

UDK 336.2 (497.5)

Prethodno priopćenje

Dražen Koški, dipl. oec.*

ANALIZA INOZEMNOG DUGA

Rastući inozemni dug Republike Hrvatske može rezultirati međunarodnom nelikvidnošću i, u konačnici, smanjenjem bruto domaćeg proizvoda. Pojava međunarodne nelikvidnosti najčešće zahtijeva reprogramiranje inozemnog duga, koje je ponekad uvjetovano rasprodajom državne imovine i prirodnih resursa. Drugim riječima, osim smanjenja bruto domaćeg proizvoda kao pokazatelja smanjene agregatne potrošnje, te s tim u svezi smanjenja bogatstva naroda, u uvjetima međunarodne nelikvidnosti, zemlja može trpjeti i smanjenje svoga suvereniteta.

Zbog toga je važno definirati pojam inozemnog duga, istražiti njegovo ustrojstvo i povezanost sa standardnim sastavnicama bilance plaćanja, te izložiti metode mjerenja inozemne zaduženosti. To je, uz analizu inozemnog duga Republike Hrvatske učinjeno u nastavku.

Ključne riječi: inozemni dug, pokazatelj inozemne zaduženosti, međunarodna nelikvidnost

* Dražen Koški, dipl. oec.
asistent
Ekonomski fakultet u Osijeku

1. POJAM I USTROJSTVO INOZEMNOG DUGA

Svjetska banka definira inozemni dug ovako:

“Ukupan inozemni dug je dug prema nerezidentima plativ u stranoj valuti, dobrima ili uslugama. On je suma javnoga, javnozajamčenoga i privatnoga nezajamčenog dugoročnog duga, uporaba kredita Međunarodnog monetarnog fonda te kratkoročnog duga. Kratkoročni dug uključuje sve dugove koji imaju izvorno dospijeće od jedne godine ili manje i kamate na dospjeli, a neplaćeni dugoročni dug.”¹

Vrijedno je istaknuti i sljedeću definiciju:

“Bruto vanjski dug, u bilo kojem trenutku, je nepodmiren iznos onih stvarnih, a ne možebitnih, obveza koje zahtijevaju plaćanje glavnice i/ili kamata od strane dužnika u nekim točkama u budućnosti, i koje su obveza rezidenata gospodarstva prema nerezidentima.”²

Već je iz navedenih definicija vidljiva mogućnost različitog razvrstavanja inozemnog duga. Pritom su najčešći sljedeći kriteriji:

- 1) s obzirom na rok dospjeća:
 - a) dugoročni dug,
 - b) kratkoročni dug;
- 2) s obzirom na nositelja duga:
 - a) dug države,
 - b) dug banaka,
 - c) dug ostalih sektora;
- 3) s obzirom na denominaciju:
 - a) dug denominiran u domaćoj valuti,
 - b) dug denominiran u stranoj valuti;
- 4) s obzirom na uračunane kamate:
 - a) dug s uračunanim kamatama,
 - b) dug bez uračunanih kamata;

¹ World Bank: “World Development Indicators – 2003.”, World Bank, Washington D. C., 2003., str. 249.

² IMF: “External Debt Statistics – Guide for Compilers and Users”, International Monetary Fund et al., Washington D. C., 2003., str. 7.

- 5) s obzirom na jamstvo države:
 a) dug zajamčen od strane države,
 b) dug nezajamčen od strane države;
- 6) s obzirom na instrumente u kojima je dug izražen:
 a) izravna ulaganja,
 b) portfeljna ulaganja,
 c) ostala ulaganja;
- 7) s obzirom na dospijede duga:
 a) izvorno dospijede,
 b) preostalo dospijede;
- 8) s obzirom na vrijednost duga na tržištu dugova:³
 a) nominalna vrijednost duga,
 b) tržišna vrijednost duga;
- 9) s obzirom na promjenjivost kamatne stope:
 a) dug s promjenjivom kamatnom stopom (npr. LIBOR),
 b) dug s fiksnom kamatnom stopom;

Navedeni kriteriji ne zahtijevaju dodatna objašnjenja. Ipak, kada je riječ o objavljivanju podataka o inozemnom dugu, potrebno je ukazati na problematičnost situacije u kojoj dug denominiran u jednoj valuti, biva objavljen u drugoj. U takvom slučaju nastale tečajne razlike mogu znatno iskriviti informaciju o stvarnom stanju inozemnog duga, iako ne predstavljaju stvarno povećanje ili smanjenje obveze prema inozemstvu. Primjerice, ukoliko se zemlja zaduži u eurima, a objavljuje podatke o inozemnom dugu u dolarima, deprecijacija dolara u odnosu na euro povećat će vrijednost inozemnog duga izraženog u dolarima. No, ovo povećanje samo je prividno, jer stvarna obveza prema inozemstvu ostaje plativa u eurima.

Dakako inozemni dug jedne zemlje najčešće se ne sastoji od samo jedne valute i upravo zbog toga treba biti oprezan prilikom njegova tumačenja.

2. POVEZANOST INOZEMNOG DUGA SA STANDARDNIM SASTAVNICAMA BILANCE PLAĆANJA

Inozemni dug je posljedica suficita pojedinih sastavnica bilance plaćanja, točnije pojedinih sastavnica bilance na financijskom računu. Naime,

ODNOS IZMEĐU STANDARDNIH SASTAVNICA BILANCE PLAĆANJA I INOZEMNOG DUGA

Tablica 1.

Dugovne financijske stavke
Izravna ulaganja u inozemstvo – ostali kapital Potraživanja od povezanih poduzeća Obveze prema povezanim poduzećima
Izravna ulaganja u tuzemstvo – ostali kapital Potraživanja od izravnih investitora Obveze prema izravnim investitorima
Portfeljna ulaganja Obveznice i zadužnice Instrumenti tržišta novca Financijske izvedenice
Ostala ulaganja Trgovinski krediti Zajmovi Valuta i depoziti Ostalo, osim potraživanja kućanstava po životnim osiguranjima
Međunarodne pričuve Pričuvna pozicija u fondu Devize, osim vlasničkih vrijednosnih papira Ostala potraživanja, osim vlasničkih vrijednosnih papira
Nedugovne financijske stavke
Izravna ulaganja u inozemstvo – vlasnički kapital i zadržane zarade Potraživanja od povezanih poduzeća Obveze prema povezanim poduzećima
Izravna ulaganja u tuzemstvo – vlasnički kapital i zadržane zarade Potraživanja od izravnih investitora Obveze prema izravnim investitorima
Portfeljna ulaganja – vlasnički vrijednosni papiri
Ostala ulaganja – potraživanja kućanstava po životnim osiguranjima
Međunarodne pričuve Monetarno zlato Specijalna prava vučenja Devize – vlasnički vrijednosni papiri Ostala potraživanja - vlasnički vrijednosni papiri

Izvor: IMF: "Balance of Payments Compilation Guide", International Monetary Fund, Washington D. C., 1995., str. 176.

³ O tržištu dugova vidjeti u: Baban, Lj.: "Tržište", 2. izmij. i dop. izd., Školska knjiga, Zagreb, 1991., str. 235.-236.

vrijednosti sastavnica bilance plaćanja izražene su kao tijekovi – promjene u odnosu na prethodno razdoblje, najčešće godinu ili tromjesečje, dok vrijednost inozemnog duga predstavlja stanje – zbroj tješkova iz prethodnih razdoblja. Zbog toga je važno znati koje sastavnice bilance plaćanja čine inozemni dug. To je prikazano u tablici 1.

Dakle, stavke bilance na financijskom računu moguće je podijeliti na dugovne i nedugovne. Dugovne stavke predstavljaju obvezu, odnosno potraživanje prema nerezidentima, dok su nedugovne stavke po svojoj naravi imovina i kapital.

3. POKAZATELJI INOZEMNE ZADUŽENOSTI

3. 1. Pojam i vrste pokazatelja zaduženosti

Iako bi se pokazatelji inozemne zaduženosti mogli razvrstati na pokazatelje apsolutnih vrijednosti i pokazatelje relativnih vrijednosti, takvo razvrstavanje za potrebe analize inozemne zaduženosti ne bi bilo osobito korisno. Naime, pokazatelji apsolutnih vrijednosti inozemnog duga kao što su inozemni dug države, inozemni dug banaka, ili, primjerice ukupan inozemni dug ne govore ništa o mogućnostima otplate inozemnog duga promatrane zemlje, niti o utjecaju inozemnog duga na promjenu stope njezina gospodarskog rasta, što i jest temeljna svrha izračunavanja pokazatelja inozemne zaduženosti. Međutim, niti pojedini pokazatelji, niti skupine odabranih pokazatelja ne mogu u potpunosti ispuniti ovu zadaću ukoliko se ne promatraju zajedno s temeljnim makroekonomskim varijablama, posebice s trendovima rasta bruto domaćeg proizvoda, izvoza roba i usluga te kamatnih stopa.

Apstrahirajući naprijed navedeni kriterij, najvažniji kriteriji razvrstavanja inozemne zaduženosti su:

- 1) s obzirom na trenutak, odnosno razdoblje:
 - a) pokazatelji stanja,
 - b) pokazatelji tijeka;
- 2) s obzirom na mogućnost otplate dospjelog duga odmah ili nadolazećeg duga na trajnoj osnovi:
 - a) pokazatelji likvidnosti,
 - b) pokazatelji solventnosti;
- 3) s obzirom na nositelja duga:
 - a) pokazatelji ukupnog inozemnog duga,
 - b) pokazatelji inozemne zaduženosti

- pojedinih sektora,
- ba) pokazatelji zaduženosti države,
- bb) pokazatelji zaduženosti banaka,
- bc) pokazatelji zaduženosti ostalih sektora;

Pokazatelji stanja izračunavaju se na temelju stanja odabranih makroekonomskih varijabli koja su zabilježena u određenom trenutku, na određeni dan. Pokazatelji tijeka temelje se na promjenama vrijednosti pojedinih makroekonomskih varijabli u promatranom razdoblju, dakle od jednog trenutka do drugog.

Na osnovi pokazatelja likvidnosti moguće je uočiti nositeljevu sposobnost plaćanja dospjelog inozemnog duga. Za razliku od pokazatelja likvidnosti, pokazatelji solventnosti pokazuju nositeljevu sposobnost otplate vanjskog duga na trajnoj osnovi. S obzirom da dužnik o dospijeću može obnoviti dug, solventan je: “... sve dok sadašnja vrijednost neto plaćanja kamata ne prelazi sadašnju vrijednost drugih priljeva bilance na tekućem računu (primarno izvoznih primitaka) umanjjenih za uvoz.”⁴

Razvrstavanje pokazateljâ inozemne zaduženosti s obzirom na nositelje duga nije potrebno detaljnije objašnjavati.

3. 2. Važniji pokazatelji inozemne zaduženosti

Neovisno o navedenim kriterijima razvrstavanja, u nastavku će biti prikazani samo važniji pokazatelji inozemne zaduženosti. Gdje god je smisleno, istaknute su kritične vrijednosti pojedinih pokazatelja. One su utvrđene empirijski i do sada su postale sastavnim dijelom većine udžbenika Međunarodnih financija. No unatoč svojoj egzaktnosti i relativno širokoj prihvaćenosti, korisno je postaviti pitanje čemu doista služe. Na ovo pitanje odgovor djelomice daje D. Cohen u svome istraživanju u kojemu uvjerava da je za zemlje s odnosom ukupnog inozemnog duga i bruto domaćeg proizvoda iznad 50 %, ukupnog inozemnog duga i izvoza roba i usluga iznad 200 % te ukupnog inozemnog duga i ukupnih poreza iznad 290 %, rizik reprogramiranja duga preko 60 %⁵.

⁴ IMF: “*External Debt Statistics – Guide for Compilers and Users*”, op. cit., str. 171.

⁵ Cohen, D.: “*A Note on solvency indicators*”, Working Paper No. 1753, Center for Economic Policy Research, London, 1997., preuzeto iz: IMF: “*Debt and Reserve-Related Indicators of External Vulnerability*”, International Monetary Fund, Washington D. C., 2000., str. 30.

3. 2. 1. Odnos ukupnog duga i bruto domaćeg proizvoda

Odnos ukupnog duga i bruto domaćeg proizvoda pokazatelj je kojim je najlakše uspoređivati visinu inozemne zaduženosti različitih zemalja. Iako je, zbog dostupnosti podataka za njegov izračun, vrlo popularan u empirijskim istraživanjima, ovaj pokazatelj ne govori ništa o sposobnosti promatrane zemlje da podmiri nadolazeći inozemni dug, iako može ukazivati na njezinu sposobnost preusmjerenja s proizvodnje dobara namijenjenih domaćem tržištu na dobra namijenjena inozemnom tržištu. No u tom slučaju nužno je ovaj pokazatelj promatrati zajedno s odnosom ukupnog inozemnog duga i izvoza roba i usluga.

Osim u odnosu na bruto domaći proizvod, ukupan inozemni dug moguće je promatrati i u odnosu na bruto nacionalni dohodak, kako to čini Svjetska banka. Na taj način moguće je obuhvatiti i saldo bilance dohodaka koji može biti značajan.

Kritična vrijednost ovog pokazatelja je 50 %.

3. 2. 2. Odnos ukupnog duga i izvoza roba i usluga

Odnos ukupnog duga i izvoza roba i usluga jedan je od najčešćih pokazatelja održivosti inozemne zaduženosti. Njegov porast zasigurno će rezultirati poteškoćama pri servisiranju inozemnog duga. Ipak, ovakvo tumačenje može zavarati osobito u zemljama koje koriste mogućnost vanjskog zaduživanja za investicije u izvozno orijentirani sektor. Za takve zemlje primjerenije bi bilo ovaj pokazatelj izraziti kao odnos ukupnog inozemnog duga i projiciranih izvoznih prihoda u budućnosti.

Kritična vrijednost odnosa ukupnog inozemnog duga i izvoza roba i usluga je 200 %.

3. 2. 3. Odnos sadašnje vrijednosti ukupnog duga i bruto nacionalnog dohotka

Ovaj pokazatelj primjenjuje Svjetska banka prigodom analize inozemne zaduženosti zemalja članica. Razlog njegove primjene sastoji se u tome što pojedine zemlje plaćaju iznimno povoljne kamate, dok druge zemlje plaćaju relativno visoke kamate na inozemni dug, pa mogućnosti servisiranja dugova tih dviju skupina zemalja nisu usporedive.

Inače, sadašnja vrijednost ukupnog inozemnog duga izračunava se diskontiranjem budućih anuite-

ta primjenom rizično-neutralne kamatne stope.⁶

U tablici 2. prikazane su kritične vrijednosti ovog pokazatelja.

3. 2. 4. Odnos sadašnje vrijednosti ukupnog duga i izvoza roba i usluga

Kao i prethodni pokazatelj, odnos sadašnje vrijednosti ukupnog duga i izvoza roba i usluga korišten je pri usporedbi sposobnosti servisiranja inozemnog duga onih zemalja koje plaćaju različite kamate na dug.

Ovaj pokazatelj također koristi Svjetska banka, kao temeljni pokazatelj inozemne zaduženosti, a njegove kritične vrijednosti predočene su u tablici 2.

3. 2. 5. Odnos otplate duga i izvoza roba i usluga

Odnos otplate duga i izvoza roba i usluga pokazuje broj jedinica otplate duga (anuiteta) koji može biti vraćen jedinicom izvoza roba i usluga. Pomoću ovoga pokazatelja lakše je uočiti visinu kratkoročne inozemne zaduženosti zemlje.

Treba napomenuti da Svjetska banka i Međunarodni monetarni fond u otplatu duga ne uračunavaju otplatu kratkoročnog duga, već samo kamate na taj dug, što opravdavaju pretpostavkom da se kratkoročni dug uglavnom sastoji od trgovinskih kredita koji se lako obnavljaju. No, "*... kako iskustvo pokazuje, ta pretpostavka je u nekim slučajevima upitna.*"⁷

Smatra se da je kritična vrijednost ovoga pokazatelja 20 %.

3. 2. 6. Odnos međunarodnih pričuva i kratkoročnog duga

Temeljem ovog pokazatelja moguće je uvidjeti sposobnost zemlje da otplati inozemni kratkoročni dug. Osim toga, on pokazuje likvidnost promatrane zemlje u slučaju njezina ostanka bez priljeva iz inozemstva, neovisno o tome jesu li oni tekuće ili financijske naravi.

⁶ Potanje o izračunu sadašnje vrijednosti ukupnog inozemnog duga vidjeti u: World Bank: "Global Development Finance 2002", Vol. I., World Bank, Washington D. C., 2002., str. 120.

⁷ IMF: "External Debt Statistics – Guide for Compilers and Users", op. cit., str. 175.

U uvjetima sustava fiksnih deviznih tečajeva, ovaj pokazatelj ima iznimnu važnost.

3. 2. 7. Odnos međunarodnih pričuva i uvoza roba i usluga

Odnos međunarodnih pričuva i uvoza roba i usluga pokazuje dostatnost međunarodnih pričuva za uvoz roba i usluga u slučaju nepostojanja deviznih priljeva iz inozemstva. Empirijski promatrano, međunarodne pričuve koje omogućuju tri mjeseca uvoza roba i usluga smatraju se minimalnim, a ta vrijednost blizu je aritmetičkoj sredini i medijanu zemalja članica Međunarodnog monetarnog fonda.⁸

3. 2. 8. Odnos međunarodnih pričuva i primarnog novca

Ovaj pokazatelj važan je u zemljama u kojima postoji slab bankarski sustav i nepovjerenje u domaću valutu, te s tim u svezi mogućnost bijega kapitala u inozemstvo.

Odnos međunarodnih pričuva i primarnog novca institucionaliziran je u *Currency board* sustavima te služi za održavanje međunarodnog kredibiliteta monetarne i devizne politike. U takvim sustavima, njegova vrijednost je najčešće jednaka ili neznatno veća od jedinice. To znači da se ukupno emitirani domaći novac od strane središnje banke može zamijeniti za pojedine pojavne oblike međunarodnih pričuva.

No, u zemljama koje nisu prihvatile *Currency board* sustav, ovaj pokazatelj je često znatno niži od jedinice, što u uvjetima fiksnog deviznog tečaja predstavlja znatno veću opasnost za međunarodnu likvidnost zemlje u slučaju šokova na deviznom tržištu.

3. 3. Inozemna zaduženost prema pokazateljima Svjetske banke

Analiza inozemne zaduženosti bila bi nepotpuna kad ne bi bili spomenuti sustavi temeljnih i alternativnih pokazatelja koje upotrebljava Svjetska banka. Sustav temeljnih pokazatelja inozemne zaduženosti prikazani su u tablici 2.

SUSTAV TEMELJNIH POKAZATELJA INOZEMNE ZADUŽENOSTI

Tablica 2.

Razvrstavanje dohotka	PV ¹ /XGS ² viši od 220 % ili PV/GNI ³ viši od 80 %	PV/XGS manji od 220 %, ali viši od 132 % ili PV/GNI manji od 80 %, ali viši od 48 %	PV/XGS manji od 132 % i PV/GNI manji od 48 %
Nizak dohodak: GNI <i>per capita</i> manji od 755 \$	Teško zadužene zemlje s niskim dohotkom	Umjereno zadužene zemlje s niskim dohotkom	Manje zadužene zemlje s niskim dohotkom
Srednji dohodak: GNI <i>per capita</i> između 756 \$ i 9265 \$	Teško zadužene zemlje sa srednjim dohotkom	Umjereno zadužene zemlje sa srednjim dohotkom	Manje zadužene zemlje sa srednjim dohotkom

¹ PV - sadašnja vrijednost ukupnog inozemnog duga

² XGS - izvoz roba i usluga uvećan za radničke doznake

³ GNI - bruto nacionalni dohodak

Izvor: World Bank: "Global Development Finance 2002", op. cit., str. 120.

⁸ Prilagođeno prema: IMF: "Debt - and Reserve - Related Indicators of External Vulnerability", op. cit., str. 12.

Iz tablice 2. vidljiv je način razvrstavanja zemalja članica Svjetske banke po inozemnoj zaduženosti, ali i po visini bruto nacionalnog dohotka *per capita*. Potrebno je uočiti da se zemlje s visokim dohotkom ne razvrstavaju s obzirom na inozemni dug.

Inače, Svjetska banka razvrstava zemlje članice s obzirom na bruto nacionalni dohodak *per capita*, izračunan Atlas metodom⁹, ovako:¹⁰

- 1) zemlje s niskim dohotkom - manje od 755 \$
- 2) zemlje s nižim srednjim dohotkom - od 756 \$ do 2995\$
- 3) zemlje s višim srednjim dohotkom - od 2996 \$ do 9265 \$
- 4) zemlje s visokim dohotkom - iznad 9266 \$

Zemlje s niskim i srednjim dohotkom često se nazivaju zemlje u razvoju. Dakako, visina dohotka *per capita* ne odražava nužno razinu razvoja pojedine zemlje.

Dio zemalja članica Svjetske banke, zbog nerazvijenosti svojih statističkih sustava, ne dostavlja Banci podatke potrebne za izračun sadašnje vrijednosti ukupnog inozemnog duga. Za takve je zemlje Svjetska banka razvila skup alternativnih pokazatelja inozemne zaduženosti koji su zajedno s pripadajućim kritičnim vrijednostima prikazani u tablici 3.

SUSTAV ALTERNATIVNIH POKAZATELJA INOZEMNE ZADUŽENOSTI

Tablica 3.

Pokazatelj	Kritična vrijednost
Ukupan dug/GNI	50 %
Ukupan dug/XGS	275 %
Otplata duga/XGS	30 %
Kamate/XGS	20%

Izvor: World Bank: "Global Development Finance 2002", op. cit., str. 131.

Ako barem tri od četiri pokazatelja navedena u tablici 3. prelaze svoju kritičnu vrijednost, tada se odnosna zemlja svrstava u teško zadužene zemlje. No, ako barem tri od četiri pokazatelja prelaze 60 %

svoje kritične vrijednosti, ali ju ne dostižu, tada se promatrana zemlja svrstava u umjereno zadužene zemlje. U preostalim slučajevima zemlja se svrstava u skupinu manje zaduženih zemalja.¹¹

Promatrajući sustav alternativnih pokazatelja inozemne zaduženosti moguće je zaključiti da on ili nije u potpunosti prezentiran javnosti ili nije konzistentan. Primjerice, ukoliko dva pokazatelja prelaze svoju kritičnu vrijednost, jedan pokazatelj prelazi 60 % svoje, ali ju ne dostiže, a jedan ne dostiže ni 60 % pripadajuće mu kritične vrijednosti, sukladno izloženom tumačenju, takvu bi zemlju trebalo svrstati u manje zaduženu, što je besmisleno.

Stoga u neovisnim analizama često nije moguće primijeniti sustav alternativnih pokazatelja inozemne zaduženosti čiji je tvorac Svjetska banka.

4. ANALIZA INOZEMNE ZADUŽENOSTI REPUBLIKE HRVATSKE

Zbog neraspoloživih podataka u Republici Hrvatskoj, primjena pokazatelja inozemne zaduženosti opisanih u prethodnom poglavlju je ograničena. Iako Svjetska banka raspolaže detaljnim podacima o inozemnoj zaduženosti Republike Hrvatske, oni nisu objavljeni niti u njezinim publikacijama, niti u publikacijama Hrvatske narodne banke. Glede Svjetske banke, u pojedinim njezinim publikacijama, primjerice Global Development Finance, objavljuju se pokazatelji o inozemnoj zaduženosti zemalja članica, ali najčešće s dvije godine zakašnjenja. Nasuprot tomu, Bilten Hrvatske narodne banke objavljuje redovito podatke o stanju inozemnog duga Republike Hrvatske, no ti podaci nisu dovoljno detaljni da bi ih se moglo iskoristiti za izračun pokazatelja koje Svjetska banka upotrebljava za razvrstavanje zemalja s obzirom na inozemni dug.

Na taj način Hrvatska narodna banka onemogućuje neovisne ekonomiste da detaljno i samostalno analiziraju inozemni dug Republike Hrvatske.

4. 1. Analiza stanja i tijekova inozemnog duga

Stanje inozemnog duga Republike Hrvatske s obzirom na domaće sektore u razdoblju od 1999. do 2003. prikazano je u tablici 4.

⁹ O Atlas metodi vidjeti u: World Bank: "World Development Indicators 2003", World Bank, Washington D. C., 2003., str. 367.

¹⁰ Prilagođeno prema: World Bank: "Global Development Finance 2002", op. cit., str. 131.

¹¹ Prilagođeno prema: World Bank: "Global Development Finance 2002", *ibid.*, str. 131.

INOZEMNI DUG PREMA DOMAĆIM SEKTORIMA KRAJEM RAZDOBLJA

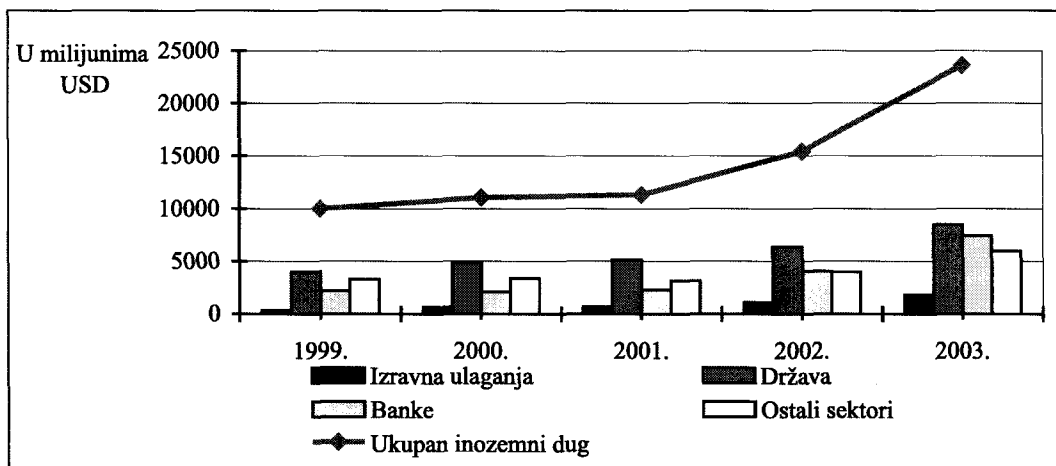
Tablica 4.

U milijunima USD

Opis	1999.	2000.	2001.	2002.	2003.
1. Izravna ulaganja	348,6	626,6	635,0	1.060,8	1.805,7
2. Država	3.975,3	4.828,4	5.132,6	6.360,8	8.456,2
2.1 Portfeljna ulaganja	2.522,9	3.141,2	3.677,1	4.357,1	5.646,5
Obveznice	2.522,9	3.141,2	3.677,1	4.357,1	5.646,5
Instrumenti tržišta novca	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
2.2 Ostala ulaganja	1.452,4	1.687,2	1.455,5	2.003,7	2.809,7
2.2.1 Trgovački krediti	3,3	0,1	1,1	1,1	3,1
Dugoročni	0,6	0,1	1,1	1,1	3,1
Kratkoročni	2,7	0,0	0,0	0,0	0,0
2.2.2 Krediti	1.449,1	1.687,1	1.454,4	2.002,6	2.806,6
Dugoročni	1.373,8	1.327,1	1.454,4	2.002,6	2.806,6
Kratkoročni	75,3	360,0	0,0	0,0	0,0
3. Središnja banka (HNB)	196,6	158,7	122,1	0,0	0,0
U tome: Krediti MMF-a	196,6	158,7	122,1	0,0	0,0
4. Banke	2.184,8	2.086,5	2.299,4	4.032,6	7.384,3
4.1 Portfeljna ulaganja	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Obveznice	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Instrumenti tržišta novca	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
4.2 Ostala ulaganja	2.184,8	2.086,5	2.299,4	4.032,6	7.384,3
4.2.1 Valuta i depoziti	537,7	432,8	633,5	1.975,7	3.745,1
4.2.2 Krediti	1.647,1	1.653,7	1.665,9	2.057,0	3.639,3
Dugoročni	1.627,0	1.640,0	1.657,7	2.050,3	3.528,3
Kratkoročni	20,1	13,7	8,2	6,7	111,0
5. Ostali sektori	3.272,6	3.354,6	3.127,5	3.974,2	5.966,3
5.1 Portfeljna ulaganja	48,5	38,4	54,8	167,7	478,0
Obveznice	31,1	28,9	27,3	167,7	436,2
Instrumenti tržišta novca	17,4	9,5	27,4	0,0	41,8
5.2 Ostala ulaganja	3.224,1	3.316,3	3.072,8	3.806,5	5.488,3
5.2.1 Trgovački krediti	383,9	334,0	293,7	325,6	301,4
Dugoročni	298,5	269,5	239,9	276,5	235,0
Kratkoročni	85,4	64,4	53,8	49,2	66,5
5.2.2 Krediti	2.840,2	2.982,3	2.779,1	3.480,9	5.186,9
Dugoročni	2.611,6	2.838,0	2.691,6	3.394,4	4.966,5
Kratkoročni	228,6	144,3	87,5	86,5	220,3
Ukupno (1+2+3+4+5)	9.977,9	11.054,8	11.316,6	15.428,5	23.612,6

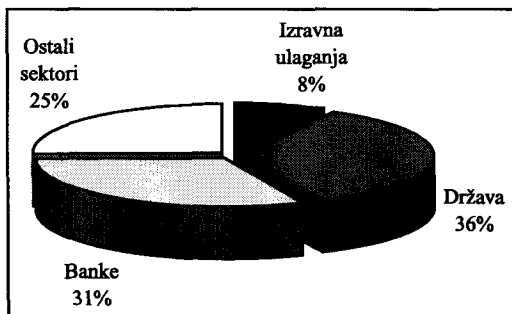
Izvor: HNB: *Bilten*, broj 92., Hrvatska narodna banka, Zagreb, 2003., str. 52.

Trend rasta inozemne zaduženosti pojedinih sektora Republike Hrvatske uočljiviji je na slici 1.



Slika 1.: Rast inozemne zaduženosti Republike Hrvatske u razdoblju od 1999.-2003.

Sukladno podacima iz tablice 4. i slike 1. vidljiv je izniman rast vanjskog duga Republike Hrvatske. Zbog toga je korisno promotriti njegovo ustrojstvo. Ono je prikazano na slici 2.



Slika 2.: Ustrojstvo inozemnog duga Republike Hrvatske

Temeljem podataka prikazanih na slici 2., država je najveći dužnik u Republici Hrvatskoj. Njezin dug iznosi 36 % ukupnog inozemnog duga Republike Hrvatske.

Osim toga, država jamči za inozemni dug banaka i ostalih sektora u iznosu od 3.190,4 milijuna USD¹². Taj dug bi također trebalo promatrati kao državni inozemni dug.

Stope rasta pojedinih sastavnica inozemnog duga u odnosu na prethodnu godinu, ali i prosječne

godišnje stope rasta u promatranome razdoblju, prikazane su u tablici 5.

Na osnovi podataka iz tablice 5. vidljivo je da je tijekom promatranoga razdoblja ukupan inozemni dug Republike Hrvatske rastao u prosjeku 24,08 % godišnje. Nadalje, taj dug je u 2002. porastao za 36,34 %, a u 2003. za čak 53,05 %, u odnosu na prethodnu godinu! Iako je država najveći dužnik u Republici Hrvatskoj, s prosječnom godišnjom stopom rasta od 20,81 %, sustižu ju banke, čija je prosječna godišnja stopa rasta zaduživanja u inozemstvu 35,59 %. Naime, banke su se u 2003. zadužile za 83,12 % više nego prethodne godine, pa je moguće očekivati da će one vrlo brzo postati najveći dužnik u zemlji.

Premda je u tablici 4. riječ o inozemnom dugu domaćih sektora Republike Hrvatske prezentiranom na način kako to čini Hrvatska narodna banka, u njoj se dodatno pojavljuje stavka izravna ulaganja koju nije moguće pridružiti nijednom određenom sektoru. Ovo također predstavlja analitičku poteškoću za neovisne ekonomiste, jer je, zbog miješanja kriterija razvrstavanja, nejasno tko je nositelj tog dijela inozemnog duga.

Nadalje, inozemni dug pojedinog sektora treba razlikovati od njegovih uporaba sredstava inozemnog podrijetla. Poznato je, naime, da su banke financijski intermedijari te da je onaj dio ukupnog inozemnog duga koji je njihova obveza prema inozemstvu plasiran sektorima korisnicima kredita – državi i ostalim sektorima. Zato je, da bi se utvrdi-

¹² HNB: *Bilten*, broj 92., Hrvatska narodna banka, Zagreb, 2003., str. 54.

STOPE RASTA INOZEMNOG DUGA REPUBLIKE HRVATSKE
 U RAZDOBLJU OD 1999.-2003.

Tablica 5.

u postocima

Opis	Godina					Prosječna godišnja stopa rasta
	1999.	2000.	2001.	2002.	2003.	
Izravna ulaganja	-	79,75	1,34	67,06	70,22	50,86
Država	-	21,46	6,30	23,93	32,94	20,81
Banke	-	-4,50	10,20	75,37	83,12	35,59
Ostali sektori	-	2,51	-6,77	25,80	50,13	16,15
Ukupan inozemni dug	-	10,79	2,37	36,34	53,05	24,08

Napomena: stope rasta izračunao je autor ovoga rada; prosječna godišnja stopa rasta izračunana je geometrijskom sredinom.

MEĐUNARODNE PRIČUVE HRVATSKE NARODNE BANKE
 I DEVIZNE PRIČUVE POSLOVNIH BANAKA¹⁾

Tablica 6.

Na kraju razdoblja, u milijunima USD

Godina	Mjesec	Međunarodne pričuve Hrvatske narodne banke							Devizne pričuve poslovnih banaka ²⁾
		Ukupno	Specijalna prava vučenja	Pričuvna pozicija u MMF-u	Zlato	Devize			
						Ukupno	Valuta i depoziti	Obveznice i zadužnice	
1999.	prosinac	3.025,0	189,5	0,2	-	2.835,3	2.459,8	375,5	1.350,2
2000.	prosinac	3.524,8	147,7	0,2	-	3.376,9	2.574,3	802,6	2.152,9
2001.	prosinac	4.704,2	108,4	0,2	-	4.595,6	3.060,3	1.535,3	3.577,4
2002.	prosinac	5.885,8	2,4	0,2	-	5.883,2	3.945,0	1.938,2	2.688,7
2003.	prosinac	8.191,3	0,8	0,3	-	8.190,2	4.181,8	4.008,4	4.908,1

¹⁾ Međunarodne pričuve Republike Hrvatske čine samo devizne pričuve HNB-a

²⁾ Izvršena je revizija podataka od svibnja 1999. godine nadalje.

Izvor: HNB: *Bilten*, broj 92., Hrvatska narodna banka, Zagreb, 2003., str. 47.

la ukupna uporaba sredstava inozemnog podrijetla pojedinog sektora korisnika kredita, potrebno deagregirati inozemno zaduživanje banaka na spomenute sektore i tome dodati njihovo izravno zaduživanje u inozemstvu. Temeljem podataka objavljenih u *Biltenu* Hrvatske narodne banke to, na žalost, nije moguće učiniti.¹³

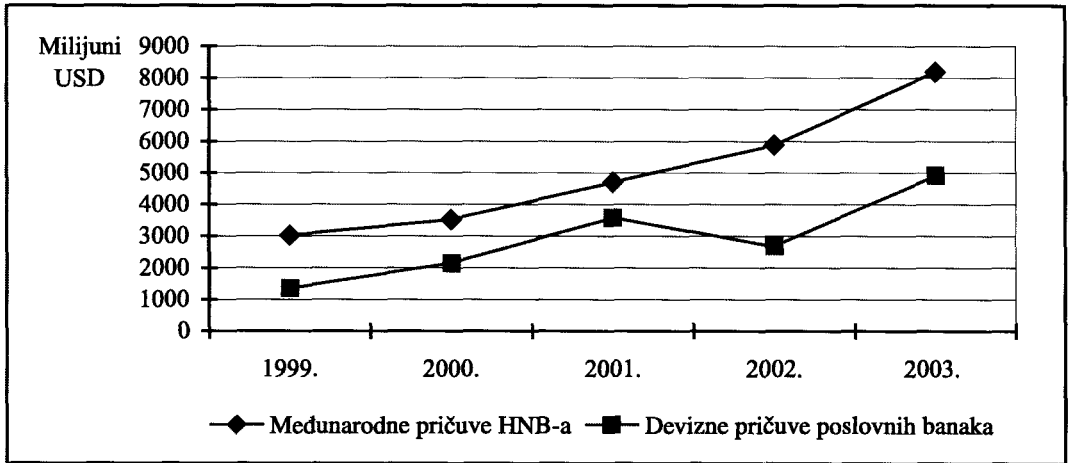
U okviru analize inozemnog duga Republike Hrvatske nužno je promotriti i njezine međunarodne pričuve. One su predočene u tablici 6.

Rast međunarodnih pričuva Republike hrvatske, ali i deviznih pričuva poslovnih banaka, grafički je prikazan na slici 3.

¹³ U svome izlaganju na savjetovanju Hrvatskog društva ekonomista o ekonomskoj politici u 2004. godini održanom u Opatiji 12.11.2003., a objavljenom na:

na: <http://www.hnb.hr/priopci/govori/hg-1211203.htm>, guverner Hrvatske narodne banke Ž. Rohatinski tvrdi da je udio države u ukupnom inozemnom dugu 49 %, privatnih i mješovitih poduzeća 34 %, a stanovništva 17 %.

Slika 3.: Rast međunarodnih pričuva Republike Hrvatske i deviznih pričuva poslovnih banaka



Međunarodne pričuve Republike Hrvatske rastle su ponajprije kao rezultat inozemnog zaduživanja te raspodaje državne imovine. Neovisno o uzrocima, njihov rast je pozitivan jer predstavlja, *ceteris paribus*, poboljšanje međunarodne likvidnosti zemlje.

4. 2. Analiza temeljem pokazatelja inozemne zaduženosti

Za izračun pokazatelja inozemne zaduženosti Republike Hrvatske potrebno je dodatno raspolagati s podacima o pojedinim sastavnicama inozemnog duga te odgovarajućim podacima o makroekonomskim agregatima – bruto domaćem, odnosno nacionalnom proizvodu, izvozu roba i usluga, uvozu roba i usluga te primarnom novcu.

Raspoloživi podaci o pojedinim sastavnicama inozemnog duga Republike Hrvatske, potrebni za izračun izabranih pokazatelja inozemne zaduženosti, u razdoblju od 1999.-2003. godine, prikazani su u tablici 7.

U tablici 7. prikazan je, među inim, kratkoročni inozemni dug republike Hrvatske. Budući da on u ukupnom iznosu nije iskazan u Biltenu Hrvatske narodne banke, već su iskazane samo njegove sastavnice, podatak o ukupnom kratkoročnom dugu za svaku promatranu godinu dobiven je zbrajanjem sljedećih stavki:

- Država – Portfeljna ulaganja – Instrumenti tržišta novca
- Država – Ostala ulaganja – Trgovački krediti – Kratkoročni
- Država – Ostala ulaganja – Krediti – Kratkoročni
- Banke – Portfeljna ulaganja – Instrumenti tržišta novca
- Banke – Ostala ulaganja – Valuta i depoziti
- Banke – Ostala ulaganja – Krediti – Kratkoročni
- Ostali sektori – Portfeljna ulaganja – Instrumenti tržišta novca
- Ostali sektori – Ostala ulaganja – Trgovački krediti – Kratkoročni
- Ostali sektori – Ostala ulaganja – Krediti – Kratkoročni

**POJEDINE SASTAVNICE INOZEMNOG DUGA REPUBLIKE HRVATSKE
 U RAZDOBLJU OD 1999.-2003.**

Tablica 7.

U milijunima USD

Opis	Godina				
	1999.	2000.	2001.	2002.	2003.
Kratkoročni inozemni dug	967,2	1.024,7	819,0	2.118,1	4.184,7
Otplata ukupnog inozemnog duga ¹⁾	1.781,0	2.673,0	2.244,5	2.182,7
Kamate na ukupan inozemni dug	....	367,3	565,1	531,7	613,8

¹⁾ Podatak na posljednji dan godine koja prethodi promatranoj godini

Izvor: HNB: *Bilten*, broj 49., Hrvatska narodna banka, Zagreb, 2000., tablica H 13

HNB: *Bilten*, broj 58., Hrvatska narodna banka, Zagreb, 2001., tablica H 13

HNB: *Bilten*, broj 68., Hrvatska narodna banka, Zagreb, 2002., str. 51.

HNB: *Bilten*, broj 80., Hrvatska narodna banka, Zagreb, 2003., str. 88.

HNB: *Bilten*, broj 92., Hrvatska narodna banka, Zagreb, 2003., str. 52.

Napomena: kratkoročni inozemni dug izračunao je autor ovoga rada.

Podaci o uvozu i izvozu roba i usluga te o bilanci dohodaka izloženi su u tablici 8.

**BILANCA ROBA I USLUGA I BILANCA DOHODAKA REPUBLIKE
 HRVATSKE U RAZDOBLJU OD 1999. DO 2003**

Tablica 8.

U milijunima USD

Opis	Godina					Prosječna godišnja stopa rasta
	1999.	2000.	2001.	2002.	2003.	
1. Bilanca roba i usluga	-1.673,4	-935,9	-1.174,3	-2.493,9	-2.279,5	7,99
1. 1. Prihodi	8.117,8	8.663,1	9.634,2	10.571,0	14.906,7	16,47
1. 2. Rashodi	-9.791,1	-9.598,9	-10.808,5	-13.064,9	-17.186,1	15,18
2. Bilanca dohodaka	-356,3	-406,7	-516,5	-498,8	-1.153,0	34,06
2. 1. Prihodi	254,8	345,8	418,9	428,4	480,1	17,10
2. 2. Rashodi	-611,1	-752,5	-935,3	-927,2	-1.633,1	27,83

Izvor: HNB: *Bilten*, broj 92., Hrvatska narodna banka, Zagreb, 2000., str. 42.

Napomena: prosječna godišnja stopa rasta izračunana je geometrijskom sredinom i izražena je u postotku.

U tablici 9. prikazani su podaci o bruto domaćem proizvodu i bruto nacionalnom dohotku Republike Hrvatske.

Primarni novac Republike Hrvatske predočen je u tablici 10. Budući da je izražen u milijunima

kuna, potrebno ga je preračunati u milijune dolara kako bi se mogao izračunati odnos međunarodnih pričuva i primarnog novca. Preračunavanje je provedeno temeljem prosječnog mjesečnog srednjeg tečaja dolara, što je također vidljivo iz tablice 10.

BRUTO DOMAĆI PROIZVOD I BRUTO NACIONALNI DOHODAK REPUBLIKE HRVATSKE U RAZDOBLJU OD 1999. DO 2003.

Tablica 9.

U milijunima USD

Opis	Godina					Prosječna godišnja stopa rasta
	1999.	2000.	2001.	2002.	2003.	
Bruto domaći proizvod	19.906,0	18.427,3	19.536,0	22.436,0	28.335,0	9,16
Bruto nacionalni dohodak	19.549,7	18.020,6	19.019,5	21.937,2	27.182,0	8,58

Izvor: HNB: *Bilten*, broj 92., Hrvatska narodna banka, Zagreb, 2003.

Napomena: Bruto nacionalni dohodak izračunao je autor ovoga rada; prosječna godišnja

Stopa rasta izračunana je geometrijskom sredinom i izražena je u postotku.

PRIMARNI NOVAC REPUBLIKE HRVATSKE I TEČAJ DOLARA U RAZDOBLJU OD 1999.-2003.

Tablica 10.

Opis	Godina				
	1999.	2000.	2001.	2002.	2003.
Primarni novac ¹⁾ u milijunima kuna	10.310,0	11.717,3	17.803,2	23.027,9	30.586,2
Primarni novac ¹⁾ u milijunima dolara	1.348,13	1.385,13	2.148,65	3.155,57	4.891,12
Mjesečni prosjek srednjeg tečaja dolara ¹⁾	7,647654	8,459373	8,285753	7,297541	6,253412

¹⁾ Prosinac promatrane godine

Izvor: HNB: *Bilten*, broj 59., Hrvatska narodna banka, Zagreb, 2001., tablica H 9

HNB: *Bilten*, broj 71., Hrvatska narodna banka, Zagreb, 2002., str. 50.

HNB: *Bilten*, broj 81., Hrvatska narodna banka, Zagreb, 2003., str. 50.

HNB: *Bilten*, broj 89., Hrvatska narodna banka, Zagreb, 2003., str. 50.

HNB: *Bilten*, broj 92., Hrvatska narodna banka, Zagreb, 2003., str. 18.

Napomena: Primarni novac Republike Hrvatske izražen u milijunima američkih dolara izračunao je temeljem navedenih podataka autor ovoga rad

Temeljem navedenih podataka izračunani su Republike Hrvatske. Oni su, za promatrano razdoblje, predloženi u tablici 11.

IZABRANI POKAZATELJI INOZEMNE ZADUŽENOSTI REPUBLIKE HRVATSKE U RAZDOBLJU OD 1999.-2003.

Tablica 11.

U postocima

Opis	Godina				
	1999.	2000.	2001.	2002.	2003.
Ukupan inozemni dug/bruto domaći proizvod	50,13	59,99	57,93	68,79	83,33
Ukupan inozemni dug/bruto nacionalni dohodak	51,04	61,35	59,50	70,42	86,87
Ukupan inozemni dug/fizvoz roba i usluga	122,91	127,61	117,46	146,36	158,40
Uplata ukupnog inozemnog duga/fizvoz roba i usluga	....	20,56	27,74	21,28	14,64
Kamate na ukupan inozemni dug/fizvoz roba i usluga	....	4,24	5,87	5,04	4,12
Međunarodne pričuve/kratkoročni dug	312,76	343,98	580,48	276,71	195,74
Međunarodne pričuve/uvoz roba i usluga	30,90	36,72	43,52	46,31	47,66
Međunarodne pričuve/primarni novac	224,38	254,47	218,94	186,52	167,47

Napomena: postotke je izračunao autor ovoga rada

Iz tablice 11. vidljivo je da odnos ukupnog inozemnog duga i bruto domaćeg proizvoda, odnosno bruto nacionalnog dohotka prelazi kritičnu vrijednost od 1999. godine. Uz ovoliki inozemni dug nužno je povećavati bruto domaći proizvod, odnosno bruto nacionalni dohodak ponajprije poticanjem razvitka izvozno orijentiranog sektora kako bi se osigurao priljev deviza u Republiku Hrvatsku. Na to ukazuje i odnos ukupnog inozemnog duga i izvoza roba i usluga koji, iako ne dostiže kritičnu vrijednost, u promatranome razdoblju raste. Prihodi od izvoza roba i usluga svakako su temelj na koji se ona mora osloniti ako želi servisirati inozemni dug.

U razdoblju od 2000. do 2002. više od petine izvoznih prihoda trošilo se na otplatu dospjelih anuiteta inozemnog duga. No, u 2003. ovaj se pokazatelj poboljšao te iznosi 14,64 %.

Odnos kamata na ukupan inozemni dug i izvoza roba i usluga nije zabrinjavajući. Kad bi ovaj pokazatelj dostigao kritičnu vrijednost, Republika Hrvatska doista bi bila u nezavidnoj gospodarskoj poziciji.

Trenutno, Republika Hrvatska može podmirivati nadolazeće anuitete inozemnog duga, jer njezine međunarodne pričuve znatno premašuju kratkoročni inozemni dug. Nadalje, međunarodne pričuve su u 2003. godini bile dostatne za približno 5,7 mjeseci uvoza roba i usluga, što se može smatrati zadovoljavajućim. Odnos međunarodnih pričuva i primarnog novca znatno je iznad jedinice koja se zahtijeva u sustavima *Currency boarda*, pa Republika Hrvatska može ukupno emitiranu domaću valutu zamijeniti za pojedine oblike međunarodnih pričuva. To svakako doprinosi povjerenju u hrvatsku kunu, iako se može postaviti pitanje opravdanosti takve monetarne politike.

Sukladno izabranim pokazateljima inozemne zaduženosti Republika Hrvatska je umjereno zadužena zemlja. Međutim, zabrinjavaju trendovi rasta inozemnog duga kombinirani s trendovima rasta deficita bilance roba i usluga te bilance dohoda. Takva nepovoljna kombinacija spomenutih trendova sigurno će rezultirati međunarodnom nelikvidnošću zemlje ukoliko se na vrijeme ne ukloni!

4. 3. UZROCI INOZEMNE ZADUŽENOSTI I NAZNAKE MOGUĆEGA RJEŠENJA

Već je ranije istaknuto da najveći udio u inozemnom dugu zauzima država, iako će ju vrlo vjerojatno, u dogledno vrijeme, sustići banke.

Dakako, osnovni razlog zaduživanja države je proračunski deficit. Ovaj deficit u razdoblju od 1999. do 2003. godine, prikazan je u tablici 12.

PRORAČUNSKI DEFICIT REPUBLIKE HRVATSKE U RAZDOBLJU OD 1999. DO 2003.

Tablica 12.

U milijunima kuna

Opis	Godina				
	1999.	2000.	2001.	2002.	2003.
Ukupan deficit	-2.523,3	-6.107,9	-4.309,1	-3.500,5	-2.186,6
Strano financiranje	4.615,1	6.921,5	2.299,6	2.347,8	3.050,0
Domaće financiranje	-2.091,8	-813,6	2.009,6	1.152,7	-863,4

Izvor: HNB: *Bilten*, broj 92., Hrvatska narodna banka, Zagreb, 2003., str. 59

Na osnovi podataka predloženih u tablici 12. vidljivo je da država veći dio proračunskog deficita financira inozemnim sredstvima. Štoviše, u godinama 1999., 2000. i 2003. država je refinancirala dio domaćeg duga zadužujući se pod povoljnijim uvjetima na inozemnim tržištima kapitala.

Osim javnim dugom, država je proračunski deficit financirala i rasprodajom imovine. Glede rasprodaje državne imovine nerezidentima:

*"Trebalo imati u vidu i to da samo saznanje da je država u financiranju proračuna ovisna o prihodima od prodaje imovine dovodi državu u nepovoljan položaj kod prodaje te imovine. U takvim okolnostima nije isključena mogućnost ucjenjivanja i prodaje državne imovine ispod stvarne vrijednosti."*¹⁴

Osim toga, financiranje inozemnog duga rasprodajom državne imovine može biti problematično s motrišta prinosa te imovine. Kad imovina prodana nerezidentima počne ostvarivati prinos, vrlo je vjerojatno da će ga njezini vlasnici željeti transferirati u inozemstvo, što potvrđuje rastući deficit bilance dohoda Republike Hrvatske prikazan u tablici 9. To će rezultirati povećanom potražnjom za devizama na domaćem deviznom tržištu, što također može postati jedan od uzroka međunarodne nelikvidnosti.

Zaduživanje u inozemstvu, kao sastavni dio javnog duga, te rasprodaja imovine rezultirali su pritiskom na vrijednost kune – točnije njezinu aprecijaciju, što je u uvjetima liberalizacije tržišta i rasta uvoza osobito nepovoljno utjecalo na bilancu na tekućem računu. Kad država rasproda preostalu imovinu koju kani rasprodati, proračunski deficit generirat će još veće zaduživanje u inozemstvu. Istina, država se može zadužiti i u tuzemstvu, no takvo zaduživanje, iako nema za posljedicu odljev sredstava izvan zemlje, rezultira efektom istiskivanja (*crowding out effect*). Drugim riječima, porast državne potražnje za kreditima poslovnih banaka za posljedicu će imati porast kamatnih stopa, zbog čega će se smanjiti ulaganja privatnog sektora. Više kamatne stope u odnosu na inozemstvo dodatno će rezultirati kamatnom arbitražom, odnosno zaduživanjem bankovnog, ali i ostalih sektora u inozemstvu. Na taj način država izravno – zaduživanjem u inozemstvu, ili neizravno – zaduživanjem u tuzemstvu, utječe na visinu inozemnog duga Republike Hrvatske.

U takvoj situaciji postaje jasno zašto državi nije u interesu dopustiti deprecijaciju kune unatoč rastućem deficitu bilance roba. Kad bi kuna deprecirala, servisiranje inozemnog duga postalo bi skuplje, jer bi tada trebalo dati više jedinica domaće valuta za jedinicu strane. To bi, *ceteris paribus*,

¹⁴ Jurković, P.: *"Javne financije"*, Masmedija, Zagreb, 2002., str. 139.

značilo daljnji porast proračunskog deficita. Deprecijacija kune bi i s gledišta ostalih sektora otežala vraćanje inozemnih kredita. Zbog toga bi se ovi sektori usmjerili na domaće financijsko tržište, što bi prouzročilo porast kamatnih stopa, pad investicija i smanjenje bruto domaćeg proizvoda. Bankovni sektor mogao bi samo kratkoročno profitirati – od kamatne arbitraže. Ali u dugom roku, zbog smanjenja bruto domaćeg proizvoda, svi sektori postali bi gubitnici. Nadalje, uvozna dobra bi poskupjela, što bi izazvalo inflacijski pritisak, a borba protiv inflacije je osnovni cilj Hrvatske narodne banke.¹⁵

No deprecijacija ne mora rezultirati dvjema spomenutim negativnostima. Ona može imati za posljedicu porast izvoza te smanjenje uvoza u tolikoj mjeri da u potpunosti anulira navedene negativ-

nosti¹⁶. Porast izvoza prouzročio bi multiplikativni porast bruto domaćeg proizvoda i, na kraju, porast javnih prihoda te smanjenje proračunskog deficita. Smanjenje uvoza pojedinih dobara smanjilo bi njihov ponder u košari dobara temeljem koje se mjeri inflacija¹⁷, pa bi inflacija također bila manja ili je čak ne bi bilo. Osim toga, dio porasta cijena uvoznih dobara inozemni dobavljači, u uvjetima snažne konkurencije na tržištu, mogu preuzeti na sebe, što bi također smanjilo potencijalnu inflaciju.

Glede banaka, one su sredstva prikupljena zaduživanjem u inozemstvu iskoristile za kreditnu ekspanziju na domaćem financijskom tržištu plasirajući ih pretežitim dijelom stanovništvu. Drugim riječima, banke su veći dio inozemne pasive usmjerile u osobnu potrošnju, što je u apsolutnim iznosima vidljivo iz tablice 13.

¹⁵ *Zakon o Hrvatskoj narodnoj banci*, Narodne novine br. 36/2001., Narodne novine, Zagreb, 2001., čl.3. st. 1.

¹⁶ Premda to treba ekonometrijski istražiti. Zbog složenosti materije, utjecaj promjene deviznoga tečaja na deficit bilance roba i usluga tema je za neku drugu prigodu.

¹⁷ Iako to ovisi o načinu izračuna indeksa inflacije. Ukoliko je riječ o indeksima s fiksnim ponderima potrošnje, tada navedena tvrdnje nije točna. O uvodu u problematiku izračuna indeksa inflacije vidjeti u: Samuelson, P. A. i Nordhaus, W.: "*Ekonomija*", 14. izmij. i dop. izd., MATE, Zagreb, 1992., str. 589.-590.

DISTRIBUCIJA KREDITA POSLOVNIH BANAKA PO INSTITUCIONALNIM SEKTORIMA

Tablica 13.

na kraju razdoblja, u milijunima kuna

Opis	Godina				
	1999. ¹⁾	2000.	2001.	2002.	2003.
KUNSKI KREDITI					
1. Krediti središnjoj državi	1.666,6	2.196,9	1.815,4	3.894,6	5.513,5
1.1. Krediti Republici Hrvatskoj	934,0	1.224,9	826,9	2.454,3	4.262,6
1.2. Krediti republičkim fondovima	732,7	972,1	988,4	1.440,3	1.250,9
2. Krediti lokalnoj državi	785,7	996,8	1.069,1	1.202,9	1.485,1
3. Krediti trgovačkim društvima	24.533,4	25.328,0	31.049,4	36.708,1	39.777,4
4. Krediti stanovništvu	19.186,1	23.242,1	30.062,1	42.976,6	54.819,3
U tome: Stambeni krediti	7.469,5	8.257,8	9.450,0	12.363,4	16.896,2
5. Krediti ostalim bankarskim institucijama	31,3	33,5	34,7	17,6	82,3
6. Krediti nebankarskim financijskim institucijama	138,6	105,5	240,9	521,3	427,9
A. Ukupno (1+2+3+4+5+6)	46.341,6	51.902,8	64.271,6	85.321,1	102.105,4
DEVIZNI KREDITI					
1. Krediti središnjoj državi	413,1	779,1	1.140,3	1.544,9	1.634,7
1.1. Krediti Republici Hrvatskoj	403,3	623,5	325,5	625,7	1.391,5
1.2. Krediti republičkim fondovima	9,8	155,5	814,8	919,2	243,1
2. Krediti lokalnoj državi	118,7	171,6	179,1	152,3	47,1
3. Krediti trgovačkim društvima	6.806,1	6.284,0	7.291,7	10.308,3	9.649,4
4. Krediti stanovništvu	63,7	56,3	59,7	96,0	182,1
5. Krediti ostalim bankarskim institucijama	1,7	-	-	1,2	174,3
6. Krediti nebankarskim financijskim institucijama	-	-	-	28,3	58,8
B. Ukupno (1+2+3+4+5+6)	7.403,2	7.291,0	8.670,7	12.131,0	11.746,4
UKUPNO (A+B)	53.744,9	59.193,9	72.942,3	97.452,1	113.851,8

¹⁾ Devizni krediti državnim trgovačkim društvima jednokratno su smanjeni u iznosu od 2.759,4 milijuna kuna.

Izvor: HNB: "Bilten", broj 92, Hrvatska narodna banka, Zagreb, 2004., str. 26.

Promatrano u relativnim iznosima, stope rasta kunskih kredita stanovništvu također su veće od stopa rasta kunskih kredita trgovačkim društvima na što ukazuje tablica 14.

STOPE RASTA KUNSKIH KREDITA POSLOVNIH BANAKA TRGOVAČKIM DRUŠTVIMA I STANOVNIŠTVU U RAZDOBLJU OD 1998. DO 2002.

Tablica 14.

u postocima

Opis	Godina				
	1999.	2000.	2001.	2002.	2003.
Kreditni trgovačkim društvima	-11,30	32,39	22,58	18,22	8,36
Kreditni stanovništvu	8,56	21,14	29,34	42,96	27,55

Napomena: postotke je izračunao autor ovoga rada

Nadalje, udjeli stanovništva u kuskim kreditima poslovnih banaka povećavaju se tijekom promatrane razdoblja na štetu udjela trgovačkih društava. To je vidljivo iz tablice 15.

UDJELI TRGOVAČKIH DRUŠTAVA I STANOVNIŠTVA U KUSKIM KREDITIMA POSLOVNIH BANAKA U RAZDOBLJU OD 1998. DO 2002.

Tablica 15.

u postocima

Opis	Godina				
	1999.	2000.	2001.	2002.	2003.
Udio trgovačkih društava	52,94	48,80	48,31	43,02	38,95
Udio stanovništva	41,40	44,78	46,77	50,37	53,69

Napomena: postotke je izračunao autor ovoga rada

Osim što tablice 13., 14. i 15. jasno pokazuju u koji dio agregatne potrošnje je usmjerena većina inozemne pasive banaka koje, vrijedno je podsjetiti, zauzimaju 31 % udjela u inozemnom dugu Republike Hrvatske, one govore i u prilog tvrdnji da je Republici Hrvatskoj nužna snažna državna banka koja će moći financirati gospodarstvo, ponajprije izvozno orijentirani sektor. Postojeće poslovne banke, čini se, nemaju namjeru financirati hrvatsko gospodarstvo, pa su strukturne gospodarske promjene s naglaskom na razvitku izvozno orijentiranoga sektora, koje su jedino istinsko rješenje inozemne zaduženosti Republike Hrvatske, samo pusta želja.

5. SINTEZA REZULTATA ISTRAŽIVANJA

Inozemni dug Republike Hrvatske kontinuirano raste u promatranoj razdoblju. Dva su temeljna uzroka njegovu rastu: inozemno zaduživanje države zbog financiranja proračunskoga deficita te

inozemno zaduživanje banaka pretežito zbog financiranja osobne potrošnje.

Iako je temeljem raspoloživih pokazatelja inozemne zaduženosti Republika Hrvatska trenutačno umjereno zadužena zemlja, zabrinjavaju trendovi rasta inozemnog duga kombinirani s trendovima rasta deficita bilance roba i usluga te bilance dohoda. Nepovoljna kombinacija ovih trendova, ukoliko se na vrijeme ne ukloni, sigurno će rezultirati međunarodnom nelikvidnošću zemlje, ali i smanjenjem bruto domaćeg proizvoda.

Međunarodna nelikvidnost zasigurno je ponajveća opasnost inozemnog zaduživanja, jer u doglednoj budućnosti ne postoje sredstva za podmirenje nadoilazećih anuiteta inozemnog duga. Rješenje takve situacije najčešće je reprogramiranje inozemnog duga, no ono je ponekad uvjetovano rasprodajom državne imovine i prirodnih resursa nerezidentima, što za posljedicu ima smanjenje suvereniteta zemlje.

LITERATURA

1. Baban, Lj.: "Tržište", 2. izmij. i dop. izd., Školska knjiga, Zagreb, 1991.
2. Baban, Lj. i drugi: "Primjena metodologije stručnog i znanstvenog istraživanja", Ekonomski fakultet, Osijek, 2000.
3. Baban, Lj.; Marijanović G.: "Međunarodna ekonomija", 3. izmij. i dop. izd., Ekonomski fakultet, Osijek, 1998.
4. Babić, M.; Babić, A.: "Međunarodna ekonomija", 5. izmij. i dop. izd., MATE, Zagreb, 2000.
5. HNB: *Bilten*, Hrvatska narodna banka, Zagreb, 2003.
6. IMF: "Balance of Payments Compilation Guide", International Monetary Fund, Washington D. C., 1995.
7. IMF: "Debt and Reserve-Related Indicators of External Vulnerability", International Monetary Fund, Washington D. C., 2000.
8. IMF: "External Debt Statistics – Guide for Compilers and Users", International Monetary Fund et al., Washington D. C., 2003.
9. Jurković, P.: "Javne financije", Masmedija, Zagreb, 2002.
10. Samuelson, P. A.; Nordhaus, W.: "Ekonomija", 14. izmij. i dop. izd., MATE, Zagreb, 1992.
11. World Bank: "Global Development Finance 2002", Vol. I., World Bank, Washington D. C., 2002.
12. World Bank: "World Development Indicators – 2003.", World Bank, Washington D. C., 2003.
13. Zakon o Hrvatskoj narodnoj banci, Narodne novine br. 36/2001., Narodne novine, Zagreb, 2001.

Dražen Koški, B. Sc.

EXTERNAL DEBT ANALYSIS

Summary

The incremental external debt of the Republic of Croatia can result in the international illiquidity and, in the long run, in the decrease of gross domestic product. The phenomenon of the international illiquidity often demands the external debt rescheduling which is sometimes conditioned by the sale of state property and natural resources. In other words, except the decrease of the gross domestic product as the indicator of the decreased aggregate consumption linked with the decreased wealth of people in the conditions of international illiquidity, the country can suffer the decrease of its sovereignty.

It is, therefore, important to define the notion of external debt, to research its structure and link with the standard payment balance components and show the measurement methods of external debt. This, together with the analysis of external debt, is carried out hereafter.

Key words: external debt, external debt indicators, external illiquidity