor Reporting System – Manual*, Washington
- Svjetska banka (1992), *World Bank Debt Strategy Module – User’s Guide*, Washington
- Svjetska banka (1993), *Debt Management – Compilation Guide*, Washington
- Svjetska banka (1993), *World Bank Debt Strategy Module – Reference Manual*, Washington
- Svjetska banka (1997), *Global Development Finance*, Vol. 1 i 2.
- Svjetska banka, MMF, OECD i BIS (1994), *Debt Stocks, Debt Flows and the Balance of Payments*
- Zakon o kreditnim poslovima s inozemstvom*, NN, br. 43/96.
- Zakon o načinu i uvjetima preuzimanja obveza po kreditima i drugim poslovima iz sporazuma s vladama članicama Pariškog kluba*, NN, br. 34/96.
- Zakon o Hrvatskoj narodnoj banci*, NN, br. 35/95.
- Zakon o osnovama deviznog sustava, deviznog poslovanja i prometu zlata*, NN, br. 91A/93.
- Zakon o preuzimanju dijela duga po novom financijskom sporazumu iz 1988 godine te o izdavanju obveznica Republike Hrvatske radi zamjene toga duga*, NN, br. 87/96.
- Zakon o prihvaćanju članstva Republike Hrvatske u Međunarodnom monetarnom fondu i drugim međunarodnim financijskim organizacijama na temelju sukcesije*, NN, br. 89/92.

Upute autorima

Hrvatska narodna banka objavljuje u svojim povremenim publikacijama *Istraživanja*, *Pregledi* i *Rasprave* znanstvene i stručne radove zaposlenika Banke, gostiju istraživača i vanjskih suradnika.

Prispjeli radovi podliježu postupku recenzije i klasifikacije koji provodi Izdavački savjet. Autori se u roku od najviše dva mjeseca od primitka njihova rada obavještavaju o odluci o prihvatanju ili odbijanju članka za objavljivanje.

Radovi se primaju i objavljuju na hrvatskom i/ili na engleskom jeziku.

Radovi predloženi za objavljivanje moraju ispunjavati sljedeće uvjete.

Tekstovi moraju biti dostavljeni na magnetnim ili optičkim medijima (3.5" diskete, ZIP, CD), a uz medij treba priložiti i ispis na papiru u tri primjerka. Format zapisa treba biti Word 6 ili 97 for Windows/Mac, a preferira se RTF format kodne strane 437 ili 852.

Na disketu je potrebno nalijepiti etiketu s nazivom korištenog tekstprocesora i datoteke, kao i imenom autora.

Na prvoj stranici rada obvezno je navesti naslov rada, ime i prezime autora, akademske titule, naziv ustanove u kojoj je autor zaposlen, suradnike te potpunu adresu na koju će se autoru slati primjerci za korekturu.

Dodatne informacije, primjericke, zahvale i priznanja, mogu se uključiti u naslovnu stranicu. Ako je ta informacija dugačka, poželjno ju je uključiti u tekst, bilo na kraju uvodnog dijela bilo u posebnom dijelu teksta koji prethodi popisu literature.

Na drugoj stranici svaki rad mora sadržavati sažetak i ključne riječi. Sažetak mora biti jasan, deskriptivan, pisan u trećem licu i ne dulji od 250 riječi (najviše 1500 znakova). Ispod sažetka treba navesti do 5 ključnih pojmova.

Tekst treba biti otipkan s proredom, na stranici formata A4. Tekst se ne smije oblikovati, dopušteno je samo podebljavanje (bold) i kurziviranje (italic) dijelova teksta. Naslove je potrebno numerirati i odvojiti dvostrukim proredom od teksta, ali bez formatiranja.

Tablice, slike i grafikoni koji su sastavni dio rada, moraju biti pregledni, te moraju sadržavati: broj, naslov, mjerne jedinice, legendu, izvor podataka te bilješke (fusnote). Bilješke koje se odnose na tablice, slike ili grafikone treba obilježiti malim slovima (a,b,c...) i ispisati ih odmah ispod. Ako se posebno dostavljaju (tablice, slike i grafikoni), potrebno je označiti mjesta u tekstu gdje dolaze. Numeracija mora biti u skladu s njihovim slijedom u tekstu te se na njih treba referirati prema numeraciji. Ako su već umetnuti u tekst iz drugih programa (Excel, Lotus,...) onda je potrebno dostaviti i te datoteke u Excell formatu (grafikoni moraju imati pripadajuće serije podataka).

Ilustracije trebaju biti u standardnom EPS ili TIFF formatu s opisima u Helvetici (Arial, Swiss) veličine 8 točaka. Skenirane ilustracije trebaju biti rezolucije 300 dpi za sivu skalu ili ilustraciju u punoj boji i 600 dpi za lineart (nacrti, dijagrami, sheme).

Formule moraju biti napisane čitljivo. Indeksi i eksponenti moraju biti jasni. Značenja simbola moraju se objasniti odmah nakon jednadžbe u kojoj se prvi put upotrebljavaju. Jednadžbe na koje se autor poziva u tekstu potrebno je obilježiti serijskim brojevima u zagradi uz desnu marginu.

Bilješke na dnu stranice (fusnote) treba označiti arapskim brojkama podignutim iznad teksta. Trebaju biti što kraće i pisane slovima manjim od slova kojim je pisan tekst.

Popis literature dolazi na kraju rada, a u njega ulaze djela navedena u tekstu. Literatura treba biti navedena abecednim redom prezimena autora, a podaci o djelu moraju sadržavati i podatke o izdavaču, mjesto i godinu izdavanja.

Uredništvo zadržava pravo da autoru vrati na ponovni pregled prihvaćeni rad i ilustracije koje ne zadovoljavaju navedene upute. Ispisi i diskete s radovima se ne vraćaju.

Pozivamo zainteresirane autore koji žele objaviti svoje radove da ih pošalju na adresu Direkcije za odnose s javnošću i izdavačku djelatnost, prema navedenim uputama.

Hrvatska narodna banka izdaje sljedeće publikacije:

Godišnje izvješće Hrvatske narodne banke

Redovita godišnja publikacija koja sadržava godišnji pregled novčanih i općih ekonomskih kretanja te pregled statistike.

Polugodišnje izvješće Hrvatske narodne banke

Redovita polugodišnja publikacija koja sadržava polugodišnji pregled novčanih i općih ekonomskih kretanja te pregled statistike.

Tromjesečno izvješće Hrvatske narodne banke (u pripremi)

Redovita tromjesečna publikacija koja sadržava tromjesečni pregled novčanih i općih ekonomskih kretanja.

Bilten banaka (u pripremi)

Publikacija koja sadržava pregled podataka o bankama.

Bilten Hrvatske narodne banke

Redovita mjesečna publikacija koja sadržava mjesečni pregled novčanih i općih ekonomskih kretanja te pregled monetarne statistike.

Istraživanja Hrvatske narodne banke

Povremena publikacija u kojoj se objavljuju kraći znanstveni radovi zaposlenika banke, gostiju istraživača i vanjskih suradnika.

Pregledi Hrvatske narodne banke

Povremena publikacija u kojoj se objavljuju informativno-pregledni radovi zaposlenika banke, gostiju istraživača i vanjskih suradnika.

Rasprave Hrvatske narodne banke

Povremena publikacija u kojoj se objavljuju rasprave djelatnika banke, gostiju istraživača i vanjskih suradnika.

Hrvatska narodna banka izdavač je i drugih publikacija, primjerice: zbornika radova s konferencija kojih je organizator ili suorganizator, knjiga i radova ili prijevoda knjiga i radova od posebnog interesa za HNB i drugih sličnih izdanja.