

## II. AKTUALNE TEME

### ANALIZA ODRŽIVOSTI JAVNOG I VANJSKOG DUGA HRVATSKE POMOĆU STANDARDNIH FINANCIJSKIH POKAZATELJA\*

Dubravko Mihaljek\*\*

#### Sažetak

Rad analizira održivost javnog i vanjskog duga Hrvatske pomoću standardnih statičkih pokazatelja koje koriste međunarodne financijske institucije, investicijske banke i rejting agencije. Pokazuje se da za temeljitu procjenu fiskalne i vanjske ranjivosti treba uzeti u obzir čitav niz različitih pokazatelja. Razina duga pri kojoj održivost postaje problem može se razlikovati unutar određenog vremena i u pojedinim zemljama, i ovisi o promjeni stajališta i očekivanja sudionika na financijskim tržištima. Pokazatelji održivosti javnog i vanjskog duga Hrvatske uspoređuju se s pokazateljima za zemlje kandidatkinje za Europsku uniju iz Središnje i Istočne Europe.

---

\* Ovaj je rad nastao u okviru istraživačkog projekta "Javni dug u Republici Hrvatskoj: mjerenje, granice i održivost" kojeg je potaknulo i financiralo Ministarstva financija Republike Hrvatske, a organizirao Ekonomski institut, Zagreb.

\*\* Dubravko Mihaljek, Banka za međunarodna plaćanja (BIS), Basel. Izneseni stavovi su osobni stavovi autora i ne odražavaju nužno stajališta BIS-a.

# 1.

## UVOD I PREGLED ZAKLJUČAKA

Ovaj rad analizira održivost javnog i vanjskog duga Hrvatske pomoću standardnih statičkih pokazatelja koje koriste međunarodne financijske institucije, investicijske banke i rejting agencije. U stručnim i javnim raspravama o zaduženosti u Hrvatskoj trenutno se uglavnom koriste samo dva skupna pokazatelja: ukupni iznos duga (javnog i vanjskog), i udio duga (javnog i vanjskog) u BDP-u. Iz kretanja ovih pokazatelja često se iznose ishitreni zaključci o stupnju zaduženosti, pa čak i o mjerama ekonomske politike koje treba poduzeti da bi se stupanj zaduženosti stabilizirao ili smanjio. Ostali standardni financijski pokazatelji poput proračunskog deficita potrebnog za stabiliziranje duga, omjera otplate vanjskog duga i izvoza, ili omjera kratkoročnog duga i deviznih pričuva uglavnom se ne koriste. Takav pristup nije stručno utemeljen i može lako dovesti do pogrešnih procjena problema zaduženosti i pogrešnih odluka u području fiskalne i monetarne politike. Pravo stanje zaduženosti moguće je utvrditi samo na temelju sustavne analize velikog broja makroekonomskih i financijskih pokazatelja. Cilj ovog rada je potaknuti praćenje takvih pokazatelja kako bi se na vrijeme mogle otkriti tendencije pogoršanja solventnosti i likvidnosti javnog i vanjskog sektora i poduzimati odgovarajuće korektivne mjere. Sustavno praćenje standardnih pokazatelja održivosti duga omogućava i učinkovitije vođenje srednjoročne fiskalne politike i bolje usuglašavanje fiskalne s drugim makroekonomskim politikama. Ulaganja u razradu okvira za praćenje statičkih mjera održivosti duga mala su i najvećim dijelom predstavljaju jednokratni trošak, dok su koristi dugotrajne i neusporedivo veće u odnosu na troškove potencijalne krize.

Rad je podijeljen u tri dijela. U prvom dijelu razrađen je analitički okvir za ocjenu stabilnosti duga. Izračunati su ukupni i primarni proračunski deficiti i realne kamatne stope potrebne za stabiliziranje javnog duga. Zaključak je da u Hrvatskoj od 1999. godine nisu ostvarene fiskalne pozicije koje bi omogućile stabiliziranje javnog duga, iako se razlika između ostvarenih deficita (ukupnog i primarnog) i deficita potrebnih za stabiliziranje javnog duga smanjuje iz godine u godinu. U 2003. dodatni fiskalni napor potreban za stabiliziranje javnog duga na razini od oko 55 posto BDP-a iznosio je otprilike 3 postotna boda BDP-a. Znakovito je međutim to što bi Hrvatskoj čak i uz relativno niske kamatne stope posljednjih godina bile potrebne negativne realne kamatne stope (otprilike -0,20 posto) da se javni dug stabilizira na toj razini. U nepovoljnijim uvjetima na međunarodnim

financijskim tržištima, koji se objektivno mogu očekivati u bližoj budućnosti kada će prema svim predviđanjima kamatne stope u SAD započeti uzlazni ciklus, bit će stoga potreban znatno veći fiskalni napor da se javni dug stabilizira.

U drugom dijelu rada pitanje održivosti duga razmatra se pomoću standardnih pokazatelja fiskalne i vanjske ranjivosti. Analiziraju se tri glavne skupine pokazatelja: agregatni pokazatelji fiskalne i vanjske ranjivosti, pokazatelji ročne i valutne strukture duga, i pokazatelji domaće i devizne likvidnosti javnog i privatnog sektora. Analiza u ovom poglavlju ističe više točaka ranjivosti To su: visoki udjeli javnog i vanjskog duga u BDP-u, visok omjer vanjskog duga i izvoza roba i usluga, nepovoljna valutna struktura javnog duga, visok udio javnog duga u ukupnom vanjskom dugu te vrlo visok "unutarnji devizni dug", tj. dug hrvatskih poduzeća i kućanstava po osnovi deviznih kredita banaka i kunskih kredita s valutnom klauzulom. Slijedeći pokazatelji svjedoče o određenoj otpornosti fiskalnog i vanjskog sektora Hrvatske: omjer javnog duga i prihoda državnog proračuna, relativno nizak udio kratkoročnog u ukupnom vanjskom dugu te više pokazatelja likvidnosti. Na kraju drugog dijela rada je istaknuto kako jedino dubinska, slojevita analiza fiskalne i vanjske ranjivosti razotkriva sve prednosti i nedostatke pojedinih pokazatelja zaduženosti, kao i točaka ranjivosti doista važnih za održivost duga.

U trećem dijelu razmatraju se dva složena pokazatelja održivosti koji su ujedno najčešće korištene i vjerojatno najrelevantnije agregatne mjere zrelosti ekonomske politike na financijskim tržištima: kamatni raspon i kreditni rejting dugoročnih državnih obveznica. Osnovni zaključak u ovom dijelu rada je da su kreditni rejting Hrvatske i kamatni raspon na obveznice Republike Hrvatske nepovoljniji u odnosu na zemlje središnje Europe. No, oba su pokazatelja povoljnija u odnosu na Bugarsku i Rumunjsku, kao i u odnosu na mnoge zemlje s razvijenijim financijskim sustavom od Hrvatske koje, međutim, vuku naslijeđe makroekonomske nestabilnosti. Eventualno narušavanje makroekonomske stabilnosti stoga bi hrvatsku privredu skupo koštalo na međunarodnom tržištu kapitala.

Ovaj je rad usko povezan s radom "*Dinamička analiza održivosti javnog i vanjskog duga*" (str. 77-126), iz kojeg je preuzeta većina važnijih podataka za Hrvatsku. Ocjena održivosti duga obično se provodi u tri koraka: (i) procjena kretanja financijskih obveza i resursa dužnika u srednjem roku; (ii) procjena utjecaja poremećaja ("šokova") na kretanje tih obveza i resursa; i (iii) procjena razrađenih scenarija u odnosu na "pragove ranjivosti" dužnika na moguće probleme s otplatom duga. U navedenom radu razrađena su sva tri koraka osim definiranja pragova ranjivosti, što je jedna od glavnih tema ovoga rada.

## 2. POKAZATELJI STABILNOSTI DUGA

Održivost duga općenito se može definirati kao sposobnost dužnika da uz ekonomski prihvatljiv saldo prihoda i rashoda dugoročno ispunjava svoje financijske obveze prema kreditorima. Dug postaje neodrživ ako počne rasti brže nego sposobnost dužnika da ga otplaćuje. Je li određeni iznos duga održiv ovisit će, dakle, o brojnim varijablama (npr. kamatnim stopama, tečaju, stopi rasta prihoda), o kojima ovisi kretanje nepodmirenenih obveza i sposobnost vraćanja duga. Preciznije rečeno, održivost duga ovisit će o tržišnim očekivanjima o kretanju tih varijabli. Razlog tomu je što je razvojem međunarodnog tržišta kapitala i liberalizacijom domaćih financijskih tržišta tijekom 1990-ih godina u većini zemalja došlo do definitivnog prelaska na financiranje pod tržišnim uvjetima. Bilo da se radi o zaduživanju kod banaka, bilo o izdavanju obveznica, dužnici se, uključujući državu, danas više ne mogu zaduživati uz nižu kamatnu stopu od one koju u danom trenutku tržište traži za određeni profil kreditnog rizika<sup>1</sup>.

Zbog ovisnosti analize o tržišnim očekivanjima nije lako utvrditi je li određena razina duga održiva. Naime, tržišna očekivanja u praksi nisu stabilna nego se stalno mijenjaju. Te promjene često su nagle i velike, a na njih nisu imune niti industrijski razvijene zemlje. No, u novim tržišnim privredama poput Hrvatske problem nestabilnosti tržišnih očekivanja znatno je izraženiji budući da su makroekonomska i politička kretanja nestabilnija, a financijska tržišta slabije razvijena nego u zrelih tržišnim privredama.

S analitičkog gledišta, ovisnost o tržišnim očekivanjima podrazumijeva sveobuhvatnu statičku, ali i dinamičku analizu održivosti duga. Za takvu analizu potreban je, međutim, složeni analitički okvir. Primjer tog okvira je rad *"Dinamička analiza održivosti javnog i vanjskog duga Hrvatske"*. Ovaj se rad, za razliku od spomenutog, uglavnom koncentrira na statičke mjere održivosti javnog i vanjskog duga. Preciznije rečeno, radi se o mjerama stabilnosti javnog duga i ranjivosti vanjskog sektora. Radi jednostavnosti u tekstu se neće praviti razlika između pojmova održivosti i stabilnosti duga.

---

<sup>1</sup> Do ovih promjena došlo je iz nekoliko razloga, od kojih izdvajamo: uklanjanje ograničenja na kamatne stope na depozite i na plaćanje kamata na tekuće račune, privatizacije državnih banaka, uklanjanje ograničenja na kapitalne transakcije i na djelovanje stranih banaka, razvoj nove informacijske tehnologije, širenje globalnih financijskih institucija u nove tržišne privrede, ispočetka radi podrške korisnicima svojih usluga koji su investirali u te privrede, a kasnije u potrazi za novim izvorima zarade, financijske krize itd. Vidjeti: Hawkins i Mihaljek (2001).

## Analitički okvir

Standardni okvir za analizu održivosti polazi od pretpostavke da se iznos duga mijenja samo za iznos proračunskog deficita, tako da se promjena duga između dva razdoblja može izraziti sljedećom formulom:

$$D_{t+1} - D_t = -B_t \quad (1)$$

gdje je  $D_t$  stanje duga na kraju razdoblja  $t$ , a  $-B_t$  je proračunski deficit ( $B_t$  bi dakle bio proračunski višak)<sup>2</sup>. Ovaj se izraz može podijeliti nominalnim BDP-om tako da se koriste omjeri duga i deficita prema BDP-u. Uz daljnju pretpostavku da je nominalna stopa rasta BDP-a konstantna dobiva se sljedeći izraz:

$$\frac{D_{t+1}}{Y_{t+1}} \cdot \frac{Y_{t+1}}{Y_t} = \frac{D_t}{Y_t} - \frac{B_t}{Y_t} \quad (2)$$

$$d_{t+1}(1 + g^n) = d_t - b_t$$

gdje mala slova označavaju omjere prema BDP-u, a  $g^n$  je (konstantna) stopa rasta nominalnog BDP-a. Osnovni uvjet održivosti duga u ovom analitičkom okviru jest da dug tijekom vremena ne raste, tj.:

$$\Delta d = 0 \Leftrightarrow d_{t+1} = d_t = d \quad (3)$$

Uz ovaj uvjet, jednadžba (2) može se napisati na sljedeći način:

$$d(1 + g^n) = d - b \rightarrow b = -d g^n \quad (3')$$

Uz daljnje pretpostavke da su stopa rasta realnog BDP-a ( $g$ ) i stopa promjene deflatora BDP-a ( $\pi$ ) konstantne, tako da je  $g^n = (g + \pi)$ , ovaj izraz definira proračunski saldo koji je potrebno ostvariti da bi se udio duga u BDP-u stabilizirao:

$$b^* = -d(g + \pi) \quad (4)$$

gdje je  $b^*$  "održiva" tj. "stabilizirajuća" razina proračunskog deficita (u postotku BDP-a). Parametri  $g$  i  $\pi$  obično su potencijalne stope koje se očekuju u sklopu razumnih srednjoročnih ekonomskih predviđanja. Npr., u euro zoni potencijalna

<sup>2</sup> Glavne reference za modelski pristup opisan u ovom dijelu rada su Blanchard (1990), Buiter (1995), Chalk i Hemming (2000) i Deutsche Bank (2001).

stopa rasta ocijenjena je na 2,5 posto godišnje, a dugoročna stopa promjene deflatora BDP-a iznosi također 2,5 posto godišnje. Uz razinu duga od 60 posto BDP-a (gornja granica zaduženosti predviđena ugovorom iz Maastrichta), ove vrijednosti parametara daju prema izrazu (4) održivi deficit od 3 posto BDP-a predviđen ugovorom iz Maastrichta:  $b_{EMU}^* = -0,60(0,025 + 0,025) = 0,03$ .

U praksi se uvjeti fiskalne održivosti češće izražavaju pomoću primarnog umjesto ukupnog salda proračuna. Razlog tomu je što primarni saldo, ili razlika između ukupnih prihoda i rashoda umanjениh za izdatke na kamate, daje jasniju sliku o proračunskoj poziciji na koju fiskalna politika može utjecati. Naime, na izdatke na kamate bitno utječu hirovita kretanja na međunarodnim financijskim tržištima, a budući da ukupni deficit uključuje rezultirajuće, često značajne, promjene u izdacima na kamate, on može zamagliti sliku o potrebnom opsegu fiskalne konsolidacije.

Sukladno formuli (2), dinamika javnog duga može se izraziti pomoću primarnog deficita na sljedeći način:

$$(5) \quad \begin{aligned} D_{t+1} - D_t &= iD_t - B_t^p \rightarrow d_{t+1}(1 + g^n) = (1 + i)d_t - b_t^p \\ d_{t+1} &= \frac{(1 + i)}{(1 + g^n)} d_t - \frac{1}{(1 + g^n)} b_t^p \end{aligned}$$

gdje je  $i$  prosječna nominalna kamatna stopa, a  $B_t^p$  primarni saldo proračuna, dok je  $iD_t$  iznos plaćenih kamata na javni dug. Izraz (5) predstavlja diferencijsku jednadžbu. Njezino rješenje zahtijeva tzv. granični uvjet da razina javnog duga ne raste beskonačno:

$$(6) \quad \lim_{v \rightarrow \infty} \left( \frac{1 + i}{1 + g^n} \right)^{v-t} d_v = 0$$

gdje je zbog jednostavnosti pretpostavljeno da su kamatna stopa  $i$  i stopa rasta  $g^n$  konstantne. Rješenje diferencijske jednadžbe (5) uz granični uvjet (6) može se izraziti na sljedeći način:

$$(7) \quad d_t = \left( \frac{1}{1 + i} \right) \sum_{v=t}^{\infty} \left( \frac{1 + g^n}{1 + i} \right)^{v-t} b_v^p$$

Jednadžba (7) opisuje temeljni intertemporalni uvjet održivosti javnog duga, tzv. uvjet solventnosti, prema kojem sadašnja vrijednost budućih primarnih fiskalnih suficita mora biti jednaka postojećem neto javnom dugu. Da podsjetimo, temeljna pretpostavka u ovoj analizi je da se tijekom vremena dug ne može beskonačno kumulirati nego se mora stabilizirati na određenoj razini.

Uz pretpostavku da su budućí primarni viškovi, kamatne stope i stopa rasta konstantni, jednadžba (7) može se pojednostaviti u poznati uvjet održivosti duga:

$$b^p = (i - g^n)d_t \quad (8)$$

Jednadžba (8) izražava primarni saldo državnog proračuna potreban da se uz zadanu razinu javnog duga, kamatne stope i nominalnog rasta BDP-a, stabilizira javni dug. Ovaj se uvjet može i direktno izvesti iz jednadžbe (4):

$$b^p = -d(g + \pi) + di = d(i - \pi - g) = d(r - g) = d(i - g^n) \quad (8)$$

gdje je  $i$  prosječna nominalna kamatna stopa, a  $r$  pripadajuća realna stopa.

### ***Ukupni proračunski deficit potreban za stabiliziranje javnog duga***

Izraz (4) je prvi pokazatelj na koji je potrebno obraćati pažnju u analizi održivosti javnog duga.

$$b^* = -d(g + \pi) \quad (4)$$

Kada dug javnoga sektora raste, tj. kada ostvareni deficit ( $-b$ ) nadmašuje deficit potreban za stabiliziranje javnog duga ( $-b^*$ ), razlika između  $b^*$  i  $b$  pokazuje koliki je proračunski napor potreban da bi se razina duga  $d$  stabilizirala. Treba uočiti da su kamatne stope uključene u kriterij održivosti izražen formulom (4) jer ostvareni deficit uključuje izdatke na kamate: kada porastu kamatne stope i stoga ukupni deficit  $-b$ , povećat će se razlika između  $b^*$  i  $b$ , pa će biti potreban veći proračunski napor da se stabilizira  $d$ .

U Tablici 1. izračunate su razine "stabilizirajućeg" deficita prema izrazu (4). Za razliku od gornjeg analitičkog okvira u izračunima se ne pretpostavlja da su razina duga i stopa rasta nominalnog BDP-a konstantne, nego se koriste ostvarene vrijednosti ovih varijabli. Zbog toga se izračun deficita potrebnog da se dug

stabilizira temelji na razini javnog duga iz prethodne godine. Pretpostavka je, naime, da su u tekućoj godini sa sigurnošću poznate samo tri varijable: razina duga na kraju prethodne godine i kamatne stope i nominalni rast u tekućoj godini. Vrijednost  $b^*$  za 2003. izračunata je npr. na sljedeći način:

$$b^*_{2003} = -d_{2002}(g + \pi)_{2003} = -0,554 * 7,6 = -4,2.$$

Grafikon 1. vizualno uspoređuje ostvareni deficit opće države i deficit potreban da se stabilizira razina javnog duga. Prema ovoj metodi, u 2003. deficit opće države trebalo bi smanjiti za dodatnih 0,8 postotnih bodova BDP-a (sa predviđenih 5 posto na 4,2 posto BDP-a) da bi se javni dug zadržao na razini zatečenoj na kraju 2002. (55,4 posto BDP-a). Najveći jaz između "stabilizirajućeg" i ostvarenog deficita opće države zabilježen je 1999. godine (čak 5,9 posto BDP-a), a najmanji 2002. S druge strane, u 1997. i 1998. godini ostvaren je manji deficit nego što je bilo potrebno za stabiliziranje duga. To ne iznenađuje s obzirom na tada nisku razinu duga i male proračunske deficite.

### *Primarni deficit potreban za stabiliziranje javnog duga*

Drugi korisni pokazatelj održivosti duga je primarni proračunski saldo potreban da se javni dug stabilizira, izražen formulom (8).

$$(8) \quad b^{p*} = (i - g^n)d_t$$

Kada se ovaj uvjet održivosti koristi u empirijskim istraživanjima treba paziti da se umjesto prosječne kamatne stope na nedospjeli iznos javnog duga ne koristi tržišna kamatna stopa na najnovija izdanja državnih obveznica (odnosno kamatna stopa na nove kredite državi), jer se te dvije stope često znatno razlikuju.

U Tablici 2. izračunati su iznosi primarnog deficita prema formuli (8), a Grafikon 2. vizualno uspoređuje ostvareni primarni deficit i primarni deficit potreban da za stabiliziranje javnog duga<sup>3</sup>. Prema ovom pristupu, u 2003. godini trebalo bi smanjiti primarni deficit za dodatnih 1,9 postotnih bodova BDP-a (sa predviđenih 2,6 posto na 0,7 posto BDP-a) da bi se javni dug iz 2002. stabilizirao na razini od 55,4 posto BDP-a.

<sup>3</sup> Vrijednost  $b^{p*}$  za 2003. izračunata je na sljedeći način:  $b^{p*}_{2003} = d_{2002}(i - g^n)_{2003} = 0,554 * (6,3 - 7,6) = -0,7$ .



Tablica 1.

**DEFICIT POTREBAN ZA STABILIZIRANJE JAVNOG DUGA, 1997-2003.**

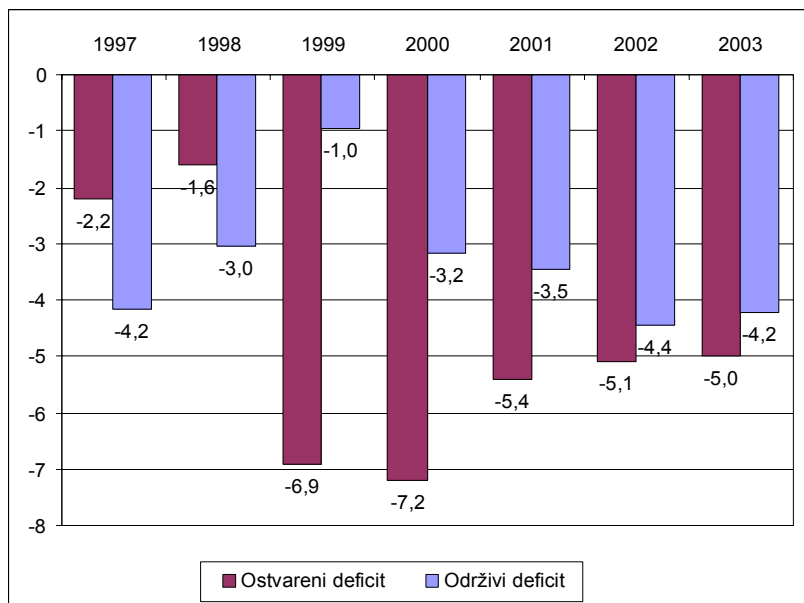
	1997.	1998.	1999.	2000.	2001.	2002.	2003.
Ukupni javni dug (u % BDP-a)	27,3	33,5	41,1	50,7	53,5	55,4	51,4
Rast nominalnog BDP-a (u %)	14,7	11,1	2,9	7,7	6,8	8,3	7,6
Rast realnog BDP-a (% na god.)	6,8	2,5	-0,9	2,9	3,8	5,2	4,5
Ostvareni deficit proračuna opće države (% BDP-a)	-2,2	-1,6	-6,9	-7,2	-5,4	-5,1	-5,0
Deficit potreban za stabiliziranje javnog duga (% BDP-a)	-4,2	-3,0	-1,0	-3,2	-3,5	-4,4	-4,2
Potrebni ukupni fiskalni napor <sup>1</sup>	-2,0	-1,4	5,9	4,0	1,9	0,7	0,8

Napomena: <sup>1</sup> Razlika između deficita potrebnog za stabiliziranje javnog duga i ostvarenog deficita proračuna opće države.

Izvori: Državni zavod za statistiku; Hrvatska narodna banka; Ministarstvo financija; Ekonomski institut, Zagreb (2003); izračun autora.

Grafikon 1.

**DEFICIT  
POTREBAN  
ZA STABI-  
LIZIRANJE  
JAVNOG  
DUGA I  
OSTVARENI  
DEFICIT,  
u % BDP-a**



Izvor: izračun autora.

Kao i kod prethodnog pokazatelja, treba uočiti da se izračun primarnog deficita potrebnog za stabiliziranje duga temelji na razini javnog duga iz prethodne godine. To što se za 2003. npr. predviđa niža razina duga (51,4 posto) od prethodne godine ne znači da bi javni dug u 2003. bio održiv i uz primarni deficit veći od 0,7 posto BDP-a. Razlog tomu je što bez podataka o kretanju duga i otplata ne možemo biti sigurni da će se javni dug u 2003. doista smanjiti. Gornja kalkulacija polazi od pretpostavke da su poznate samo tri varijable: razina duga na kraju 2002. te kamatne stope i nominalni rast u 2003. godini.

Tablica 2.

**PRIMARNI DEFICIT POTREBAN ZA STABILIZIRANJE  
JAVNOG DUGA, 1997-2003.**

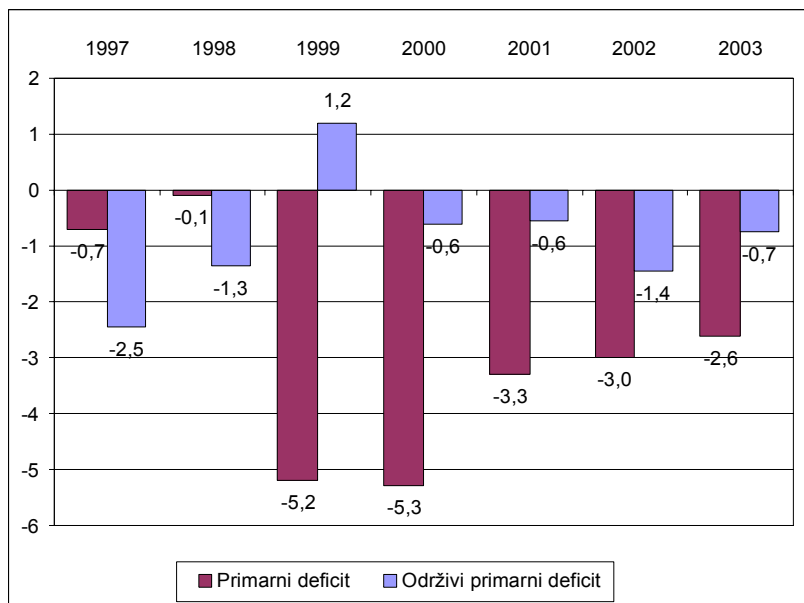
	1997.	1998.	1999.	2000.	2001.	2002.	2003.
Izdaci za kamate (u % BDP-a)	1,5	1,5	1,7	1,9	2,1	2,1	2,4
Nominalna kamatna stopa (%)	6,0	6,2	6,5	6,2	5,7	5,6	6,3
Ostvareni primarni deficit proračuna opće države (u % BDP-a)	-0,7	-0,1	-5,2	-5,3	-3,3	-3,0	-2,6
Primarni deficit potreban za stabiliziranje javnog duga (u % BDP-a)	-2,5	-1,3	1,2	-0,6	-0,6	-1,4	-0,7
Potrebni primarni fiskalni napor (u % BDP-a) <sup>1</sup>	-1,8	-1,2	6,4	4,7	2,7	1,6	1,9

*Napomena: <sup>1</sup> Razlika između primarnog deficita potrebnog za stabiliziranje javnog duga i ostvarenog primarnog deficita.*

*Izvori: Državni zavod za statistiku; Hrvatska narodna banka; Ministarstvo financija; Ekonomski institut, Zagreb (2003); izračun autora.*

Grafikon 2.

**PRIMARNI  
DEFICIT  
POTREBAN  
ZA STABILIZIRANJE  
DUGA I  
OSTVARENI  
PRIMARNI  
DEFICIT,  
u % BDP-a**



Izvor: izračun autora

Zanimljivo je da je primarni fiskalni napor (zadnji redak Tablice 2.) od 1999. godine veći od ukupnog fiskalnog napora (zadnji redak Tablice 1.). Taj rezultat podupire gornju tvrdnju da ukupni deficit može zamagliti sliku o potrebnom opsegu fiskalne konsolidacije.

### *Realna kamatna stopa potrebna za stabiliziranje javnog duga*

Treći korisni pokazatelj održivosti duga koji se može izvesti iz jednadžbe (8) je realna kamatna stopa potrebna da bi se iznos duga stabilizirao:

$$(6) \quad r^* = g + \frac{b_p}{d}$$

U Tablici 3. izračunate su vrijednosti  $r^*$  uz odgovarajuće vrijednosti parametara iz Tablica 1. i 2<sup>4</sup>. Može se uočiti da bi posljednjih nekoliko

<sup>4</sup> Vrijednost za 2003. godinu izračunata je na sljedeći način:  
 $r^*_{2003} = g_{2003} + b^p_{2003}/d_{2002} = 4,5 + (-2,6/0,554) = -0,2$ .

godina uvjet stabilnosti javnog duga zahtijevao negativne kamatne stope. Drugim riječima, javni dug *nije* bilo moguće stabilizirati na zatečenoj razini uz ostvareni primarni deficit i realnu stopu rasta. Ovaj je zaključak posebno značajan, jer u usporedbi s drugim zemljama realne kamatne stope od otprilike 3 posto nisu posebno visoke. Npr. Bugarska je 2002. na javni dug plaćala realnu kamatnu stopu veću od 10 posto, a kamatna stopa potrebna da bi se dug stabilizirao iznosila je  $8\frac{1}{2}$  posto.

Potrebno je naglasiti da su navedene analitičke mjere zasnovane na konceptu neto duga, dok se u gornjim izračunima i u javnim raspravama u Hrvatskoj općenito koriste iznosi ukupnog (bruto) duga. Prednost razmotrenih pokazatelja je da se daju relativno lako i brzo izračunati i njihova interpretacija je jasna. Nedostatak je da su previše statički i da "gledaju unatrag": ukazuju na iznose ukupnog i primarnog deficita te realne kamatne stope potrebne da se stabilizira javni dug na razini iz prethodne godine, uz vrijednosti makroekonomskih i fiskalnih varijabli iz tekuće godine.

Što se tiče izračunatih vrijednosti, sva tri pokazatelja jasno pokazuju da u Hrvatskoj od 1999. nisu ostvarene fiskalne pozicije koje bi omogućile stabiliziranje javnog duga. Razlika između ostvarenih deficita (ukupnog i primarnog) i deficita potrebnih za stabiliziranje javnog duga smanjuje se, doduše, iz godine u godinu. U 2003. godini dodatni fiskalni napor potreban za stabiliziranje javnog duga iznosio je otprilike 3 postotna boda BDP-a. Znakovito je, međutim, to što bi Hrvatskoj čak uz relativno niske kamatne stope posljednjih godina prema ovoj metodologiji bile potrebne negativne realne kamatne stope (od otprilike -0,20 posto) da javni dug stabilizira na razini od oko 55 posto BDP-a. Drugim riječima, u nepovoljnijim uvjetima na međunarodnim financijskim tržištima, koji se objektivno mogu očekivati od iduće godine kada će prema svim predviđanjima kamatne stope u SAD-u započeti uzlazni ciklus, bit će potreban znatno veći fiskalni napor da se javni dug stabilizira.

Tablica 3.

**REALNA KAMATNA STOPA POTREBNA  
DA SE JAVNI DUG STABILIZIRA, 1997-2003.**

	1997.	1998.	1999.	2000.	2001.	2002.	2003.
Realna kamatna stopa (%)							
A. Realizirana vrijednost	-1,4	-2,2	2,7	1,5	2,8	2,7	3,3
B. Potrebna da se javni dug stabilizira	4,3	2,1	-16,4	-10,0	-2,7	-0,4	-0,2
Razlika između kamatne stope (B) i (A)	5,7	4,3	-19,1	-11,5	-5,5	-3,1	-3,5

*Izvor: izračun autora.*

### 3. POKAZATELJI FISKALNE I VANJSKE RANJIVOSTI

U ovom dijelu rada pitanje održivosti duga razmatra se pomoću pokazatelja fiskalne i vanjske ranjivosti. Ključno pitanje u tom kontekstu je što predstavlja kritičnu granicu ili tzv. "prag ranjivosti" za pojedine pokazatelje zaduženosti?<sup>5</sup> Iako u pravilu ne postoji jedinstvena kritična granica određenog pokazatelja za sve privrede ili za sva razdoblja za istu privredu, pokazatelje ranjivosti svejedno je važno sustavno pratiti. Razlog tomu je što su neke od najrazornijih financijskih kriza tijekom proteklog desetljeća prouzročila pogoršanja u stanjima imovine i obveza zemalja dužnika koja nisu bila na vrijeme primijećena (vidi Okvir 1.).

Okvir 1.

#### **PROBLEMI U BILANCAMA IMOVINE I OBVEZA KAO UZROK FINANIJSKIH KRIZA**

Jedno od objašnjenja uzroka financijskih kriza u novim tržišnim privredama je tzv. financijska panika koja povremeno zavlada među investitorima i onda se poput zaraze (*financial contagion*) proširi na slične privrede. Osnovni problem prema ovom objašnjenju sastoji se u krizi likvidnosti do koje je dolazi zbog razlika u ročnoj strukturi financijskih potraživanja i obaveza. Banke i druge financijske institucije uzimaju npr. kratkoročne kredite (često devizne) radi financiranja domaćih projekata koji bi na dugi rok trebali biti profitabilni, ali se u kratkom roku ne mogu likvidirati bez gubitaka. Ta strategija može biti uspješna, ako vjerovnici zadrže povjerenje i obnove kredite. Međutim, vjerovnike zbog promjena u očekivanjima može zahvatiti panika pa oni traže povrat kredita, znajući da će ih, ako to ne učine, preteći drugi vjerovnici. Suočene s nedostatkom likvidnih sredstava banke moraju likvidirati dugoročne projekte uz velike gubitke. Poduzeća bankrotiraju, a banke zapadaju u gubitke. Drugim riječima, financijske krize bi se mogle izbjeći kada bi postojao sustav praćenja bilanci imovine i obveza javnog i privatnog sektora, koji bi na vrijeme upozorio dužnike i vjerovnike na nadolazeće probleme likvidnosti, odnosno ako bi dužnici održavali dovoljno visoke i likvidne pričuve.

<sup>5</sup> Više o ovom pitanju vidjeti u: Daseking (2002) i Mulder (2002). Za metodološki pristup vidjeti MMF (2003b i 2003c).

Empirijski argument koji ide u prilog ovoj tezi je da su tokom azijske krize iz 1997-98. zemlje s visokim deviznim pričuvama - Kina, Hong Kong, Tajvan i Singapur - uspjele prebroditi krizu likvidnosti i sačuvati privredu od dubljih poremećaja. S druge strane, središnje banke zemalja koje su imale relativno niske slobodne pričuve - Tajland, Indonezija, Koreja - brzo su iscrpile mogućnost održavanja likvidnosti domaćeg finansijskog sistema i bile su prisiljene na velike devalvacije.

Postavlja se, naravno, pitanje kako i zašto uopće dolazi do izbijanja i širenja finansijske panike? Odgovor na prvi dio tog pitanja vrlo je obeshrabrujući: bilo koja negativna vijest, npr. o poteškoćama određene banke ili velikog poduzeća, nepovoljnom kretanju izvoza i uvoza, promjeni kreditnog boniteta zemlje, neočekivanom padu pričuva, političkim trzavicama, promjenama ministara u vladi, može dovesti do naglog gubitka povjerenja u vjerodostojnost informacija i do radikalnih promjena u očekivanjima koja investitori ugrađuju u svoje odluke. Na taj način ex ante dobra ulaganja gotovo preko noći mogu postati naizgled bezvrijedna, a vlada koja je još do jučer uspješno održavala makroekonomsku ravnotežu mora se iznenada suočiti s krizom likvidnosti i propadanjem poduzeća i banaka. A kada jedna zemlja zapadne u krizu (npr. Mađarska), strani investitori mogu promijeniti svoja očekivanja i glede susjednih odnosno sličnih zemalja (npr. Slovačka, Hrvatska), i pokušati likvidirati svoja potraživanja u tim zemljama, što u slučaju devizne nelikvidnosti tih zemalja dovodi do širenja krize poput zaraze.

Odgovor na pitanje zašto dolazi do izbijanja i širenja finansijske panike je složeniji. Prvo objašnjenje polazi od teze o preuranjenoj liberalizaciji kapitalnih transakcija u uvjetima globalno integriranih finansijskih tržišta. Prema ovoj tezi, zbog oslobađanja kapitalnih transakcija i globalizacije finansijskih tokova, mogućnosti središnjih banaka da osiguraju dovoljno likvidnosti u slučaju krize bitno su sužene. Čak i u privredama s velikim deviznim pričuvama, zdravim finansijskim sistemom i središnjom bankom spremnom na veliko povećanje kamatnih stopa, gubitak povjerenja može dovesti do masivnog povlačenja deviznih potraživanja i štednih uloga koje finansijski sistem jednostavno ne može izdržati. Rješenje koje se stoga predlaže u kontekstu liberalizacije kapitalnih transakcija je naplaćivanje poreza stranim ulagačima kratkoročnog, špekulativnog kapitala. Često se navodi primjer Čilea, gdje su do nedavno investitorima naplaćivane takse (poput kazne za raskid oročenih depozita) ako su finansijska sredstva uložena u čileanski finansijski sistem povukli unutar jedne godine. Tu je metodu prvi put uvela Španjolska prilikom ulaska u Europsku ekonomsku zajednicu.

Drugo objašnjenje uzroka finansijske panike polazi od teze o nesavršenostima međunarodnih tržišta kapitala. Prema ovoj tezi, u nove tržišne privrede ulažu tri glavne skupine ulagača, od kojih su dvije od njih, po opsegu ulaganja znatno važnije, podložne finansijskoj panici:



- Strani neposredni ulagači (*foreign direct investors*), koji mogu investirati vlastita ili posuđena sredstva u otkup državnih poduzeća ponuđenih na prodaju, ili u nove (*greenfield*) projekte sa ili bez participacije domaćih poduzeća. Ova vrsta investitora obično se smatra dugoročnim ulagačima, koji ne sudjeluju u širenju financijske panike, no njihova ulaganja su često manjeg opsega od tzv. portfolio investitora;

- Strani ulagači u obveznice i dionice zemalja u razvoju kojima su nove tržišne privrede glavni fokus poslovanja. To su posebni odjeli investicijskih banaka te posebni investicijski fondovi (*emerging market funds*) koji zbog prirode svojih ulaganja imaju dugoročni poslovni interes u novim tržišnim privredama, ali zbog propisa o rizičnosti ulaganja i kapitalnoj dostatnosti te zbog imperativa profitabilnosti u slučaju gubitaka na jednom tržištu (npr. Rusiji) moraju brzo likvidirati druga potraživanja iz iste kategorije rizičnosti (npr. u Brazilu), bez obzira na možda povoljne izgleda na potonjim tržištima;

- Strani ulagači kojima su nove tržišne privrede sporedni fokus poslovanja. To su tzv. *crossover* ulagači, osobito mirovinski i investicijski fondovi koji prvenstveno ulažu u visoko kvalitetne dionice i obveznice industrijski razvijenih zemalja, ali im investicijski mandat dopušta da malen postotak svojih sredstava rasporede i na visokorizična ulaganja, među koja uglavnom spadaju i obveznice i dionice novih tržišnih privreda. Budući da menadžeri ovih fondova uglavnom nastoje održati određenu ciljnu stopu povrata na uložena sredstva (*benchmark rate of return*), oni se u slučaju poremećaja na novim financijskim tržištima vrlo brzo povlače, što s obzirom na relativnu veličinu njihovih sredstava uložениh u ta tržišta može presudno utjecati na stanje likvidnosti i kretanje cijena vrijednosnih papira.

Devizna nelikvidnost i nagle promjene u očekivanjima domaćih i stranih investitora u krajnjoj su liniji posljedice nedostatka transparentnosti u financijskom izvještavanju i lošeg vođenja politike likvidnosti, kako na razini poduzeća i banaka, tako i na državnoj razini. Poznato je, npr. da središnje banke u Tajlandu i Koreji nisu uzimale u obzir izvanbilančne obveze (*off-balance sheet liabilities*) poslovnih banaka i poduzeća, a u Koreji i Indoneziji nisu ni kontinuirano pratile direktno devizno zaduživanje poduzeća i nebankarskih financijskih institucija. Nakon krize otkriveni su i dublji problemi u poduzećima, bankama i sistemu financijskog nadzora. Velik dio kredita nije financirao dobre projekte (kako to pretpostavlja teorija financijske panike) nego visokorizične i često dubiozne financijske operacije, koje službe financijskog nadzora nisu odlučno niti na vrijeme sprječavale.

Izvor: Mihaljek (2000), str. 587-589.

Pokazatelje fiskalne i vanjske ranjivosti korisno je svrstati prema načelu "dežurnih osumnjičenika" (*usual suspects*), tj. krenuti od zbirnih pokazatelja poput omjera ukupnog duga (javnog ili vanjskog) i BDP-a, gdje se eventualno pogoršanje izgleda održivosti može najlakše uočiti, prema dezagregiranim pokazateljima koji daju sve bolji uvid u pojedine probleme održivosti duga. Pri tome je važno voditi računa o nekim karakteristikama duga koje kompliciraju analizu održivosti.

Prvo, u analizi fiskalne i vanjske ranjivosti bitan je što potpuniji obuhvat javnog i vanjskog duga. Tu posebno treba imati u vidu implicitne ili potencijalne obveze javnog sektora. Izdane garancije jedina su donekle identificirana komponenta tih obveza u Hrvatskoj. Ostale potencijalne ili implicitne obveze mogu proizići iz izvanproračunskih fiskalnih operacija, implicitnih državnih jamstava u privatnom sektoru, budućih obveza za mirovine, ili poremećaja u financijskom sustavu koji bi zahtijevali pomoć države.

Drugo, pokazatelji ranjivosti često kombiniraju pokazatelje stanja (u brojniku) i tijeka (u nazivniku), pa ih treba pažljivo interpretirati. Pokazatelji stanja (poput razine duga, rezervi, itd.) izvode se iz bilanci imovine i obveza dužnika, a pokazatelji tijeka (poput poreznih prihoda, izvoza roba i usluga, itd.) iz bilanci prihoda i rashoda (npr. državnog proračuna i nacionalnih računa).

Treće, pokazatelji tijeka predstavljaju aproksimaciju kreditne sposobnosti dužnika. Npr. bruto domaći proizvod odražava ukupni dohodak iz kojeg javni sektor odnosno čitava privreda mogu podmirivati dužničke obveze, proračunski prihodi ukupno su raspoloživa sredstva javnog sektora za podmirivanje javnog duga, a izvoz roba i usluga pokazuje ukupno raspoloživi devizni prihod za podmirivanje vanjskog duga. Međutim, ti su pokazatelji suviše agregirani. Zato je kod analize održivosti potrebno proniknuti znatno dublje u strukturu duga i platežne sposobnosti. Tako su npr. ročna i devizna struktura javnog i vanjskog duga, te likvidnosna pozicija dužnika, od bitnog značenja za ocjenu fiskalne i vanjske ranjivosti.

Četvrto, bitno je usporediti istovjetne pokazatelje iz više zemalja, jer se "zdravstveno stanje" neke privrede ne može utvrditi bez usporedbe sa stanjem u sličnim privredama, pogotovo kada se radi o varijablama koje se redovito koriste u financijskim analizama međunarodnih institucija, investicijskih banaka i rejting agencija. U ovom radu koriste se usporedbe sa zemljama kandidatima za Europsku uniju za razdoblje od 2001-03. godine. Podaci za 2003. su službene projekcije.

Uz ove napomene, u nastavku poglavlja prvo se razmatraju agregatni pokazatelji fiskalne i vanjske ranjivosti, zatim pokazatelji ročne i valutne strukture duga, te na kraju pokazatelji likvidnosti.

## Agregatni pokazatelji javnog i vanjskog duga

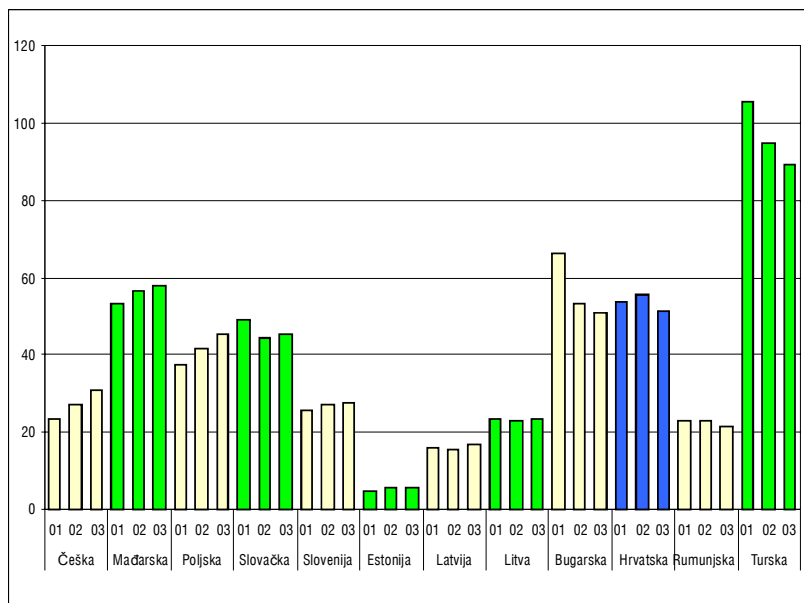
Najčešće korišteni agregatni pokazatelji fiskalne i vanjske ranjivosti su omjer javnog odnosno ukupnog vanjskog i domaćeg proizvoda, omjer javnog duga i proračunskih prihoda i omjer vanjskog duga i izvoza roba i usluga.

Za **omjer javnog duga i BDP-a**, najčešće spominjani prag ranjivosti za Hrvatsku je 60 posto BDP-a. Radi se o dobro poznatom kriteriju Ugovora iz Maastrichta, čije je analitičko opravdanje razmotreno u prethodnom poglavlju. U Hrvatskoj se javni dug u 2003. godini kreće na razini od otprilike 51 posto BDP-a uključujući izdana jamstva (ili 41 posto BDP-a bez izdanih jamstava). Grafikon 3. pokazuje da je to iza Turske i Mađarske najviši omjer ukupnog javnog duga i BDP-a u srednjoj i istočnoj Europi, jednak onome u Bugarskoj<sup>6</sup>. Povoljna okolnost za Hrvatsku je relativna stabilnost ovog udjela u posljednje tri godine. No, treba imati u vidu da je ovaj pokazatelj za Hrvatsku suviše blizu kritične granice da bi u politici zaduživanja javnog sektora moglo doći do popuštanja. S tim u vezi zanimljivo je spomenuti da javni dug u Poljskoj prema Ustavu ne smije biti veći od 60 posto BDP-a. Posebne mjere opreza aktiviraju se kada javni dug prijeđe razinu od 50 posto BDP-a. Točnije, tada se moraju smanjiti deficiti nižih razina vlasti, vijeće ministara Parlamentu mora podnijeti plan fiskalne konsolidacije te je ograničeno izdavanje novih državnih jamstava (OECD, 2002). Zbog ovih fiskalnih pravila ne postoji gotovo nikakva opasnost da javni dug u Poljskoj prekorači granicu od 60 posto BDP-a, što se odražava i u povoljnom kreditnom rejtingu poljskih državnih obveznica.

Treba, međutim, istaknuti da je razina javnog duga od 60 posto BDP-a vjerojatno previsoka s aspekta makroekonomske stabilnosti za privrede poput Hrvatske u kojima su financijska tržišta slabo razvijena. Naime, dubina i likvidnost financijskih tržišta ključni su faktor za stabilne financijske uvjete i za mogućnost zaduživanja države u zemlji umjesto u inozemstvu, osobito u teškim prilikama. Najnovija istraživanja pokazuju da je u proteklih 30 godina u 55 posto slučajeva državnog bankrota (tj. nemogućnosti države da podmiri dospjele obveze), razina ukupnog javnog duga bila niža od 60 posto BDP-a, a u čak 35 posto slučajeva niža od 40 posto BDP-a (vidjeti MMF, 2003a).

<sup>6</sup> Pouzdan i pristupačan izvor fiskalnih podataka za sve zemlje kandidate za Europsku uniju je *Europska komisija (2003a i 2003b)*.

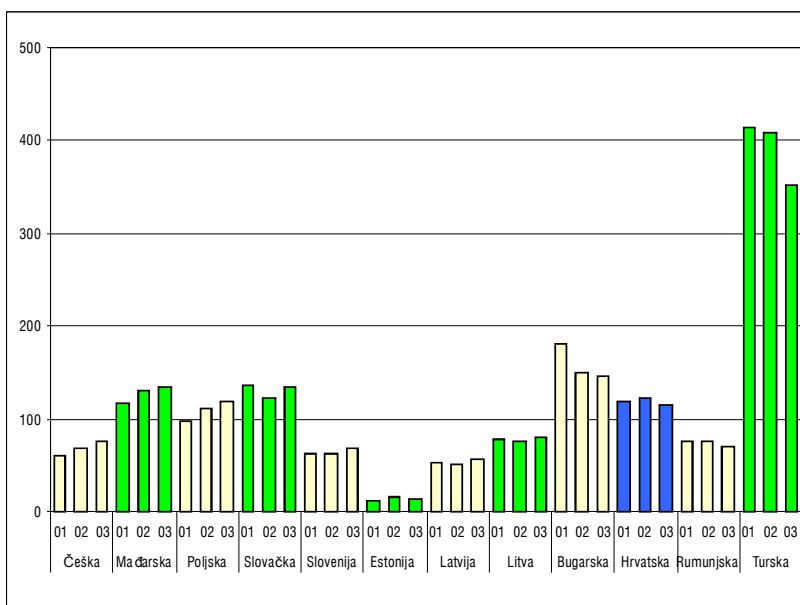
Grafikon 3.

**UKUPAN  
JAVNI DUG,  
U % BDP-a**

*Napomena: <sup>1</sup> Dug na razini opće države.*

*Izvor: središnje banke, MMF, Europska komisija, izračun autora.*

Budući da se sav javni dug u krajnjoj liniji mora podmiriti iz prihoda države, **omjer javnog duga i proračunskih prihoda** daje najopćenitiji uvid u sposobnost države da otplaćuje javni dug. Za ovaj pokazatelj ne postoje analitički ili empirijski utvrđene "zone sigurnosti". No, za orijentaciju mogu poslužiti prosjeci za industrijski razvijene zemlje, gdje je ovaj omjer između 1992. i 2002. iznosio oko 200 posto (vidjeti MMF, 2003a). Usporedba za zemlje Središnje i Istočne Europe upućuje na velike razlike u ovom pokazatelju (Grafikon 4.). Hrvatska se zajedno s Mađarskom, Poljskom, Slovačkom i Bugarskom nalazi u skupini zemalja gdje ovaj omjer premašuje 100 posto. Iako je to znatno niže nego u industrijski razvijenim zemljama, treba imati u vidu da su proračunski prihodi u tranzicijskim privredama u prosjeku niži i nestabilniji zbog uže porezne osnovice, raširenije sive ekonomije i neučinkovitije porezne administracije.



Grafikon 4.

**UKUPAN  
JAVNI DUG,  
U %  
UKUPNIH  
PRIHODA  
OPĆE  
DRŽAVE**

Napomena: <sup>1</sup> Dug na razini opće države.

Izvor: središnje banke, MMF, Europska komisija, izračun autora.

Hrvatska se, glede sposobnost države da otplaćuje javni dug, ističe kao tranzicijska privreda s najvišim proračunskim prihodima: u prosjeku 45 posto BDP-a tijekom 2001-03. u usporedbi s 40 posto u središnjoj Europi, 33 posto u baltičkim zemljama, i 30 posto u jugoistočnoj Europi. Za usporedbu, u industrijski razvijenim zemljama udio proračunskih prihoda iznosi u prosjeku 44 posto BDP-a. Snažan porezni potencijal stoga predstavlja prednost Hrvatske glede mogućnosti zaduživanja. Naravno, uz tako razvijen porezni sistem javni sektor se u boljim uvjetima uopće ne bi trebao znatnije zaduživati. No za postizanje takvih uvjeta trebalo bi smanjenjem javne potrošnje trajno smanjiti proračunski deficit. Postavlja se i pitanje je li tako visoko porezno opterećenje poželjno na sadašnjem stupnju razvitka Hrvatske? No, traženje odgovora na to pitanje prelazi okvire ovoga istraživanja.

Za omjer ukupnog vanjskog duga i BDP-a obično se koriste kritične granice koje utvrđuje Svjetska banka u svojoj redovitoj publikaciji *Global Development Finance*. Ta je klasifikacija utemeljena na dugogodišnjem praćenju sposobnosti otplate vanjskog duga u zemljama u razvoju pa je stoga prvenstveno empirijske prirode. Za srednje razvijene zemlje poput Hrvatske, kategorije zaduženosti prikazane su u Tablici 4. Hrvatska je u razdoblju od 1999-2001. prema toj metodologiji bila umjereno zadužena zemlja.

Tablica 4.

KLASIFIKACIJA ZEMALJA PREMA STUPNJU VANJSKE ZADUŽENOSTI<sup>1</sup>

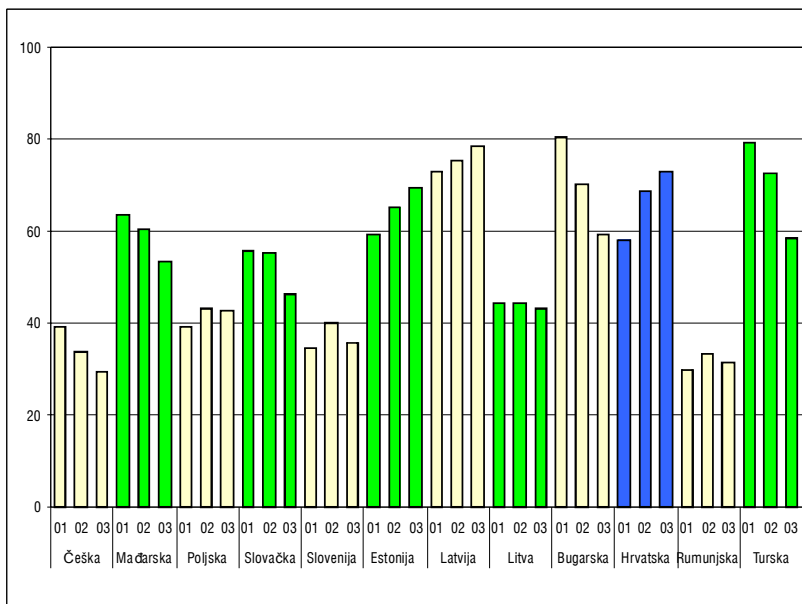
Kriterij zaduženosti <sup>3</sup>	Stupanj zaduženosti <sup>2</sup>		
	Vrlo visoko zadužene zemlje	Umjereno zadužene zemlje	Manje zadužene zemlje
Udio vanjskog duga u BND-u <sup>4</sup>	$x > 80\%$	$80\% \geq x > 48\%$	$x \leq 48\%$
Udio vanjskog duga u izvozu roba i usluga <sup>4</sup>	$y > 220\%$	$220\% \geq y > 132\%$	$y \leq 132\%$
Primjeri zemalja	Argentina, Brazil, Peru, Urugvaj, FR Jugoslavija	Bugarska, Čile, Hrvatska, Estonija, Mađarska, Latvija, Malezija, Filipini, Rusija, Slovačka, Tajland, Turska	Albanija, Bosna i Hercegovina, Češka, Kina, Litva, Makedonija, Meksiko, Poljska, Rumunjska, Južna Afrika

Napomene: <sup>1</sup> Izračunato prema prosjeku pokazatelja za 1999–2001. <sup>2</sup> Za zemlje s bruto nacionalnim dohotkom u 2001. od 2.976 do 9.205 USD. Za zemlje poput Hrvatske koje ne ostvaruju velike prilive od investicija u inozemstvu, razlike između bruto nacionalnog dohotka i bruto društvenog proizvoda vrlo su male. <sup>3</sup> Zemlja se svrstava u pojedini kategoriju ukoliko samo jedan pokazatelj prijeđe kritičnu granicu. <sup>4</sup> Ukupni vanjski dug izražava se u metodologiji Svjetske banke u sadašnjoj vrijednosti budućih otplata glavnice i kamata na dug evidentiran na kraju određenog razdoblja. No razlika između sadašnje vrijednosti otplata duga i stanja duga značajna je samo za visoko zadužene siromašne zemlje. Za Hrvatsku su te dvije vrijednosti gotovo identične.

Izvor: Svjetska banka (2003).

Treba naglasiti da se korištenje kritičnih vrijednost u Tablici 4. treba pažljivo interpretirati, osobito ako se neki od kriterija nalazi blizu navedenih granica. Npr. marginalno pogoršanje nekog indikatora koje dovodi do preskakanja iz kategorije umjereno u visoko zaduženu zemlju ne znači nužno da su bitno pogoršani izgledi održivosti duga. Isto tako, niti svrstavanje neke zemlje u kategoriju umjereno zaduženih ne znači da je održivost duga automatski osigurana. Drugim riječima, kritične vrijednosti udjela ukupnog vanjskog duga u BDP-u samo su jedan skup relevantnih pokazatelja održivosti duga. Taj se zaključak može ilustrirati podacima prikazanim na Grafikonima 5. i 6.

Prema podacima u Grafikonu 5., niti jedna zemlja iz Središnje i Istočne Europe ne bi se tijekom 2001-03. godine mogla svrstati među visoko zadužene prema klasifikaciji Svjetske banke. No očigledno je da su Latvija, Bugarska, Turska, pa čak i Hrvatska prema najnovijim podacima, suviše blizu kritične granice vanjskog duga od 80 posto BDP-a da bi ih uvrštavanje u kategoriju "umjereno" zaduženih moglo tješiti.



Grafikon 5.

**UKUPAN  
VANJSKI  
DUG,  
u % BDP-a**

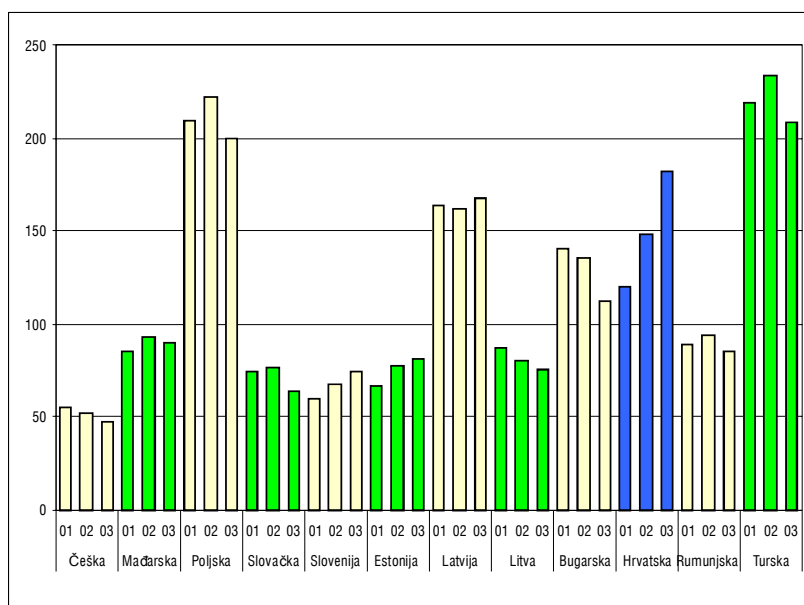
*Izvor: središnje banke, MMF, Europska komisija, izračun autora.*

Iz podataka na Grafikonu 6. vidljivo je da Poljska i Turska doista imaju izražen problem zaduženosti, jer im **ukupni vanjski dug u odnosu na izvoz**

**roba i usluga** iznosi preko 200 posto. S tim u vezi zanimljivo je da je u Tablici 4. Poljska svrstana među manje zadužene zemlje. Očigledno je također da se Hrvatska brzo približava ovoj kritičnoj granici. S tim u vezi treba ponovo naglasiti da se izgledi za održivost duga ne mijenjaju linearno, nego može doći do naglih pogoršanja. Na primjer, ako se zbog podbačaja turističke sezone ne može realizirati zacrtani proračunski deficit, može doći do povećanja premije rizika i time kamatnih stopa na nova izdanja državnih obveznica, čime se smanjuju izgledi za održivost duga. Važno pitanje u tom smislu jest postoji li višegodišnji fiskalni okvir s unaprijed najavljenim i transparentnim pravilima, što pomaže učvrstiti tržišna očekivanja.

Grafikon 6.

**UKUPAN  
VANJSKI  
DUG,  
U % IZVOZA  
ROBE I  
USLUGA**



*Zvor: središnje banke, MMF, Europska komisija, izračun autora.*

Osobito snažan i nagao učinak na omjer duga javnog i vanjskog sektora prema BDP-u mogu imati slijedeća tri čimbenika<sup>7</sup>.

- Dugotrajan rast kamatnih stopa, pri čemu struktura dospijea duga ima odlučujuću ulogu (vidjeti diskusiju u nastavku). Za Hrvatsku je u ovom trenutku važno uočiti da se kamatne stope na međunarodnim tržištima kapitala u zadnje dvije godine kreću na povijesno niskim razinama. Ta situacija zasigurno neće dugo

<sup>7</sup> Vidjeti: Mihaljek i Tissot (2003), str. 361.



potrajati, jer je već u drugoj polovici 2003. godine došlo do oživljavanja svjetske privrede, a za 2004. se predviđa ubrzavanje rasta na 4 posto u Sjedinjenim Američkim Državama i 2 posto u Europskoj uniji. Zbog toga se očekuje da će najkasnije do sredine 2004. doći do zaoštavanja monetarne politike u Sjedinjenim Američkim Državama, što će dovesti do porasta kamatnih stopa na međunarodnim tržištima na kojima se Hrvatska zadužuje. Pritom treba znati da ciklus rasta kamatnih stopa može potrajati nekoliko godina, što može značajno povećati troškove servisiranja vanjskog duga u odnosu na sadašnju situaciju.

- Oštra deprecijacija tečaja izravno povećava omjer duga prema BDP-u kad je veći dio javnih obveza denominiran u stranim valutama, ili ako je domaći dug indeksiran tečajem (vidjeti raspravu u nastavku). Na primjer, u Argentini je omjer javnog duga prema BDP-u prije krize iznosio oko 50 posto, a nakon što se urušila vrijednost pesosa prema dolaru za oko 70 posto, taj je omjer premašio 100 posto.
- Naglo priznavanje neevidentiranih javnih obveza, kada država eksplicitno ili implicitno jamči za dug drugih subjekata. Kao što je navedeno u Okviru 1., čak i u jugoistočnoj Aziji, gdje su zemlje općenito slijedile fiskalnu disciplinu, problem održivosti javnog duga pojavio se kad su na vidjelo izbile uvjetne obveze sektora banaka i poduzeća<sup>8</sup>.

Takva nagla povećanja razine duga neće automatski pogoršati izgleda za održivost duga. Na primjer, povećanje duga često je posljedica brže rekapitalizacije financijskih institucija, koja je vrlo korisna u smislu "čišćenja" bilanci i obnavljanja bankovnog kreditiranja. Odbacivanje neodrživog tečajnog režima također može poboljšati perspektive za rast i ublažiti fiskalne poteškoće. To je po svemu sudeći bio slučaj s Brazilom neposredno nakon devalvacije u 1999. godini.

---

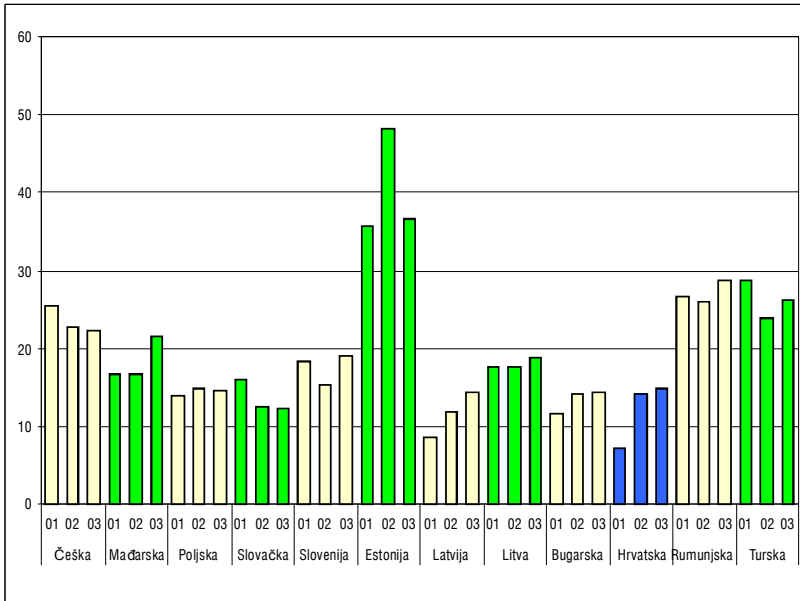
<sup>8</sup> U Brazilu se pretpostavlja da bi priznavanje već postojećih uvjetnih obveza moglo dovesti do porasta duga za 10 posto BDP-a u sljedećem desetljeću.

## Ročna i valutna struktura duga

Da su financijska tržišta potpuna i efikasna, na strukturu duga ne bi utjecale razlike između kratkoročnih i dugoročnih kamatnih stopa, bilateralnih tečajeva valuta, niti među vrstama vjerovnika. U praksi nije tako. Zbog nemogućnosti potpune arbitraže, pokušaji da se smanje troškovi servisiranja duga opravdavaju u određenom trenutku izdavanje bilo kratkoročnih bilo dugoročnih vrijednosnica. Na primjer, kad krivulja prinosa postaje strma, dugoročne obveznice postaju skuplje i vlada može doći u iskušenje da skрати dospijeca ili da se više osloni na dug s fluktuirajućom kamatnom stopom. Ako se nakon toga kratkoročne stope moraju povisiti više no što je ranije očekivano, to u dugom roku povećava rizik održivosti. Stoga se u većini slučajeva smatra da su dugovi s duljim dospijecom sigurniji u smislu rizika financiranja.

U Hrvatskoj je **ročna struktura vanjskog duga** relativno povoljna (Grafikon 7.). Kratkoročni dug čini oko 15 posto ukupnog vanjskog duga, u usporedbi s 20-30 posto u Češkoj, Mađarskoj, Sloveniji, Rumunjskoj i Turskoj, te čak 45 posto u Estoniji. Međutim, **ročna struktura javnog duga** je nepovoljnija, budući da je u zadnje tri godine udio kratkoročnog u ukupnom javnom dugu iznosio otprilike 33 posto. Kratkoročna struktura duga podrazumijeva da fiskalne vlasti trebaju vrlo brzo obnavljati svoj dug, što uz rast kamatnih stopa može dovesti do naglog porasta izdataka za kamate. To je bio važan čimbenik u Turskoj uoči i neposredno nakon valutne krize u veljači 2001. godine. Prosječno dospijecje domaćeg duga tada je iznosilo samo 140 dana. Za ovaj pokazatelj teško je pronaći usporedive podatke za druge zemlje Središnje i Istočne Europe.

**Valutna struktura javnog duga** u Hrvatskoj je vrlo nepovoljna. Zbog dugogodišnjeg zanemarivanja razvoja domaćeg financijskog tržišta, država se prvenstveno zaduživala u inozemstvu, tako da vanjski dug čini čak 60 posto ukupnog javnog duga (Grafikon 8.). U Središnjoj i Istočnoj Europi ovaj je omjer nepovoljniji jedino u Bugarskoj i Rumunjskoj, dok je u zemljama s razvijenim financijskim tržištima poput Češke udio vanjskog duga u ukupnom javnom dugu zanemariv. Visok udio vanjskog duga značajno povećava fiskalnu ranjivost, jer što je više javnih obveza denominirano u stranim valutama, viši je rizik održivosti duga u slučaju znatne deprecijacije domaće valute.

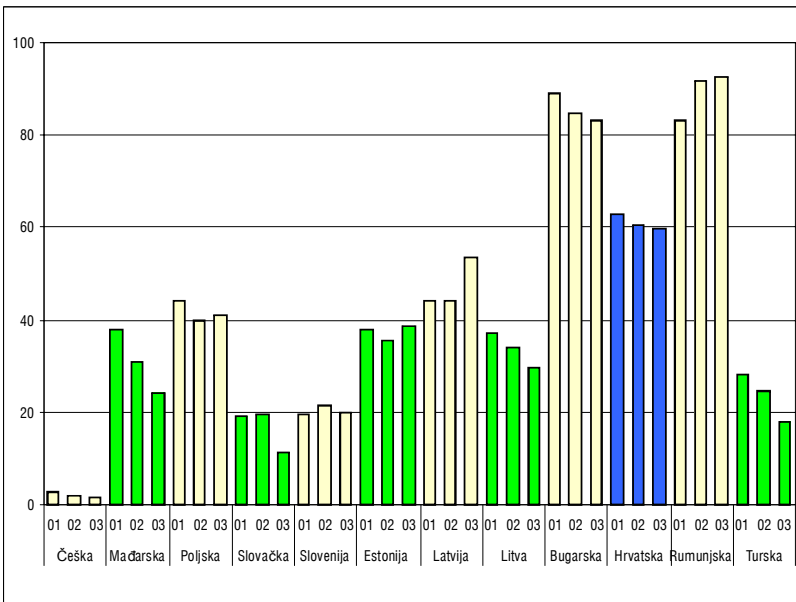


Grafikon 7.

**KRATKO-ROČNI VANJSKI DUG, U % UKUPNOG DUGA<sup>1</sup>**

Napomena: <sup>1</sup> kratkoročne obveze s dospjjećem od jedne godine, prema bankama koje podnose izvještaje BIS-u.

Izvor: središnje banke, MMF.



Grafikon 8.

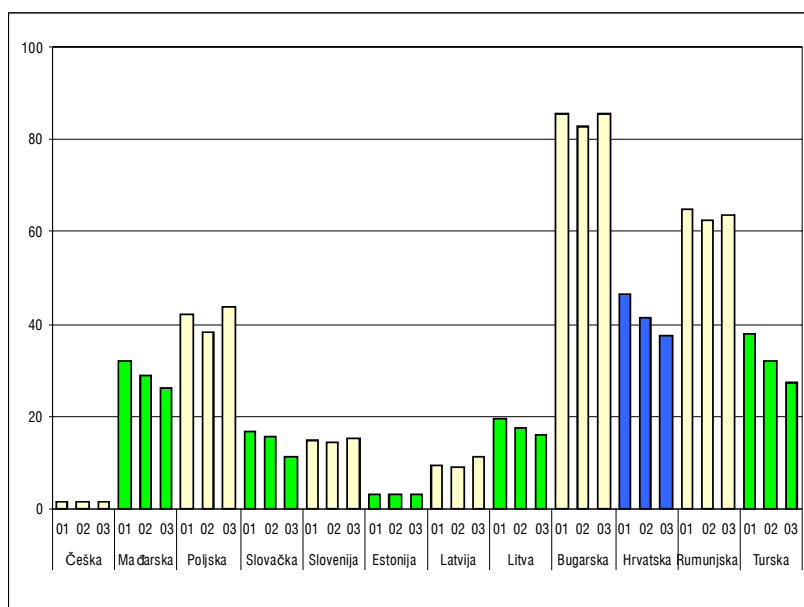
**VANJSKI DUG JAVNOG SEKTORA, U % UKUPNOG JAVNOG DUGA**

Izvor: središnje banke, MMF.

Iz Grafikona 9. je vidljivo da se **udio javnog sektora u ukupnom vanjskom dugu** Hrvatske nalazi na relativno visokoj razini od 40 posto, slično kao u Poljskoj i nešto više nego u Turskoj i Mađarskoj. U Češkoj, Slovačkoj i Sloveniji udio države u vanjskom dugu znatno je niži, što odražava viši stupanj razvoja domaćeg financijskog tržišta odnosno veću fiskalnu disciplinu u tim zemljama (osobito u slučaju Slovenije). Visok udio javnog sektora u ukupnom vanjskom dugu također ukazuje na određenu slabost privatnog sektora. Što su poduzeća i banke financijski snažnije, to će se lakše moći zaduživati u inozemstvu. Gdje to nije slučaj, u inozemstvu će se prvenstveno moći zaduživati država.

Grafikon 9.

**UDIO  
JAVNOG  
SEKTORA U  
VANJSKOM  
DUGU, U %  
UKUPNOG  
VANJSKOG  
DUGA**



Izvor: središnje banke, MMF.

Važno je također napomenuti da privatni sektor uz inozemne obveze ima i značajne devizne obveze prema domaćim vjerovnicima. Sa stajališta javnog sektora i nefinancijskog sektora privrede (poduzeća i domaćinstava), to su devizni krediti i krediti s valutnom klauzulom koje banke u Hrvatskoj odobravaju rezidentima. Sa stajališta banaka, glavna unutarnja devizna obveza su devizni depoziti privatnog sektora. U Tablici 5 veličina ukupnog unutarnjeg deviznog duga procijenjena je na 67 milijardi kuna krajem rujna 2003. godine, što odgovara iznosu od otprilike 50 posto ukupnog vanjskog duga odnosno 35 posto BDP-a. Za poslovne banke taj unutarnji devizni dug čini otprilike 40 posto ukupne aktive. U 2003. godini

može se uočiti trend naglog porasta unutarnjeg deviznog duga za čak 8 posto BDP-a, do čega je došlo zbog ekspanzije kredita s valutnom klauzulom za 18 milijardi kuna. Devizni depoziti pokrivaju preko 110 posto obveza po preuzetom unutarnjem deviznom dugu. Ovaj omjer je, međutim, znatno smanjen od 2001. godine kada je iznosio 160 posto.

Unutarnje devizne obveze privatnog sektora prema poslovnim bankama u potpunosti su pokrivena deviznim depozitima poduzeća i kućanstava. Međutim, za mnoge dužnike valutna struktura prihoda (uglavnom u kunama) nije usklađena s valutnom strukturom obveza (uglavnom u eurima, ili u kunama, ali vezanim uz tečaj). Stoga promjene tečaja mogu vrlo brzo pogoršati takve valutne neusklađenosti. Prudencijalna regulativa obvezuje banke u Hrvatskoj da uravnoteže svoju otvorenu vanjsku poziciju. Banke to mogu učiniti tako da na temelju deviznih depozita odobravaju kredite u eurima. Međutim, ako njihovi klijenti ne ostvaruju devizne prihode, odobravanjem kredita u eurima banke će jednostavno zamijeniti valutni rizik kreditnim rizikom. Radi takve valutne neusklađenosti, hrvatski je bankarski sustav jako ranjiv na hirovite promjene tečaja. Budući da je dug javnog i privatnog sektora uglavnom denominiran u devizama, a ne u kunama, hirovito kretanje tečaja može istovremeno otvoriti problem održivosti duga javnog i privatnog sektora.

Obilježja vjerovnika također mogu utjecati na održivost duga. Postoje određene empirijske indikacije da domaći vjerovnici u prosjeku dulje zadržavaju državne obveznice u svom portfelju, dok su nerezidenti osjetljivi na preokrete u globalnoj likvidnosti i u "apetitu" za rizik prema svim kategorijama imovine u novim tržišnim privredama, pa mnogo češće trguju državnim obveznicama.

Tablica 5.

PROCJENA UNUTARNJEG DEVIZNOG DUGA U HRVATSKOJ, 2001-03.<sup>1</sup>

	u mlrd. kuna			u % vanjskog duga			u % BDP-a		
	2001.	2002.	2003.	2001.	2002.	2003.	2001.	2002.	2003.
		5,7	5,9	5,9	6,0	4,9	4,3	3,5	3,4
Devizna potraživanja banaka od države <sup>2</sup>	7,7	10,8	9,8	8,1	8,9	7,0	4,7	6,1	5,1
Devizna potraživanja banaka od privatnog sektora <sup>3</sup>									
Kunski krediti s valutnom klauzulom (procjena) <sup>4</sup>	31,7	32,2	51,5	33,6	26,6	37,2	19,4	18,2	27,1
Ukupni unutarnji devizni dug <sup>5</sup>	45,0	48,9	67,2	47,7	40,5	48,5	27,6	27,7	35,4
Devizni depoziti privatnog sektora <sup>6</sup>	71,8	72,1	75,4	76,2	59,6	54,4	44,1	40,8	39,7
Neto unutarnji devizni dug privatnog sektora <sup>7</sup>	-26,8	-23,1	-8,2	-28,4	-19,1	-5,9	-16,5	-13,1	-4,3

Napomene: <sup>1</sup> Podaci za 2003. godinu odnose se na rujan; za ostale godine, prosinac. <sup>2</sup> Prema Tablici D3 iz Biltena HNB. <sup>3</sup> Prema Tablici D4 iz Biltena HNB. <sup>4</sup> Prema Tablici D5 iz Biltena HNB. Udio kredita s valutnom klauzulom izračunat prema "relativnoj važnosti" kredita puštenih u tečaj na kraju izvještajnog razdoblja (Tablica G1 iz Biltena HNB). <sup>5</sup> Zbroj deviznih potraživanja banaka od države i privatnog sektora, i kunskih kredita s valutnom klauzulom. <sup>6</sup> Prema Tablici D8 iz Biltena HNB. <sup>7</sup> Razlika između ukupnog unutarnjeg deviznog duga i deviznih depozita privatnog sektora; negativne brojke označavaju neto potraživanja privatnog sektora od poslovnih banaka.

Izvori: HNB, izračun autora.

## Pokazatelji likvidnosti

Sljedeći skup pokazatelja fiskalne i vanjske ranjivosti odnosi se na pokazatelje likvidnosti, tj. sposobnosti dužnika da na vrijeme podmiruju dospjele financijske obveze. Za javni sektor glavni izvori likvidnih sredstava za otplaćivanje dospjelih obveza su proračunski prihodi i službene devizne rezerve, a za privatni sektor prihodi od izvoza roba i usluga i, u slučaju nužde, službene devizne rezerve. U praksi, likvidnost privatnog sektora ovisi o ukupno raspoloživom dohotku poduzeća, kućanstava i financijskih ustanova, dakle, ne samo o prihodima od izvoza roba i usluga nego i o neto prihodima u kunama. U Hrvatskoj se, međutim, ne prikupljaju sustavno statistički podaci na temelju kojih bi se mogle sastaviti bilance prihoda i rashoda privatnih poduzeća i kućanstava, odnosno nacionalni računi prema izvorima prihoda. Zbog toga je praćenje likvidnosti privatnog sektora bitno otežano, što automatski povećava potencijalnu vanjsku ranjivost privatnog sektora.

Na Grafikonima 10 i 11. prikazani su udjeli dospjelih kamata na javni dug u odnosu na proračunske prihode i BDP<sup>9</sup>. Oba su pokazatelja za Hrvatsku, naizgled, povoljna: na plaćanje kamata na dospjeli dug odlazi u posljednje tri godine oko 5 posto proračunskih prihoda, odnosno nešto iznad 2 posto BDP-a. Ti su iznosi umjereni i u apsolutnom iznosu i u usporedbi s drugim zemljama Središnje i Istočne Europe (Mađarska, Poljska, Slovačka, Bugarska, Rumunjska), gdje na plaćanje kamata često odlazi od 7-10 posto proračunskih prihoda odnosno 3-4 posto BDP-a.

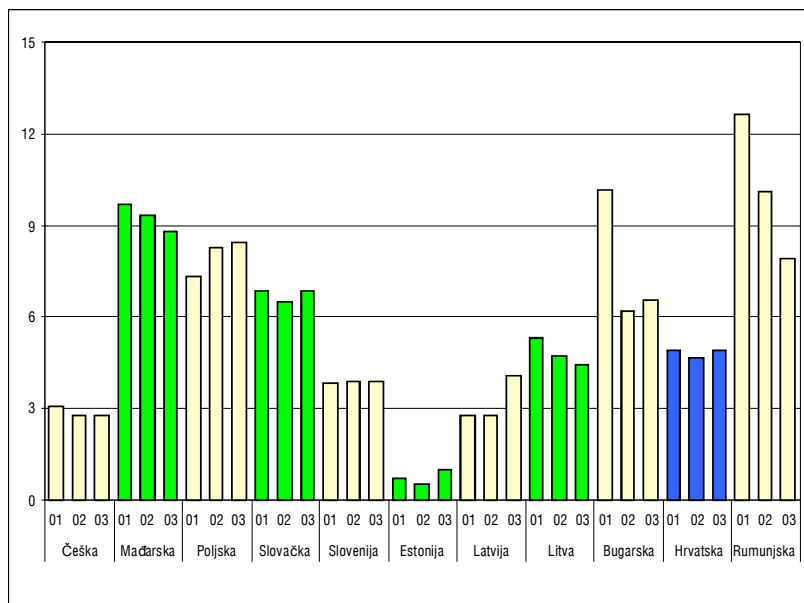
U ovom kontekstu važno je istaknuti su stvarno raspoloživa likvidna sredstva u proračunu često vrlo ograničena, tako da i izdvajanje naizgled umjerenog iznosa od 5 posto ukupnih prihoda za plaćanje kamata može u praksi značajno "nategnuti" proračun. Naime, u većini zemalja Središnje i Istočne Europe od 70-80 posto proračunskih sredstava unaprijed je "rezervirano" za mirovine, plaće javnih službenika i socijalno osiguranje. Ti su izdaci velikim dijelom utvrđeni zakonodavstvom izvan proračuna i na njih fiskalna politika često nema većeg utjecaja. To znači da za podmirenje dužničkih obveza država efektivno raspolaže samo s manjim dijelom proračunskih prihoda.

---

<sup>9</sup> Podaci za Tursku izostavljeni su, jer su izuzetno visoki i iskrivili bi sliku za ostale zemlje. Kamate na dospjeli javni dug Turske iznosile su u prosjeku 20 posto BDP-a odnosno gotovo 80 posto proračunskih prihoda između 2001. i 2003. godine.

Grafikon 10.

**IZDACI ZA  
KAMATE  
NA JAVNI  
DUG, U %  
PRORA-  
ČUNSKIH  
PRIHODA<sup>1</sup>**

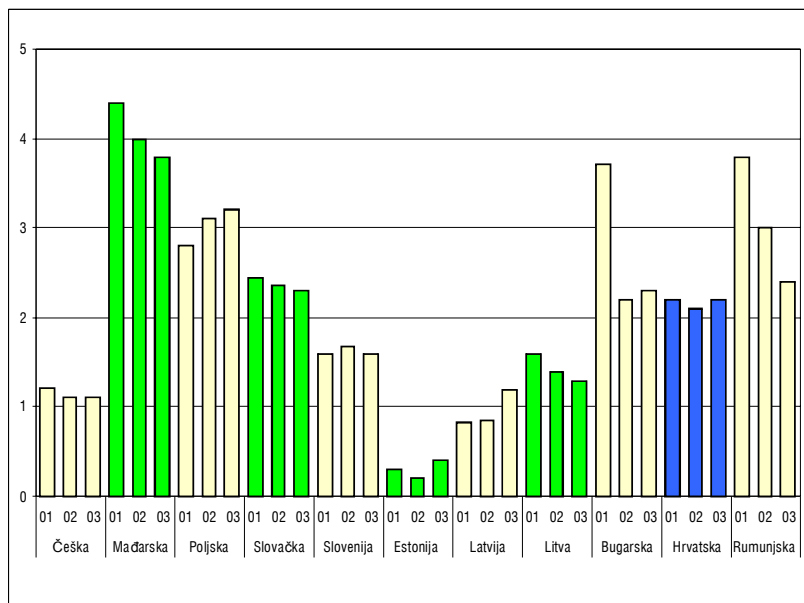


Napomena: <sup>1</sup> prihodi se odnose na opću državu.

Izvor: središnje banke, MMF.

Grafikon 11.

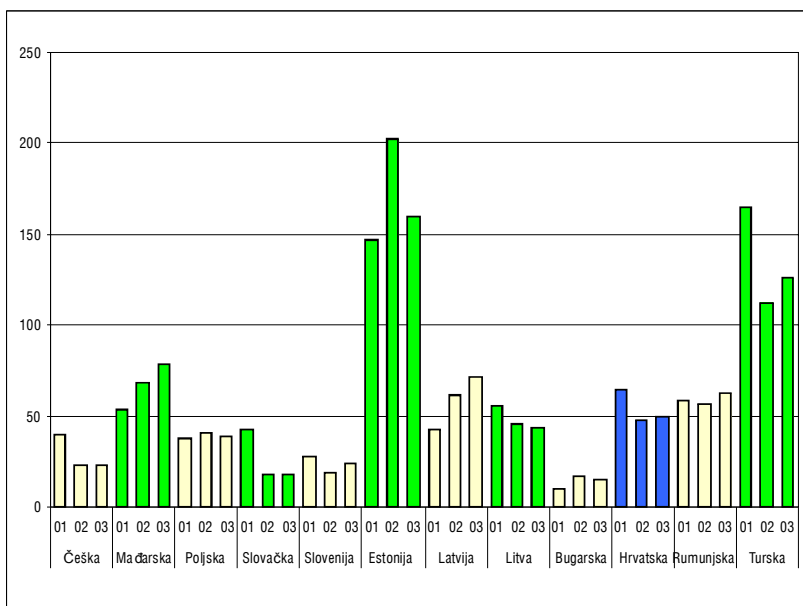
**IZDACI ZA  
KAMATE  
NA JAVNI  
DUG, U %  
BDP-a**



Izvor: središnje banke, MMF



Kao jedan od najboljih *ex ante* pokazatelja (tzv. upozoravajućih signala) likvidnosti vanjskoga sektora u empirijskim istraživanjima najnovijih kriza pokazala se **pokrivenost kratkoročnog vanjskog duga međunarodnim pričuvama**<sup>10</sup>. Za Hrvatsku je ovaj pokazatelj dosta nepovoljan: usprkos naizgled visokih (bruto) deviznih pričuva, kako u apsolutnom iznosu (6,6 milijardi dolara u kolovozu 2003.) tako i odnosu na uvoz roba i usluga (7 mjeseci), neto raspoložive devizne pričuve pokrivale su u posljednje tri godine tek polovicu vanjskog duga s dospijecom kraćim od godinu dana (Grafikon 12.). Češka, Poljska, Slovačka, Slovenija i Bugarska su prema ovom pokazatelju znatno likvidnije od Hrvatske.



Grafikon 12.

**KRATKO-ROČNI VANJSKI DUG, U % NETO DEVIZNIH PRIČUVA<sup>1</sup>**

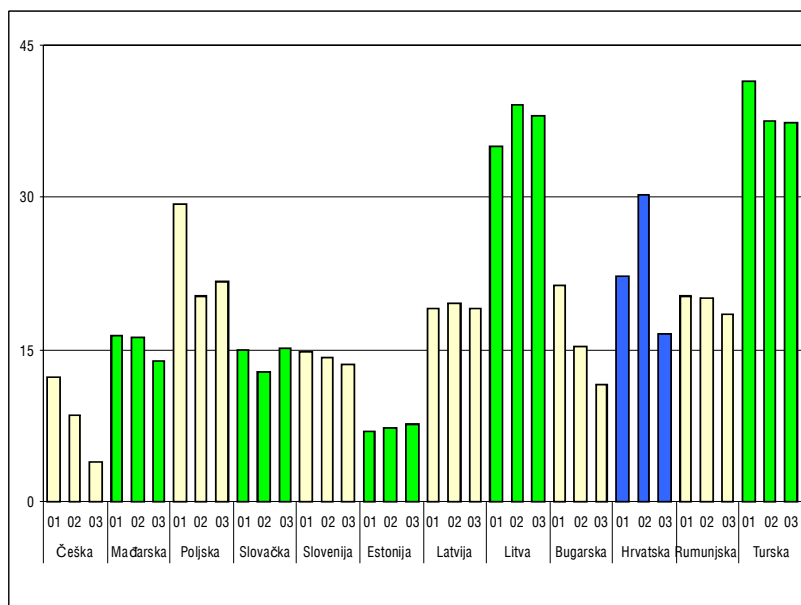
Napomena: <sup>1</sup> kratkoročne obveze s dospijecom do jedne godine, prema bankama koje podnose izvještaje BIS-u.

Izvori: središnje banke, MMF, Deutsche Bank.

<sup>10</sup> Neposredno prije izbijanja azijske financijske krize u lipnju 1997. pričuve u Koreji pokrivale su samo 49 posto kratkoročnih deviznih obveza, u Indoneziji 59 posto i Tajlandu 69 posto. Latinskoameričke zemlje održavale su zbog neugodnih iskustava iz 1980-ih godina znatno viši stupanj likvidnosti, pa nisu bile toliko pogođene smanjenjem likvidnosti na međunarodnim financijskim tržištima nakon izbijanja azijske krize. Pričuve su u Čileu u lipnju 1997. pokrivale npr. 222 posto deviznih obveza, u Brazilu 127 posto, i Meksiku i Argentini 83 posto (Chang, 1999).

Ovaj primjer dobro ilustrira važnost analiziranja većeg broja alternativnih pokazatelja likvidnosti. Kada bismo uzimali u obzir samo odnos deviznih pričuva i uvoza roba i usluga, mogli bismo pogrešno zaključiti da je likvidnosna situacija u Hrvatskoj vrlo povoljna, jer se obično smatra da pričuve trebaju pokrivati najmanje tri mjeseca uvoza roba i usluga. No, kada se raspoložive pričuve usporede s kratkoročnim dugom, stanje vanjske likvidnosti prikazuje se u nepovoljnijem svjetlu. Obično se, naime, preporučuje da su devizne pričuve dovoljno velike da pokrivaju cjelokupni godišnji iznos kratkoročnog duga. U Hrvatskoj bi to značilo da je potrebno još znatno povećati raspoložive devizne pričuve i istovremeno smanjiti kratkoročni vanjski dug. S druge strane, valja istaknuti da se značajan dio kratkoročnog vanjskog duga u većini otvorenih privreda odnosi na standardni kredit inozemnih dobavljača domaćim uvoznicima. Tamo gdje je udio uvoza prema BDP-u visok, normalno je da su i iznosi takvih kredita visoki, pa ovaj pokazatelj u normalnim okolnostima ne mora ukazivati na povećanu vanjsku ranjivost. Problemi, međutim, mogu nastati ako dođe do platnobilančne krize. Iskustva Argentine i Turske iz 2001. i Brazila iz 2002. godine pokazuju da su strani dobavljači obično među prvim stranim vjerovnicima koji nakon izbijanja krize ne obnavljaju kredite. U slučaju visokog uvoznog sastava izvoznih dobara, naglo presijecanje uvoznih kredita može automatski dovesti do smanjenja izvoza, što može dodatno zakomplicirati platnobilančnu krizu.

Sljedeći važni pokazatelji devizne likvidnosti su **otplate vanjskog duga u postotku izvoza roba i usluga** (Grafikon 13.) i **otplate vanjskog duga u postotku neto deviznih pričuva** (Grafikon 14.). Ovi pokazatelji sveobuhvatniji su od gore razmatranih, jer se odnose na ukupne vanjske obveze (tj. otplate glavnica i kamata, a ne samo kamata na ukupni vanjski dug, odnosno glavnica i kamata na kratkoročni dug). Budući da su sve privrede u Središnjoj i Istočnoj Europi vrlo otvorene, na otplate vanjskog duga otpada relativno mali iznos izvoznih prihoda, izuzev kod Litve i Turske, gdje taj udio iznosi manje od 20 posto. Za ilustraciju, u Argentini je ovaj omjer u 2001. godini iznosio preko 400 posto, što je bilo posljedica kako vrlo zatvorene privrede (udio izvoza i uvoza u BDP-u iznosi tek 10 posto), tako i visoke vanjske zaduženosti.



Grafikon 13.

**OTPLATE  
VANJSKOG  
DUGA, U %  
IZVOZA  
ROBE I  
USLUGA<sup>1</sup>**

*Napomena: <sup>1</sup> otplate glavnica i kamata na vanjski dug.*

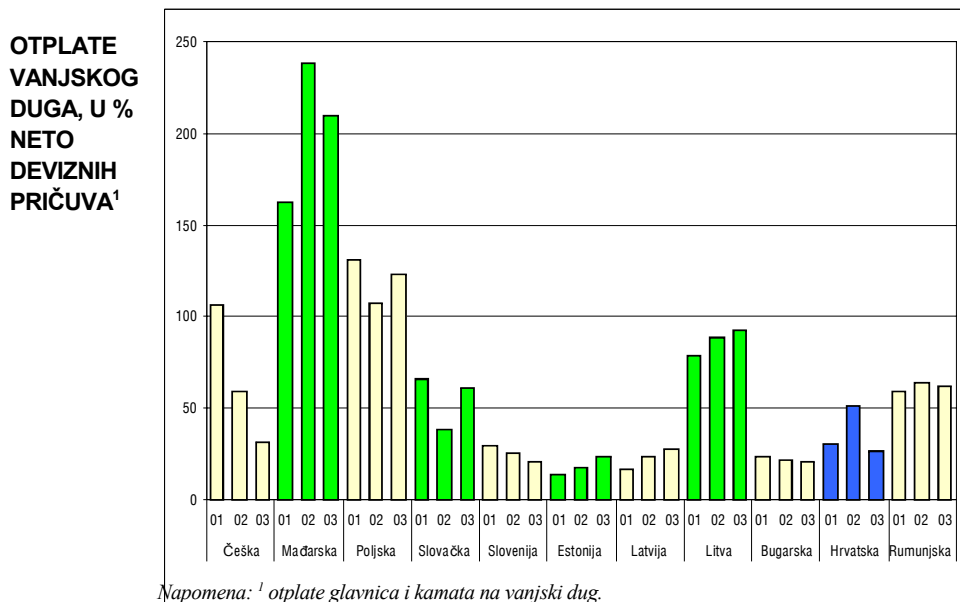
*Izvor: središnje banke, MMF, Deutsche Bank.*

U uvjetima mobilnosti kapitala i otvorenosti kapitalnog računa bilance plaćanja treba, međutim, pratiti ne samo prihode od uvoza roba i usluga, nego i neto dohodak od ulaganja (izravna, portfeljna i ostala ulaganja) i neto kapitalne priljeve. Npr. hrvatska poduzeća počinju investirati u inozemstvu i od tih ulaganja ostvaruju prihode koji se iskazuju na tekućem računu bilance plaćanja. Istovremeno, u zemlju pristižu značajni iznosi što dugoročnih, što kratkoročnih stranih ulaganja. Sve dok je zemlja u stanju privlačiti strani kapital na dugoročno održivoj osnovi, bit će u mogućnosti financirati otplate vanjskog duga i iz tih izvora, a ne samo na temelju prihoda od izvoza roba i usluga.

Udio otplate vanjskog duga u neto deviznim pričuvama u Hrvatskoj je dosta povoljan u odnosu na druge zemlje u Središnjoj i Istočnoj Europi (Grafikon 14.). Treba, međutim, istaknuti da se samo dio pričuva odnosno ukupnih prihoda od izvoza može koristiti za otplatu vanjskog duga. Tu posebno valja istaknuti otplatu vanjskog duga države. Javni sektor ne raspolaže neograničeno deviznim pričuvama niti je u pravilu jedan od većih izvoznika, pa devize za otplatu vanjskog duga mora otkupiti od središnje banke ili na deviznom tržištu. Drugim riječima, otplate vanjskog duga javnog sektora ovise ne samo o poreznim prihodima nego i o likvidnosti deviznog tržišta i tečaju domaće valute. Često se implicitno

pretpostavlja da država može uvesti restrikcije na devizno poslovanje (npr. obveznu cesiju određenog dijela deviza ostvarenih izvozom robe i usluga), odnosno da za otplatu vanjskog duga uvijek može posegnuti za deviznim pričuvama. No, u stvarnosti je uvođenje deviznih ograničenja moguće samo u slučaju nužde, dok pričuvama upravlja središnja banka u skladu sa svojim zakonom utvrđenim mandatom, a ne izvršna vlast u skladu s proračunskim potrebama. Dakle, gdje je udio javnog sektora u vanjskom dugu visok, pokazatelji likvidnosti koji se temelje na izvozu roba i usluga i međunarodnim pričuvama mogu biti varljivi, jer država ne raspolaze slobodno devizama koje ostvari privatni sektor, niti pričuvama kojima upravlja središnja banka.

Grafikon 14.



Iz analize u ovom poglavlju nameće se nekoliko zaključaka. Kao prvo, za temeljitu procjenu fiskalne i vanjske ranjivosti treba uzeti u obzir čitav niz različitih pokazatelja. Svaki pokazatelj ima prednosti i nedostataka. "Idealan" skup pokazatelja ne postoji nego se obuhvat poželjnih pokazatelja stalno mijenja i potrebno ga je stalno nadopunjavati. Slikovito rečeno, za fiskalnu i vanjsku ranjivost postoji velik broj potencijalnih "dežurnih osumnjičenika". Svaki od njih otkrit će neke olakotne i neke otežavajuće okolnosti glede održivosti duga. Što dublje ulazimo

u analizu, to ćemo bolje otkriti prave "krivce", tj. spoznati koje su točke ranjivosti doista važne, a koje manje važne.

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

S obzirom na spomenute neizvjesnosti, važno je što sveobuhvatnije procijeniti rizike vezane uz održivost duga, uključujući različite scenarije koji proizlaze iz nepovoljnih okolnosti. Vladine projekcije proračuna često pokazuju tendenciju "službenog optimizma" i pridružuju mali ponder mogućnosti pojavljivanja neočekivanih šokova. Bilo bi poželjno da fiskalne vlasti predvide određeni manevarski prostor, na primjer, prateći scenarije koji se usredotočuju na kretanja pokazatelja održivosti duga. Nagli porast razlike između tekućeg proračunskog deficita i onoga koji je potreban za stabilizaciju omjera duga prema BDP-u može poslužiti kao upozoravajući signal, čak i onda kada razina duga i promjena razine duga izgledaju "održivo".

## 4.

### SLOŽENI POKAZATELJI: KAMATNI RASPON I KREDITNI REJTING DRŽAVNIH OBVEZNICA

Osim pokazatelja analiziranih u prethodna dva poglavlja, u praksi se često koriste i dva "složena" (*composite* ili *reduced form*) pokazatelja održivosti. To su kreditni rejting dugoročnih državnih obveznica i kamatni raspon (*bond spread*) između državnih obveznica pojedine zemlje i obveznica američkog odnosno njemačkog Ministarstva financija (US Treasuries odnosno Bund). Ovi su pokazatelji složeni, jer odražavaju stavove rejting agencija i ulagača u državne obveznice ne samo o pojedinom aspektu makroekonomske politike (državni proračun, monetarna i tečajna politika, stabilnost financijskog sistema), nego i njihove stavove o cjelokupnoj ekonomskoj i političkoj situaciji u zemlji<sup>11</sup>. Osnovni smisao kreditnog rejtinga i kamatnog raspona je da se ukupna kretanja u realnoj privredi, ekonomskoj politici i politici općenito, koja su relevantna za ocjenu solventnosti države kao dužnika, "reduciraju" u ta dva sintetička pokazatelja. Zbog mogućnosti praćenja ovih

<sup>11</sup> Vidjeti npr. *Standard and Poor's* (2003).

pokazatelja (osobito kamatnog raspona) u realnom vremenu, ovi su pokazatelji nezaobilazne ekonomske svjedodžbe na međunarodnom tržištu kapitala. Investitori iz razvijenih zemalja ne mogu ignorirati kreditni rejting zbog propisa o rizičnosti ulaganja dogovorenih u okviru BIS-a, a vlade zemalja u razvoju zbog troškova financiranja proračunskih i platnobilančnih deficita.

Kreditni rejting posebno se iskazuje za obveze države u domaćoj i u stranoj valuti. Za Hrvatsku je do sada bio znatno važniji kreditni rejting dugoročnih obveznica izdanih u stranoj valuti, jer se je država pretežito zaduživala u inozemstvu, i jer strani ulagači nisu imali neograničen pristup tržištu kunskih obveznica. Zbog toga u ovom radu ne razmatramo posebno kreditni rejting kunskih državnih obveznica. Treba, međutim, napomenuti da će u slijedećih nekoliko godina trebati znatno više napora uložiti u razvoj tržišta kunskih obveznica, budući da se jedan od kriterija za ulazak u Europsku monetarnu uniju odnosi na kamatne stope na dugoročne državne obveznice u domaćoj valuti.

Kreditni rejting dugoročnih obveznica Republike Hrvatske u stranoj valuti trenutačno se nalazi na dnu prihvatljivih oblika ulaganja (*investment grade*) (Tablica 6.). U odnosu na obveznice zemalja koje se razmatraju u ovom radu, od hrvatskih obveznica niže su rangirane samo obveznice Bugarske, Rumunjske i Turske. Nasuprot tome, državne obveznice Češke, Estonije, Mađarske i Slovenije smatraju se "zrelim" financijskim ulaganjima, sličnog rizika kao i obveznice većine postojećih članica Europske unije. Posebno treba istaknuti da se kreditni rejting Hrvatske nije popravio otkako su ga rejting agencije uvele tokom 1997. godine, dok se već ionako povoljniji rejting Češke, Mađarske i Slovenije poboljšao i prije nego je postalo izvjesno da će se u svibnju 2004. pridružiti EU.

Tablica 6.

**KREDITNI REJTING DUGOROČNIH OBVEZNICA REPUBLIKE HRVATSKE  
U STRANOJ VALUTI, PROSINAC 2003.**

Rejting agencija	Rejting Hrvatske	Objašnjenje rejtinga	Zemlje sličnog rejtinga
<b>Moody's</b>  <b>Sistem rejtinga:</b> Aaa, Aa, A Baa, Ba, B Caa, Ca, C	Baa3	Obveznice srednjeg kreditnog boniteta. Sigurnost naplate kamata i glavnice za sada je adekvatna, ali u dugom roku neki elementi sigurnosti naplate mogu nedostajati ili mogu biti nepouzdana. Takve obveznice nemaju osobine vrlo kvalifikativne oblika ulaganja, a mogu čak imati i špekulativne osobine. Brojka 3 znači da su obveznice nalaze pri dnu ovog kreditnog ranga.	Viši rang: Slovenija, Češka, Estonija, Mađarska, Latvija, Poljska, Litva, Slovačka  Niži rang: Bugarska, Rumunjska, Turska
<b>Standard and Poor's</b>  <b>Sistem rejtinga:</b> AAA, AA, A BBB, BB, B CCC, CC R, SD, D	BBB-	Dužnik adekvatnog kapaciteta za podmiriva-nje svojih financijskih obaveza. Međutim, nepovoljna ekonomska kretanja ili promjena uvjeta mogu oslabiti dužnikov kapacitet podmirivanja obaveza. Znak minus znači da je dužnik rangiran u donjem dijelu ovog rejtinga.  Dužnici rangova nižih od BBB imaju značajne špekulativne karakteristike.	Viši rang: Slovenija, Češka, Estonija, Mađarska, Latvija, Poljska, Litva  Isti rang: Slovačka  Niži rang: Bugarska, Rumunjska, Turska
<b>Fitch IBCA</b>  <b>Sistem rejtinga:</b> AAA, AA, A BBB, BB, B CCC, CC, C DDD, DD, D	BBB-	Isto kao i S&P's.	Viši rang: Slovenija, Češka, Estonija, Mađarska, Latvija, Poljska, Litva, Slovačka  Niži rang: Bugarska, Rumunjska, Turska

Izvori: [www.moody's.com](http://www.moody's.com); [www.standardandpoors.com](http://www.standardandpoors.com); [www.fitchibca.com](http://www.fitchibca.com).

S druge strane, kreditni rejting Hrvatske povoljniji je od većine latinsko-američkih zemalja, čiji su bankarski i financijski sistemi daleko razvijeniji (Argentina, Brazil). To se može objasniti prvenstveno činjenicom da je Hrvatska svoje prve kreditne rejtinge dobila tek nakon uspostavljanja makroekonomske stabilnosti sredinom devedesetih godina, dok na rejting latinskoameričkih zemalja nepovoljno utječe duga povijest makroekonomske nestabilnosti i nepodmirivanja dužničkih obaveza iz 1970-ih i 1980-ih godina. Međunarodna tržišta kapitala takve pogreške vrlo teško zaboravljaju: Meksiko je nakon punih 30 godina i ogromnih napora na području fiskalne, bankarske, i monetarne reforme tek 2000. godine kod agencije Moody's "maturirao" iz špekulativnog u rang srednjeg kreditnog boniteta u kojem se nalazi i Hrvatska. Implikacija ovog iskustva za Hrvatsku je očigledna: eventualno narušavanje makroekonomske stabilnosti hrvatsku bi privredu skupo koštalo na međunarodnom tržištu kapitala, i moglo bi imati dugotrajne posljedice za ekonomski razvoj.

Budući da se kreditni rejting mijenja dosta rijetko, za ocjene stanja ekonomske politike u kratkom roku relevantniji je raspon kamata između državnih obveznica pojedine zemlje i američkih odnosno njemačkih državnih obveznica iste ročnosti. Državnim obveznicama trguje se svakodnevno na sekundarnom tržištu, i raspon kamata vjerno odražava sve bitne promjene u kratkoročnoj ekonomskoj politici i ekonomsko-političkoj situaciji općenito.

Na Grafikonu 15. prikazano je kretanje kamatnog raspona na petogodišnje euro-obveznice Republike Hrvatske izdane sredinom veljače 1997. Radi se o jednom od prvih izdanja međunarodnih obveznica Hrvatske nakon dobivanja kreditnog rejtinga. Raspon na tu obveznicu oscilirao je između 0,66 postotna boda (neposredno nakon emisije obveznice u veljači 1997.) i 9,32 postotna boda (na vrhuncu krize međunarodne likvidnosti u listopadu 1998.), s prosjekom od gotovo 3 postotna boda iznad odgovarajućih američkih obveznica. Može se uočiti veliki pad kamatnog raspona početkom 2000. (na 11-2 postotna boda, sa preko 5 postotnih poena u 1999.), te njegovo stabiliziranje na 21-21 postotna boda tokom 2000. i početkom 2001. godine.





Grafikon 15.

**KAMATNI  
RASPON  
IZMEĐU  
OBVEZNICA  
RH I SAD,  
12.02.1997.-  
27.03.2001.<sup>1</sup>**

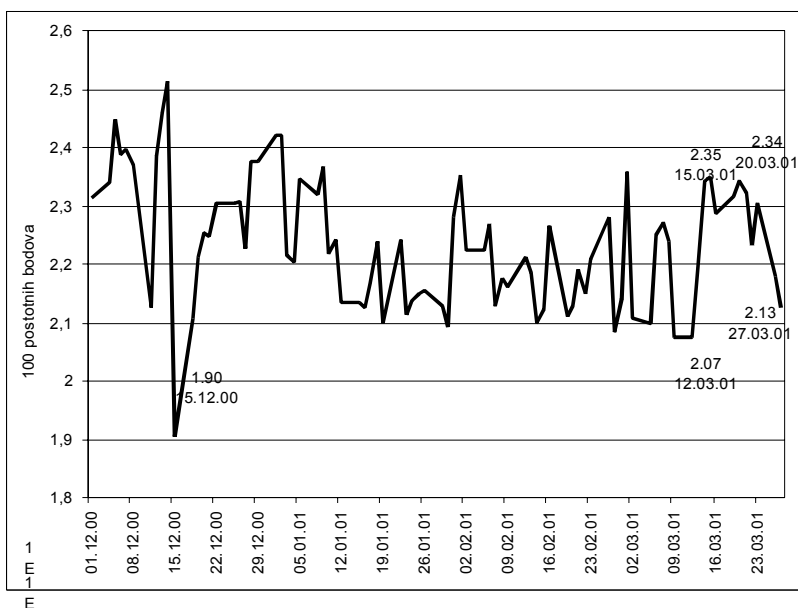
*Napomena: <sup>1</sup> Euroobveznica RH izdana 12.02.1997. s dospeljem 12.02.2002. (kupon od 7%) i odgovarajuća obveznica US Treasury.*

*Izvor: Datastream.*

Posebno je zanimljiva epizoda iz ožujka 2001. prikazana na Grafikonu 16. Nakon završenih pregovora o stand-by aranžmanu s MMF-om, u jednom dijelu stručne javnosti tada je ponovo preko medija otvoreno pitanje usvojene tečajne, monetarne i fiskalne politike. To je među stranim ulagačima u obveznice RH izazvalo nervozu glede buduće orijentacije makroekonomske politike i rezultiralo naglim povećanjem kamatnog raspona između 12. i 15. ožujka 2001. Iako je trajalo relativno kratko, budući da je Vlada za desetak dana odaslala jasnu poruku da neće odustajati od politike dogovorene s MMF-om, to je povećanje posredno uzrokovalo određenu štetu. Dovoljno je naglasiti da uz ukupni vanjski dug od 20 milijardi dolara, svaki postotni bod kamatnog raspona povećava otplatu duga za 200 milijuna dolara godišnje, što odgovara iznosu od 40 posto cjelokupnog godišnjeg proračuna za obrazovanje, odnosno gotovo čitavom iznosu godišnjeg proračuna za znanost i tehnologiju. Naravno, u praksi se viša kamatna stopa koja proizlazi iz porasta raspona primjenjuje samo na nova izdanja obveznica, tako da je neposredni trošak znatno manji od spomenutih iznosa.

Grafikon 16.

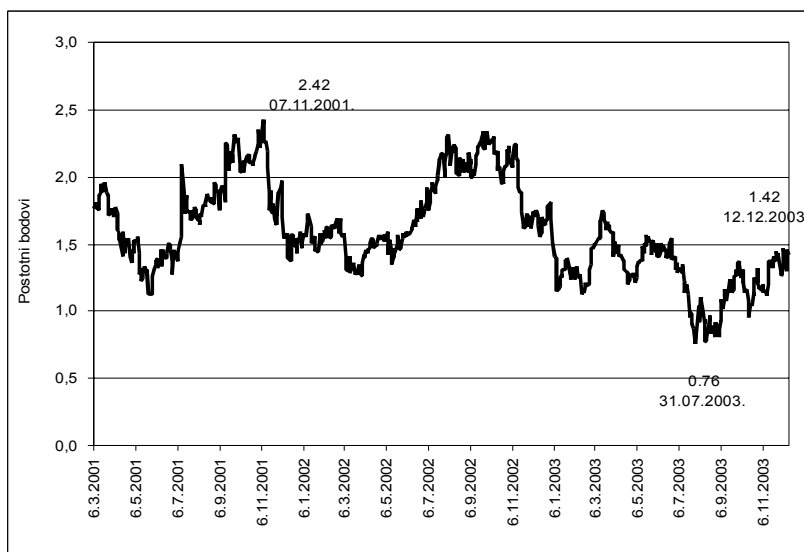
**KAMATNI  
RASPON  
IZMEĐU  
OBVEZNICA  
RH I SAD,  
01.12.2000.  
27.03.2001.<sup>1</sup>**



*Napomena: <sup>1</sup> Euroobveznica RH izdana 12.02.1997. s dospijecom 12.02.2002. (kupon od 7%) i odgovarajuća obveznica US Treasury.*

*Izvor: Datastream.*

Na Grafikonu 17. prikazano je kretanje kamatnog raspona na jednu noviju državnu obveznicu - desetogodišnju euroobveznicu RH izdanu 6. ožujka 2001. uz kupon od 63 posto. Raspon je prikazan u odnosu na odgovarajuću njemačku državnu obveznicu. Kretanje raspona ove obveznice za sada je stabilnije od one prikazane u Grafikonu 16., što je posljedica kako stabilnijih (i znatno povoljnijih) uvjeta financiranja na međunarodnom tržištu kapitala u posljednje tri godine, tako i veće stabilnosti makroekonomske politike. Prosječni raspon u prikazanom razdoblju iznosio je 1,6 postotnih bodova, uz najvišu vrijednost od 2,4 boda (početkom studenog 2001.) i najnižu od 0,8 boda (krajem srpnja 2003.).



Grafikon 17.

**KAMATNI RASPON NA 10-GODIŠNJE DRŽAVNE OBVEZNICE RH I NJEMAČKE<sup>1</sup>**

*Napomena: <sup>1</sup> Euroobveznica RH izdana 06.03.2001., kupon od 6,75%.*

*Izvor: Datastream.*

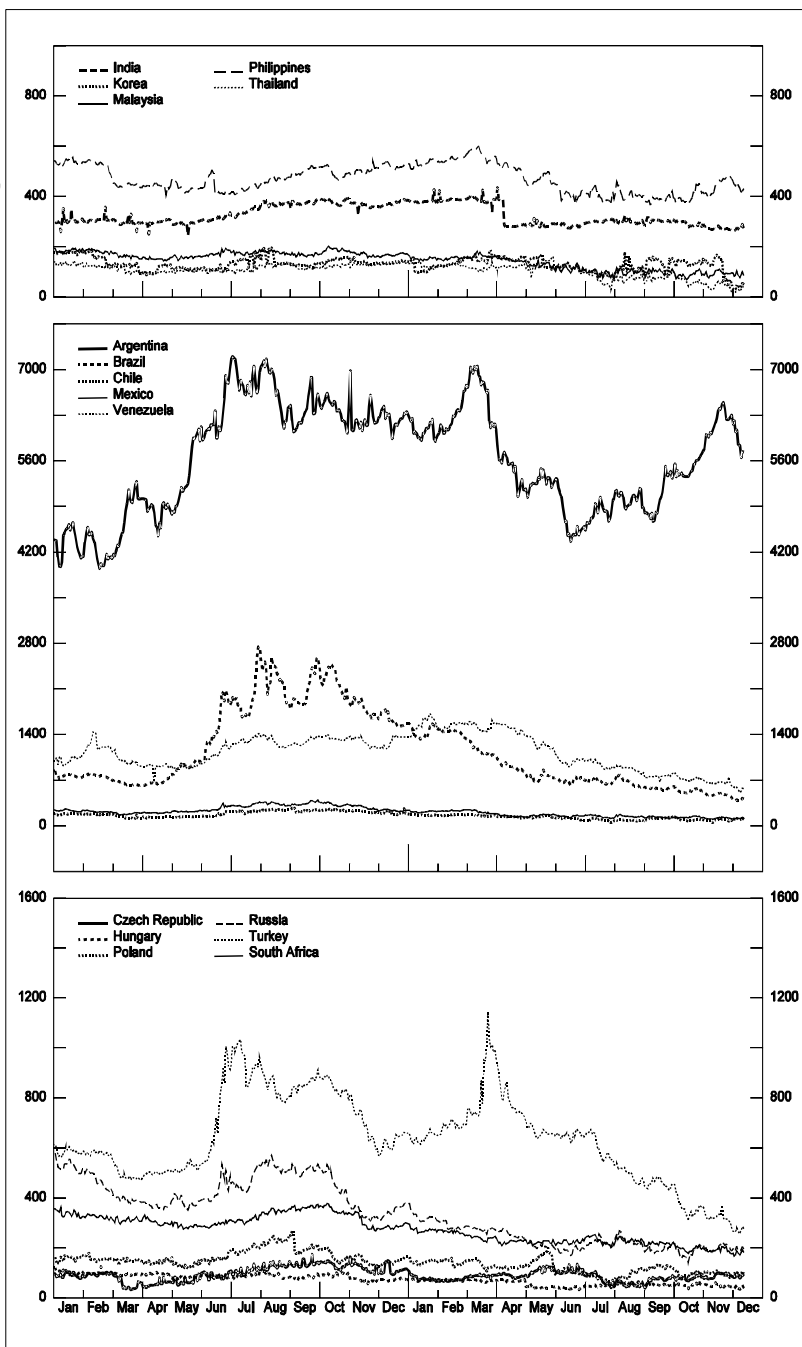
U odnosu na slične zemlje, raspon kamatnih stopa na obveznice srednjoeuropskih i većine azijskih zemalja je niži nego na hrvatske obveznice, dok je kod latinskoameričkih zemalja raspon kamata znatno viši (Grafikon 18). Budući da visoki kamatni raspon kod latinskoameričkih zemalja prvenstveno odražava dugu povijest visoke zaduženosti i nestabilne makroekonomske politike, ponovo se nameće zaključak da bi se odstupanje od stabilne makroekonomske politike vrlo brzo odrazilo na raspon kamata na obveznice RH, što bi moglo imati trajne posljedice za položaj Hrvatske na međunarodnom tržištu kapitala.

Što se tiče kamatnog raspona između kunskih obveznica i odgovarajućih njemačkih obveznica, osnovni problem sastoji se u nepostojanju likvidnog sekundarnog tržišta kunskih obveznica i redovitih izdanja obveznica različitih ročnosti na temelju kojih bi se mogla izvesti krivulja prinosa (*yield curve*)<sup>12</sup> Na Zagrebačkoj burzi trenutačno je uvrštena u kotaciju samo jedna državna kunska obveznica (s dospelom 28. svibnja 2008.), što naravno nije dovoljno za relevantne usporedbe. Treba dakle ponovo naglasiti da Hrvatska neće moći ispuniti kriterije ugovora iz Maastrichta sve dok ne uvede referentna izdanja dugoročnih kunskih obveznica, na temelju kojih će se moći u realnom vremenu iščitati kamatni raspon u odnosu na odgovarajuće obveznice zemalja Europske monetarne unije.

<sup>12</sup> Više o tome vidjeti u Babić (2003) i Mihaljek, Scatigna i Villar (2002).

Grafikon 18.

**KAMATNI  
RASPON NA  
DRŽAVNE  
OBVEZNICE,  
SIJEČANJ  
2002. -  
LISTOPAD  
2003.<sup>1</sup>**



Napomena: <sup>1</sup> u odnosu na odgovarajuće obveznice US Treasury, u postotnim bodovima.

Izvor: Datastream.

## LITERATURA

- Babić, Ante, 2003, "Kunama se ne vjeruje", *Banka*, kolovoz, str. 50-51.
- Blanchard, Olivier, 1990, "Suggestions for a new set of fiscal indicators", OECD Working Papers, br. 79, travanj.
- Buiter, Willem, 1995, "Measuring fiscal sustainability",  
<http://www.nber.org/čwbuiter/public.htm> .
- Chalk, Nigel i Richard Hemming, 2000, "Assessing fiscal sustainability in theory and practice", IMF Working Papers, br. 00/81, travanj.
- Chang, Roberto, 1999, "Understanding Recent Crises in Emerging Markets", *Federal Reserve Bank of Atlanta Economic Review*, drugo tromjesečje, str. 6-16,  
<http://www.atlantafed.org> .
- Daseking, Christina, 2002, "Debt: how much is too much?", *Finance and Development*, 39, prosinac, <http://www.imf.org> .
- Deutsche Bank, Global Markets Research, 2001, "Public debt sustainability in selected emerging markets", 23. travanj.
- Ekonomski institut, Zagreb, 2003, "Javni dug u Republici Hrvatskoj: mjerenje, granice i održivost", projektna studija.
- European Commission, 2003a, "Autumn 2003 economic forecasts", *European Economy*, br. 5, listopad,  
[http://europa.eu.int/comm/economy\\_finance](http://europa.eu.int/comm/economy_finance) .
- European Commission, 2003b, "Projected trends in candidate countries' debt ratios in the light of the 2003 fiscal notifications", Enlargement Papers, br. 16, rujan ,  
[http://europa.eu.int/comm/economy\\_finance](http://europa.eu.int/comm/economy_finance) .
- 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, <http://www.bis.org> .

MMF, 2003a, *World Economic Outlook: Public Debt in Emerging Markets*, Washington: IMF, rujan, <http://www.imf.org> .

MMF, 2003b, *Sustainability assessments: review of application and methodological refinements*, 10. lipanj, <http://www.imf.org> .

MMF, 2002, *Assesing Sustainability*, Prepared by the Policy Development and Review Department, <http://www.imf.org/external/np/pdr/sus/2002/eng/052802.htm> .

Mihaljek, Dubravko, 2000, "Prilog razradi dugoročne strategije privrednog razvoja Hrvatske: Odakle početi, što poduzeti i kako to ostvariti?", *Financijska teorija i praksa*, 24(4), str. 527-602, <http://www.hrvatska21.hr> .

Mihaljek, Dubravko, Michela Scatigna i Agustin Villar, 2002, "Recent trends in bond markets", *BIS Papers*, br. 11, str. 13-41.

Mihaljek, Dubravko i Bruno Tissot, 2003, "Pogled središnjih banaka na fiskalne pozicije u novim tržišnim privredama", *Financijska teorija i praksa*, 27(3), str. 349-86, <http://www.ijf.hr> .

Mulder, Christian, 2002, "Assessing the dangers", *Finance and Development*, 39, prosinac, <http://www.imf.org> .

OECD, 2002, *Economic survey of Poland, 2001-02*. Paris: OECD.

Standard and Poor's, 2003, Republic of Croatia, <http://www.standardandpoors.com> .

Svjetska banka, 2003, *Global Development Finance: Striving for Stability in Development Finance*, Vol I: Analysis and Statistical Appendix, Washington: World Bank, <http://www.worldbank.org> .

## Analysis of Public and External Debt Sustainability for Croatia: Application of Standard Financial Indicators

### **Abstract**

This article analyzes the sustainability of public and external debt of Croatia with the help of standard indicators used by international financial institutions, investment banks and rating agencies. It is shown that a thorough sustainability analysis requires the use of a whole range of indicators. A threshold at which debt sustainability becomes a problem may differ across periods and countries, and depends on the perceptions and expectations of financial market participants. The indicators of debt sustainability for Croatia are compared with those for EU candidates from Central and Eastern Europe.