

3. PROJEKCIJA BDP-a, PLATNE BILANCE I JAVNOG DUGA REPUBLIKE HRVATSKE DO 2010. GODINE

1. Uvod

Predviđanja i ocjene održivosti javnog duga Hrvatske zahtjevaju izradu procjena kretanja ključnih veličina o kojima održivost tog duga zavisi. Budući da se javni dug sastoji od dvije komponente, domaćeg i vanjskog javnog duga, to znači da je neophodno izvršiti procjene kretanja u prvom redu bruto domaćeg proizvoda i platne bilance RH. Razdoblje za koje se vrši predviđanje je 1997-2010 godina.

Da bi se izvršile te procjene, bilo je neophodno najprije utvrditi veličinu javnog duga u početnoj godini, te zatim odrediti pretpostavke njegova kretanja u budućnosti. Ocjene o tim kretanjima počivaju na nekim okvirnim pretpostavkama izrađenim u Ministarstvu financija. Procjena kretanja BDP-a počiva na zabilježenim stopama rasta u različitim zemljama, te na ocjeni postojećeg gospodarskog okružja u RH. Predviđanja kretanja pojedinih komponenti platne bilance temelje se na istraživanjima međunarodnog projekta LINK, te pretpostavljenim stopama rasta.

U teorijskim i empirijskim istraživanjima politike zaduživanja javnog sektora jedna od bitnih komponenti procjene održivosti javnog duga jest procjena njene inozemne komponente tj. procjena razine vanjskog duga. Cilj je ovoga rada stoga ukazati na povezanost vanjske i domaće komponente javnog duga, te ustanoviti da li je deficit na tekućem računu u hrvatskom gospodarstvu, koji očito ima strukturne karakteristike i na pojavu kojeg svojim deficitom svakako utječe i javni sektor, održiv ili ne, odnosno da li otuda mogu proizaći problemi vanjske likvidnosti domaćih sektora što može dovesti do negativnih učinaka na cjelokupnu privredu.

2. Stanje javnog duga

Prema podacima Narodne banke Hrvatske i Ministarstva financija, krajem 1996. godine ukupni vanjski dug Republike Hrvatske iznosio je oko 4,8 milijardi USD, od čega je na javni vanjski dug otpadalo oko 3,8 milijardi dolara¹. Ukoliko se tome pridoda oko 3,1 milijarda unutarnjeg javnog duga tada je udjel ukupnog javnog duga u bruto domaćem proizvodu oko 36,5%. U usporedbi s drugim zemljama može se zaključiti da je javni dug Republike Hrvatske tek nešto viši od niskozaduženih zemalja. No, kako uslijed vrlo heterogenog okruženja u kojima se te zemlje nalaze ne možemo utvrditi da li je to stanje zabrinjavajuće ili ne, u nastavku ćemo više pozornosti posvetiti projekciji kretanja javnog duga u budućnosti, te na temelju toga utvrditi može li deficit javnog sektora u budućnosti postati jedan od destabilizirajućih čimbenika u našem gospodarstvu

3. Povezanost domaćeg i vanjskog javnog duga

Da bi se neki dug nazvalo javnim dugom osnovni kriterij je da sektor dužnika bude javni sektor, to jest ukupna država pod kojom se osim središnjih jedinica vlasti podrazumijevaju lokalne jedinice vlasti, fondovi socijalnog osiguranja i ostale državne agencije². S druge strane, glavni kriterij za klasificiranje nekog duga kao vanjskog duga je rezidentnost. Pod vanjskim dugom podrazumijeva se dug svih rezidentnih sektora prema sektoru inozemstva. Kako se vanjski i javni dug u jednom segmentu statistički podudaraju, u dijelu javnog duga prema inozemstvu, jasno je da postoji međuzavisnost između tih dviju veličina. Štoviše, ta

¹ Precizni iznosi i struktura vanjskog i unutarnjeg duga prikazani su u drugim dionicama projekta.

² U ovom ćemo radu pod javnim sektorom podrazumijevati sektor ukupne država kako je on definiran u SNA (bez javnih poduzeća).

međuzavisnost ne mora biti samo statistička, što se ogleda u direktnom iskazivanju javnog duga prema inozemstvu, već može biti i indirektna. Država se ne mora izravno zaduživati u inozemstvu, a ipak može vođenjem svoje fiskalne politike uzrokovati porast vanjske zaduženosti zemlje. Naime uz danu sklonost štednji privatnog sektora, država može apsorpcijom dijela domaće štednje utjecati na to da se nesrazmjer između preostale štednje i investicija financira inozemnim zaduživanjem privatnog sektora.

Definiramo li bruto nacionalni raspoloživi dohodak sa $GNDI = C + I + G + E - U + TR_i + TR_g + TR_f$, a bruto nacionalnu štednju sa $S = GNDI - (C + G)$, možemo doći do jednog od temeljnih makroekonomskih identiteta:

$$S - ((E-U) + (TR_i + TR_g + TR_f)) = I. \quad (1)$$

Višak investicija nad nacionalnom štednjom moguće je financirati deficitom na tekućem računu platne bilance, što drugim riječima znači da se višak potražnje domaćih rezidenata zadovoljava uvoznom robom. Dio vanjskotrgovačkog deficita moguće je financirati priljevom transfera i smanjenjem neto inozemne pozicije zemlje³.

Za državni sektor vrijedi jednakost tekućih prihoda i rashoda:

$$T_{ind} + T_{dir} + TR_g = G_d + TR + B + G_u + TR_{fg}. \quad (2)$$

Iz toga proizlazi da je tekuća štednja javnog sektora

³ U ovom ćemo radu pod povećanjem zaduženosti smatrati samo onaj dio smanjenja neto inozemne pozicije, odnosno neto povećanje obveza, koji ima ugovoren i definiran rok dospjeća i dinamiku otplate dok ćemo ostatak nazivati neto povećanje ostale inozemne pasive. Najveći dio takve pasive koja nema definiran rok dospjeća predstavljaju gotovina i depoziti, te portfolio i direktne strane investicije.

$$S_g (=B) = T (= T_{ind} + T_{dir}) + TR_g + Tr_f - G (=G_d + G_u) - TR. \quad (3)$$

Oznake u gornjim jednadžbama su standardne:

- C - osobna potrošnja,
- I - bruto investicije,
- G - javna potrošnja (domaća s subskriptom d, a uvozna s subskriptom u),
- E - izvoz robe i usluga,
- U - uvoz robe i usluga,
- S - bruto nacionalna štednja (subskript g odnosi se na državu, k na kućanstva, a p na poduzeća),
- T - porezi,
- T_{dir} - direktni porezi,
- T_{ind} - indirektni porezi,
- TR - tekući transferi koje država daje kućanstvima,
- Tr_g - neto transferi koje država prima iz inozemstva,
- Tr_i - neto transferi koje kućanstva primaju iz inozemstva,
- Tr_f - neto faktorske usluge
- B - tekući deficit, odnosno suficit ukupne države.

4. Projekcija BDP-a RH za razdoblje 1997-2010.

Kako smo već u uvodu naglasili, jedan od ključnih faktora na temelju kojeg treba analizirati stanje javnog duga jest stopa rasta BDP-a. No, uslijed loše statističke osnovice pri kvantificiranju bruto domaćeg proizvoda Republike Hrvatske (RH) morali smo izvršiti određene procjene. U prilog nedostatnosti službene statističke osnovice govori činjenica da je posljednji BDP u tekućim cijenama za RH Državni zavod za statistiku (DZS) obračunao metodom konverzije za 1990. godinu. Od tada postoji samo procjena BDP u stalnim cijenama, a procjena u tekućim cijenama dobivena je korištenjem indeksa cijena koja zbog

visoke inflacije nije pouzdana. U takvim uvjetima nužna je primjena procjena i pretpostavki koje se obrazlažu u nastavku.

Naša procjena BDP-a Republike Hrvatske za razdoblje 1994-1996. napravljena je na temelju podataka ZAP-a, Ministarstva financija, NBH, DZS-a i drugih raspoloživih izvora. Dohodovni pristup pri procjeni BDP-a sastoji se od sumiranja komponenti dodane vrijednosti: naknade zaposlenicima, poreza na proizvodnju i međunarodnu razmjenu, te bruto poslovnog viška, dok se rashodnim pristupom agregiraju pojedine komponente finalne potražnje: osobna potrošnja, javna potrošnja, bruto investicije, te izvoz manje uvoz⁴.

Kako ne postoji duža vremenska serija kojom bi se moglo projicirati kretanje realnog BDP-a Hrvatske u budućnosti, a i kako su se gospodarski uvjeti u ovoj deceniji drastično promijenili (raspad bivše Jugoslavije, ratna razaranja, prelazak na tržišnu privredu, otvaranje svjetskom tržištu) dometi neke složenije ekonometrijske analize ili analize vremenskih serija su u svakom slučaju ograničeni. činilo nam se prihvatljivijim stoga da pri projekciji BDP-a počemo od zabilježenih stopa rasta u duljem razdoblju u raznim zemljama svijeta, te od stopa zabilježenih u našem gospodarstvu u nekoliko proteklih godina. Iz tablice 1. u kojoj su izdvojene zemlje sa natprosječnim stopama rasta u pojedinim regijama, može se vidjeti da je malen broj zemalja, a među kojima se posebno ističu Kina i "azijski tigrovi", u kojima je zabilježena stopa veća od pet posto rasta BDP-a kroz dulje razdoblje. To su zemlje s izrazito visokim stopama štednje i investicija.

Hrvatska je tek posljednjih godina počela izlaziti iz depresije koja je bila rezultat ratnih razaranja i raspada socijalističkog sustava. Tako je na primjer prosječna stopa rasta BDP-a u razdoblju 1994-1996. iznosila tek

⁴ Detaljnija metodologija o procjeni BDP-a dana je u Babić A., Ž. Lovrinčević, D. Mikulić, Procjena BDP-a Republike Hrvatske za 1994. i 1995. godinu, *Privredna kretanja i ekonomska politika*, br. 52. kolovoz-rujan 1996. MF RH i EIZ.

oko 2% pri čemu se oživljavanje opaža u 1996. i 1997. godini. Ovaj rast očito proizlazi prvenstveno iz oživljavanja domaće potražnje (rekonstrukcija i obnova) i većeg stupnja iskorištenja postojećih kapaciteta. Zabrinjavajuće je da investicije ne pokazuju rast i da se nalaze ispod razine potrošnje fiksnog kapitala.

Tablica 1. **Stope rasta realnog BDP-a**

	1966-75	1976-85	1986-94	1966-95
SVIJET	4.1	3.3	3.3	3.6
RAZVIJENE IND. ZEMLJE	3.7	2.8	2.5	3.0
SAD	3.01	2.91	2.45	2.78
Japan	7.83	4.22	3.56	5.32
Njemačka	n.a.	1.15	2.69	2.07
Italija	5.02	3.10	2.47	3.60
ZEMLJE U RAZVOJU	4.97	4.28	4.66	4.63
AFRIKA	4.09	2.79	2.38	3.12
Alžir	4.52	6.70	n.a.	5.42
Kenija	6.20	4.97	3.67	4.90
Maroko	5.35	4.16	3.99	4.52
Nigerija	4.55	0.97	4.38	2.77
AZIJA	5.22	6.54	7.33	6.33
Kina	n.a.	9.44	9.54	9.50
Indija	3.94	4.49	5.31	4.56
J. Koreja	9.65	8.02	8.79	8.82
Malezija	7.46	6.87	7.52	7.24
Singapur	11.20	7.43	8.16	8.96
Tajland	7.51	6.71	9.46	7.84
EUROPA	n.a.	1.22	-0.75	0.15
Mađarska	6.26	2.72	-0.43	2.28
Rumunjska	n.a.	3.20	-3.50	-1.11
BLISKI ISTOK	8.47	2.59	3.32	4.84
ZAPADNA HEMISFERA	6.0	3.2	2.5	4.0
Argentina	3.5	0.1	3.6	2.4
Brazil	8.2	4.3	2.1	4.9
Čile	1.4	3.7	7.0	4.0
Meksiko	6.7	4.2	1.1	4.0

Izvor: International Financial Statistics, Yearbook 1996, MMF, Washington

Napomena: Šifra n.a. označava da za razdoblje nije bilo podatka u navedenom izvoru.

Bruto investicije u fiksni kapital u razdoblju 1994.-1996. rastu s oko 12 milijardi kuna na oko petnaest milijardi, dok se amortizacija kreće oko 15 milijardi kuna⁵. Istodobno su azijske zemlje s visokim stopama rasta imale udio investicija u BDP-u 25-30%. Kako je iz teorijskih i empirijskih radova poznato da su upravo investicije generator rasta teško je očekivati da će naše gospodarstvo u slijedećem razdoblju sa razinom bruto investicija u fiksni kapital koja je manja od 15% moći osigurati brz rast. Eventualno dalji rast BDP-a može proizlaziti iz boljeg korištenja postojećih kapaciteta, ali i oni su u velikoj mjeri amortizirani i bez dodatnog investiranja nesposobni da zadovolje potrebe restrukturiranja. Polazeći od svega navedenog napravili smo tri projekcije rasta BDP-a za razdoblje 1997-2010:

- a) rast od 2,5%,
- b) rast od 5.5%
- c) do 2003. godine rast 5.5%, a 2004-2010. rast 2.5%.

Rezultati projekcija prikazani su u Prilogu 1. Upozorit ćemo na činjenicu da smo izradili dvije varijante procjene: jednu bez uključivanja imputirane stambene rente, te drugu s uključenom stambenom rentom. Razlog je taj što je vrlo teško procijeniti kako razinu (procjene se kreću od 3 do 15 milijardi kuna), tako i dinamiku imputirane stambene rente. Stoga smatramo pouzdanijom procjenu kretanja indikatora izvedenih iz BDP-a bez stambene rente jer dinamika procesa njenim neuključivanjem nije narušena, dok je za usporedbu razine pogodnija procjena BDP-a sa uključenom stambenom rentom.

Kako je projekcija platne bilance učinjena u tekućim dolarima, potrebna nam je i projekcija BDP-a u tekućim dolarima. U tablici 2 prikazane su službene procjene BDP-a Republike Hrvatske za razdoblje 1990-1995. u dolarima i to:

⁵ Procjena autora temeljena na podacima DZS-a, Ministarstva financija i ZAP-a.

- a) preračunavanjem BDP-a u tekućim cijenama prema tekućem tečaju, te
- b) preračunavanjem BDP-a u stalnim cijenama 1990. godine prema prosječnom tečaju te godine.

Tablica 2. **BDP RH u USD po tečaju 1990. i tekućem tečaju**

(milijuni USD) dolara)	1990	1991	1992	1993	1994	1995
a) tekući tečaj	24398.4	16799.9	9941.8	11659.6	14234.1	18081.1
b) tečaj 1990	24398.4	19293.2	17421.6	16775.5	16915.3	16668.4
aprecijacija	100%	115%	175%	144%	119%	92%
1994. baza	84.1	96.6	147.5	121.1	100.0	77.6

Izvor: Statistički ljetopis RH 1996.

Vidimo da postoje značajne razlike između te dvije veličine koje ne možemo pripisati samo manjkavosti u procjenama. BDP prema stalnom tečaju iz 1990. godine u razdoblju sve do 1995. nalazi se iznad istog pokazatelja u tekućim cijenama, što upućuje na zaključak da je kuna u tim godinama vrijedila manje u odnosu na dolar nego u 1990. godini. Ta se slika 1995. godine naglo promijenila i kuna je (po istom pokazatelju) aprecirala za više od 20% prema USD. Ukoliko upravo 1994. godinu uzmemo kao baznu godinu jer je tada tekući račun platne bilance bio uravnotežen, a taj se kriterij često upotrebljava pri definiciji ravnotežnog tečaja, moglo bi se očekivati da će kuna u slijedećem razdoblju prema dolaru lagano deprecirati. S druge strane usprkos znatnijim kratkoročnim oscilacijama u tečaju dolara prema ostalim valutama, može se reći da je dolar u dugom roku stabilna valuta za mjerenje vrijednosti roba koje se javljaju na svjetskom tržištu. No, njegova se vrijednost, ipak, kao uostalom i vrijednost svih ostalih valuta,

lagano smanjuje u pogledu količine dobara koja se za određeni iznos dolara može nabaviti⁶.

U konačnici možemo zaključiti da postoje razlozi za vjerovanje da će rast BDP-a RH zbog predviđene deprecijacije kune prema dolaru prema tekućem tečaju biti nešto niži od realnog rasta, ali suprotan učinak može se pojaviti zbog toga što će dolar prema svim robama (pa tako i domaćim) biti manje vrijedan. Kako je teško unaprijed odrediti koji će efekat biti jači smatramo da činimo najmanju pogrešku predviđanjem rasta BDP-a u tekućim dolarima upravo prema stopama rasta realnog BDP-a.

5. Projekcija deficita javnog sektora

Tekuća štednja države jednaka je razlici između tekućih primitaka i tekućih izdataka koji se sastoje od izdataka na dobra i usluge, kamate, te subvencija i transfera danih kućanstvima. Kada se tekućoj štednji pribroje i neto kapitalni izdaci koji se sastoje od neto investicija (neto stjecanje fiksne aktive) i neto kapitalnih transfera, te neto posudbe⁷ dobiva se ukupni deficit, odnosno suficit javnog sektora. Saldo ukupne države prikazuje sredstva (u slučaju suficita) koja država može plasirati drugim domaćim i inozemnim sektorima, odnosno neto zaduženje države kod drugih sektora (u slučaju deficita):

$$I_g - S_g = F_d + F_i. \quad (4)$$

⁶ Prema "UN Bulletin of Statistics", lipanj 1996. za jedan dolar početkom ove decenije mogla se nabaviti gotovo dvostruko manja količina dobara nego prije dvadesetak godina.

⁷ Engl. net lending, po međunarodnim standardima ne smatra se financiranjem nego se ubraja u ukupne rashode.

Oznaka F označava neto financiranje od domaćih sektora (Fd), odnosno inozemstva (Fi).

U posljednje tri godine (1994-1996) vidljivo je da je javni sektor u Republici Hrvatskoj konstantno bilježio suficit na tekućem računu (vidi prilog 7.), dok je ukupni saldo konsolidirane države prikazivao suficit 1994. godine, te deficit 1995. i 1996. godine. Potrebno je naglasiti da se prihodi i rashodi države bilježe na cash osnovi, što znači da po toj metodi obračunati a neplaćeni porezi državi, a isto tako i neplaćanje roba i usluga i kašnjenje u otplati dugova i kamata od strane države, nisu vidljivi iz izvršenja proračuna.

Suprotno široko rasprostranjenom mišljenju da je potrošnja države na robu i usluge vrlo ekspanzivna, činjenica je da je potrošnja ukupne države u užem smislu (izdaci za dobra i usluge) 1996. godine bila manja nego godinu dana ranije, a trend smanjivanja udjela takve potrošnje u ukupnim javnim izdacima prisutan je i u ostvarenju središnjeg proračuna u 1997. godini. Budući da ukupni državni rashodi ipak rastu očito je da je došlo do bitnih promjena u strukturi rashoda. Naime, kako je država na sebe preuzela značajnu razvojnu i socijalnu ulogu, ukupni rashodi zbog znatnog rasta transfernih davanja i investicija u infrastrukturu i obnovu, i dalje bilježe rast brži od kretanja ostalih makroekonomskih agregata, prije svega BDP-a. Još jedna stavka koja prikazuje zamjetan rast su neto posudbe. Tim se izdatkom prije svega financira sanacija bankarskog sustava. Istovremeno treba uočiti da porezni prihodi rastu sporijom dinamikom od rasta BDP-a, te se njihov udio smanjuje, a nastavak takvog kretanja može se očekivati i slijedećih godina zbog smanjenja stopa poreza na promet i dohodak i očekivanog uvođenja PDV-a.

Rezultat toga je da se proračunom u 1997. godini predviđa ukupni manjak središnje države od gotovo tri milijarde kuna. Jedan dio predviđenih kapitalnih izdataka (obnova) i posudbi (sanacija) svakako je privremenog karaktera, ali će se ipak protezati kroz nekoliko slijedećih

godina. Treba imati u vidu da su velike investicije u infrastrukturu u svakom slučaju dugoročnog karaktera, te valja očekivati da će još čitav niz godina predstavljati opterećenje za državni proračun. Uz to, još popriličan broj problema, kao što je primjerice reforma mirovinskog sustava, čeka državnu intervenciju. Kako su iskustva drugih zemalja pokazala da je mnogo lakše dati određena prava nego ih kasnije oduzeti, teško je očekivati da će se u narednim godinama pojaviti mogućnost za smanjivanje transfernih davanja stanovništvu.

Nadalje, kao što su neki od rashoda privremenog karaktera, isti je slučaj i kod pojedinih kategorija prihoda. Teško je očekivati da će kapitalni prihodi od prodaje poduzeća i druge fiksne aktive biti u budućnosti jednako izdašni kao što su bili u ovom razdoblju.

Zaključak navedenog je da će se i pored pozitivnog salda štednje na tekućem računu javnog sektora u narednim godinama i dalje javljati ukupni deficit konsolidirane bilance sektora države. Kako je tržište financijskim instrumentima kod nas još uvijek daleko od svjetskih standarda, a i sklonost štednji je niska, upitno je u kojoj bi mjeri država mogla imati većeg uspjeha u plasiranju vrijednosnih papira rezidentnim sektorima. S druge strane, kad bi zbog atraktivnosti uvjeta država ovdje i imala većeg uspjeha kao što je bio slučaj s nedavnom emisijom državnih obveznica⁸, rezultat bi bio istiskivanje štednje koju bi ostali sektori mogli koristiti za investicije i njeno (bar djelomično) preusmjeravanje u potrošnju. U prilog pretpostavci o ograničenim mogućnostima plasmana vrijednosnih papira rezidentnim sektorima govori činjenica da najveći dio postojećeg unutrašnjeg javnog duga nije nastao dobrovoljno - autonomnom odlukom sektora kućanstva i poduzeća o kreditiranju države već je država sama pretvorila svoje obveze ili obveze javnih poduzeća i banaka u vlastiti dug sa različitim

⁸ U prilog atraktivnosti uvjeta pod kojima su plasirane obveznice govori usporedba s prinosima na vrijednosne papire koje su izdavale druge države (vidjeti tablicu 10. u prilogu), prenesena od Merrill Lynch).

rokom dospjeća i dinamikom otplate. Najočitiiji primjer za to je dug po osnovi stare devizne štednje i velikih obveznica.

Domaće financiranje ukupnog deficita je u čitavom razdoblju 1994-96. bilo obilježeno smanjivanjem neto potraživanja domaćih sektora prema državi, a isto se predviđa i u 1997. godini (vidjeti financiranje u prilogu 3). Drugim rječima, država je vratila više dugova domaćim sektorima, nego što je od njih dobila novih kredita. Stoga je čitav deficit uvećan za smanjenje zaduženosti prema domaćim sektorima morao biti financiran povećanjem vanjskog javnog duga.

Otpribliže sličan obrazac ostvarenja javnih financija očekujemo i u sljedećim godinama. Izdaci za robe i usluge rasti će vjerojatno nešto sporije od rasta BDP-a dok se i dalje može očekivati pritisak na brži rast kapitalnih izdataka i transfera. Porezni prihodi će zbog smanjenja poreznih stopa rasti nešto sporije od rasta BDP-a, a s vremenom će se smanjivati i kapitalni prihodi. Stoga će na tekućem računu ukupna država i dalje bilježiti suficit, dok će ukupni saldo biti u deficitu. Iz dokumenta Ministarstva financija⁹ može se zaključiti da je očekivani deficit javnog sektora negdje oko 3% BDP-a u razdoblju do 2000. godine. U kasnijim godinama očekujemo da će država postepeno smanjivati deficit, te da će se on do 2010. godine spustiti na oko 1,5% BDP-a.

Kombinacijom podataka NBH i Ministarstva financija došli smo do procjene sadašnje razine ukupnog javnog duga. Pretpostavljamo da će se ukupni javni dug povećavati upravo za iznos deficita javnog sektora, iako je moguće da zbog danih garancija i povećanja deviznih rezervi porast duga bude i veći. Pretpostavljena kamatna stopa po kojoj će se država zaduživati je 6,5%, što otprilike odgovara stopi LIBOR-a uvećanoj za 1,5%. Država će zbog nedostatne štednje ostalih domaćih sektora,

⁹ Načela fiskalne politike u razdoblju 1998.-2000. - strategija i projekcija. Zagreb, Ministarstvo financija, 1997., 22 str.

neefikasnog tržišta financijskim instrumentima, te obveza vraćanja starih dugova i dalje vjerojatno imati neto izdatke na strani domaćeg financiranja ili će u najboljem slučaju revolvirati stari unutarnji dug. Financiranje planiranog proračunskog deficita ostvarivat će se stoga zaduživanjem u inozemstvu, te je ograničenje u pogledu vanjskog zaduživanja koje proizlazi iz kretanja u platnoj bilanci više nego očito u našem gospodarstvu. Projekcija ukupnih prihoda i rashoda konsolidiranog javnog sektora temeljena na gore navedenim pretpostavkama dana je u tablicama 8. i 9. u prilogu¹⁰.

Projekcija vezana uz stopu rasta od 5,5% ne upućuje na potrebu za pretjeranom zabrinotšću. Udio javnog duga u BDP-u raste do 2001. godine kada iznosi nešto više od 40%, no u kasnijim godinama se uslijed smanjivanja deficita i odnos ukupnog javnog duga prema BDP-u smanjuje. Otprilike isti obrazac može se zamijetiti i kod kamata (sa malim kašnjenjem), što je i očekivano jer smo pretpostavili istu kamatnu stopu kroz sve godine, a osnovica za obračun kamata je zapravo razina duga. Kamate koje plaća država na kraju razdoblja ne premašuju 2,5% BDP-a, odnosno 5% poreznih prihoda. U usporedbi s drugim zemljama¹¹ Republika Hrvatska još uvijek zadržava relativno nizak udio javnog duga, a uslijed činjenice da se udio duga u BDP-u smanjuje, projicirani deficit javnog sektora bismo mogli smatrati održivim. Tako ni deficit, niti ukupni udio javnog duga ne predstavlja ograničenje za moguće učlanjenje u međunarodne integracije.

Na drugačiji zaključak, međutim, upućuje projekcija pod pretpostavkom rasta BDP-a od 2,5%. Prema toj projekciji udio javnog duga raste konstantno i krajem razdoblja premašuje 50% BDP-a, dok se kamatno opterećenje približava udjelu od 3,5% BDP-a, odnosno 7% poreznih

¹⁰ Izvor podataka za konsolidirani javni sektor jest radni materijal: S. Madžarević: Konsolidacija ukupne države, rukopis, 1997.

¹¹ Vidjeti rad S. Švaljek "Održivost javnog duga".

prihoda. Ako kao i ranije, održivim smatramo onaj deficit kojim se ne povećava udio javnog duga u BDP-u, tada bismo takav deficit uz stopu rasta od 2,5% mogli smatrati neodrživim.

Kao što je vidljivo iz gore navedene rasprave očekivana stopa rasta je jedan od najvažnijih kriterija kojog se pri određivanju deficita javnog sektora moraju držati kreatori fiskalne politike. mora biti očekivana stopa rasta gospodarstva. Drugi važan čimbenik jest kamatna stopa, a gore navedenu kamatnu stopu koju smo koristili pri projekciji mogli bismo klasificirati kao relativno nisku, Projekcija je temeljena na sadašnjim uvjetima koji su relativno povoljni za dužnike, ali je pitanje koliko dugo će se LIBOR zadržati na tako niskoj razini. Treći čimbenik koji se ne smije zanemariti pri sagledavanju održivosti javnog duga jest tečaj. činjenica je da veći dio javnog duga predstavlja inozemni dug, te je izražen u stranim valutama, a isti je slučaj i sa dijelom unutarnjeg duga. S druge pak strane, ukoliko se pod dugoročnim ravnotežnim tečajem definira tečaj kod kojeg je jedan od bitnih kriterija uravnoteženost platne bilance možemo smatrati da je kuna trenutno aprecirana, te da će s postepenim uravnoteženjem platne bilance, uz ostale pretpostavke ceteris paribus, dolaziti do lagane devalvacije kune. Posljedice toga su da će BDP u nekoj čvrstoj valuti rasti sporije od stopa realnog rasta, što uz javni dug iskazan u istim jedinicama dovodi do većeg udjela duga u BDP-u.

S obzirom na sve navedeno treba biti vrlo oprezan pri određivanju održivog deficita javnog sektora. Kako smo već ranije naglasili jedna od važnih komponenti je i vanjski aspekt javnog duga i njegova povratna veza na gospodarstvo. Stoga ćemo u nastavku rada ispitati da li ranije projicirani deficit javnog sektora može ugroziti vanjsku likvidnost naše zemlje, te s te strane ugroziti zacrtane ciljeve gospodarske politike.

6. Investicije i štednja kao determinante deficita tekućeg računa bilance plaćanja

Ukoliko se jednadžba (1) dana na početku rada raspiše po sektorima dobit će se slijedeća jednadžba:

$$(Sp - Ip) + (Sk - Ik) + (Sg - Ig) = E - U + TRg + TRi + TRf^{12}. \quad (5)$$

Višak investicija nad štednjom svih sektora ogleda se u deficitu na tekućem računu bilance plaćanja, dok se način financiranja tog viška vidi na kapitalnom računu. Većim investicijama od vlastite tekuće štednje svaki sektor, pa tako i država, utječe na stvaranje deficita platne bilance čak i ako su investicije i štednja ostalih sektora uravnotežene.

Saldo tekućeg računa bilance plaćanja mora biti jednak saldu računa kapitalnih i financijskih transakcija sa suprotnim predznakom. Na računu kapitalnih i financijskih transakcija u bilanci plaćanja prikazuje se kako se u stvari financiraju transakcije sa tekućeg računa. Ukoliko je štednja u nekom gospodarstvu manja od investicija, tada se manjak štednje mora financirati neto pritjecanjem kapitala iz inozemstva, odnosno smanjenjem neto financijske pozicije zemlje u inozemstvu. Neto pritjecanje kapitala iz inozemstva može se klasificirati prema funkcionalnoj vrsti investicija (direktne investicije, portfolio investicije, rezerve i ostale investicije, po smjeru investicije (aktiva i pasiva), ili po instrumentu investicija (dionice i vlasnički udjeli, obveznice, druge vrijednosnice i krediti).

Grupiramo li sektor poduzeća i kućanstava, što predstavlja privatni sektor, možemo prikazati doprinos pojedinih sektora u deficitu na tekućem računu na slijedeći način:

¹² Ovdje TRf obuhvaća neto faktorske dohotke svih sektora.

Tablica 3. **Udio privatnog i javnog sektora u deficitu na tekućem računu bilance plaćanja**

- u milijunima USD

	1994	1995	1996
Saldo tekućeg računa platne bilance	103	-1712	-1403
Ukupni suficit/deficit konsolidirane države	258	-126	-109
Ukupni deficit privatnog sektora	-155	-1586	-1294
Ukupni suficit/deficit konsolidirane države (kao postotak salda tekućeg računa platne bilance)	249.4	7.4	7.8
Ukupni suficit/deficit privatnog sektora (kao postotak salda tekućeg računa platne bilance)	-149.4	92.6	92.2
Ukupni suficit/deficit privatnog sektora (kao postotak BDP-a)	-1.0	-8.9	-6.8

Iz tablice je vidljivo da je privatni sektor u sve tri godine imao investicije veće od štednje što je kulminiralo posljednje dvije godine. No isto se tako može uočiti da u godinama u kojim je javni sektor u deficitu, u deficitu je i tekući račun platne bilance, a vrijedi i suprotno. Što će se dešavati s štednjom i investicijama privatnog sektora u slijedećem razdoblju? Kako je razina investicija još uvijek prilično niska, teško je očekivati da će u idućim godinama razina investicija padati (projicirali smo rast od 5% godišnje), ali pretpostavljamo da će se udio deficita privatnog sektora u BDP-u ipak smanjivati zbog rasta stopa štednje. Stope štednje su u ovim godinama bile vrlo niske, što je slučaj koji je u literaturi zabilježen kao nadomjestak suzdržavane potrošnje u ratnom razdoblju za koji pretpostavljamo da će se vremenom smanjivati, pa će se tako i lagano smanjivati deficit privatnog sektora. Projicirane stope štednje privatnog sektora su 5,5% u 1997. godine, 6% u godinama u kojima je BDP manji od 25 milijardi dolara, dok na svakih daljnjih 5 milijardi dolara stopa štednje raste za 1% BDP-a. Budući da Ministarstvo financija planira u srednjoročnom razdoblju (1997.-2000.) produbiti blagi deficit iz 1996. godine na 3% BDP-a, smatramo da će ukupni višak domaćih investicija u odnosu na štednju (privatnog i javnog sektora), a što će se odraziti na deficit na tekućem računu bilance plaćanja, u tom razdoblju biti iznad

sadašnje razine. U prilogu 4. dane su projekcije deficita privatnog i javnog sektora, te deficita na tekućem računu koji bi iz toga proizilazio¹³.

Uz ranije obrazloženu projekciju deficita javnog sektora proizlazi da će deficit tekućeg računa bilance plaćanja biti između 3% (rast BDP-a 5,5%) i gotovo 10% BDP-a (rast 2,5%), odnosno između jedne i dvije milijarde dolara. No, to nam još uvijek nije dovoljno da ustanovimo koliki će biti porast ukupnog vanjskog duga. Stoga ćemo u nastavku načiniti nezavisnu projekciju kretanja platne bilance, usporediti je s projekcijom dobivenom na gore navedeni način, te ustanoviti koliko će porasti vanjski dug, te može li taj porast ugroziti vanjsku likvidnost.

Kod proučavanja vanjskog duga predmet zanimanja je povećanje zaduženosti, dakle financiranje deficita na tekućim računima povećanjem neto pasive koja ima karakter duga, a to su obveze kod kojih je ugovoren rok i dinamika otplate. Deficit tekućeg računa se može financirati nekim stavkama na financijskom računu koje nemaju karakter duga, a od čega su najznačajnije direktne strane i portfolio investicije, te smanjenje neto inozemne aktive. Treba naglasiti da se često kod proučavanja zaduženosti neke zemlje kao pokazatelj uzima samo ukupni dug, a zavisno o vrsti istraživanja također i stanje neto duga - razlike između ukupnog duga i međunarodnih rezervi.

Kako su kratkoročna ulaganja u obliku portfolio investicija vrlo osjetljiva na cjelokupno stanje gospodarstva i vrlo brzo mogu presahnuti kao izvor financiranja deficita, te postati dodatno opterećenje za platnu bilancu u slučaju njihova povlačenja, a smanjenje inozemne aktive isto tako ne može trajati neograničeno, praktički samo direktne strane investicije mogu pored povećanja duga, biti trajniji izvor za financiranje tekućeg deficita.

¹³ Kako još uvijek nema službene procjene bruto investicija u fiksni kapital, taj iznos predstavlja procjenu autora, dok je štednja privatnog sektora izvedena iz identiteta (4).

Iz Tablice 4¹⁴ mogu se vidjeti osnovna kretanja bilance plaćanja Hrvatske po pojedinim kategorijama.

Tablica 4. **Bilanca plaćanja Republike Hrvatske 1990.-1996.***

- u milijunima USD

1990.-1996.	1990.	1991	1992	1993	1994	1995	1996
TEKUĆI RAČUN	1053	-589	329	104	103	-1712	-1452
1. Roba i usluge	-296	-499	61	-131	-231	-2265	-2186
2. Dohodak	-192	-101	-167	-141	-125	-93	-45
3. Tekući transferi	1541	11	435	376	459	646	779
KAPITALNI I FINANCIJSKI RAČUN	-1491	-457	-220	-180	-205	412	635
1. Kapitalni račun	0	0	0	0	0	0	0
2. Financijski račun	-1491	-457	-387	-180	-205	412	579
Direktne investicije u Hrvatskoj	0	0	16	74	98	81	354
Ostale investicije	-1491	-457	-236	195	486	821	700
Rezerve (povećanje -)	0	0	-167	-450	-789	-490	-419
NETO GREŠKE I PROPUSTI	438	1046	58	76	102	1301	817

*Iako prema MMF-u treba i uvoz i izvoz računati na paritetu f.o.b., Narodna Banka Hrvatske ne raspolaže tim podacima za uvoz.

Do 1993. je klasifikacija bilance plaćanja (kapitalnog i financijskog računa imala samo klasu cjelokupne vlade (u kojoj su se vjerojatno bilježili i računi monetarnih vlasti), pa tih podataka za te godine nemamo.

Prikupljeno prema staroj metodologiji Priručnika bilance plaćanja iz 1977, prema Priručniku 1993 prilagodio autor; osim toga ne uključuje razmjenu sa zemljama bivše Jugoslavije.

Izvor: Narodna Banka Hrvatske: Main Statistical Indicators, razni brojevi, 1995., 1996., 1997.

¹⁴ Tablica je u skraćenom obliku prenesena iz rukopisa A. Babić: *Inozemna štednja u funkciji gospodarskog razvitka*, 1997.

Saldo tekućih transakcija u bilanci plaćanja RH je od 1990. do 1994. godine (s izuzetkom 1991.) bio pozitivan, dok je od 1995.-1996., a to se događa i u 1997. godini zabilježen rastući negativni saldo. Najveći alocirani izvor financiranja tog deficita predstavlja upravo povećanje vanjskoga duga, dok su ostali izvori smanjenje inozemne aktive sektora kućanstava (u sve manjoj mjeri), te direktne strane investicije. Zanimljivo je da je pored poznatih izvora financiranja deficita tekućeg računa jedna od vrlo izdašnih stavki kojima se zatvara bilanca plaćanja proteklih godina bila stavka "greške i propusti" (oko 8% BDP-a u 1995. godini). Uz tako visoki iznos grešaka i propusta pomalo upitno postaje i čitavo sastavljanje bilance plaćanja jer se ne može razlučiti koliko su pouzdane ostale stavke bilance. Valja pri tome imati na umu da se stavka "greške i propusti" iskazuje samo u neto iskazu, odnosno da postoji mogućnost da su obje strane bilance plaćanja pogrešno zabilježene. Stoga pri svakoj analizi takve podatke treba uzimati sa rezervom. Budući da NBH podatke o kreditima, kao i kašnjenjima prikuplja na temelju prvobitno zaključenih i registriranih kreditnih ugovora može se smatrati da je povećanje zaduženosti dobro obuhvaćeno, osim u onom segmentu za koji privredni subjekti nisu dužni prijavljivati dug (riječ je o kratkoročnim trgovinskim kreditima do tri mjeseca).

Iz metodologije sastavljanja bilance plaćanja, a na iste probleme već je ukazivano od stručnjaka iz NBH nadležnih za sastavljanje bilance plaćanja, može se zaključiti da najveći udio u greškama i propustima imaju pored već spomenutih kratkoročnih trgovinskih kredita, neevidentirani dio direktnih stranih investicija, plaćanje uvoza sa inozemnih računa, te neidentificirani priljev strane valute. Kad bi se sve te stavke ispravno alocirale vjerojatno bi deficit na tekućem računu bio nešto niži jer bi dio priljeva strane valute (neidentificirana transferna primanja i dohoci iz inozemstva) trebao biti prikazan na strani tekućih izvora. No, precizan iznos za koji bi trebalo povećati pojedine stavke na financijskom računu ostaje i dalje potpuno nepoznat. Jedino se može zaključiti da će se greške i propusti koji su plod neevidentiranih kratkoročnih kredita s vremenom smanjivati prirodnim kretanjem uvoza.

Nastanak grešaka i propusta kulminira 1995. godine kad se smanjio ratni rizik što je utjecalo na to da se za uvoz za koji se ranije tražilo plaćanje unaprijed ili neposredno nakon isporuke od tada može dobiti odgoda plaćanja (a koji NBH ne evidentira). No nakon što se postigne "normalna" struktura plaćanja, tj. konstantan udio uvoza za koji je ugovorena odgoda plaćanja, daljnje povećanje kratkoročnih kredita imat će otprilike sličnu dinamiku kao i kretanje cjelokupnog uvoza.

7. Procjene kretanja salda tekućeg računa platne bilance i vanjskog duga Republike Hrvatske

Mnogi radovi upućuju na to da indikatori kojima se određuje je li deficit na tekućem računu održiv nisu univerzalni već se razlikuju od zemlje do zemlje. Tako sa čisto ekonomske točke gledanja, vrlo visoki omjer dug/BDP neće štetiti zemlji sve dok kamatna stopa nije viša od granične proizvodnosti kapitala, te stopa rasta vanjskog duga nije viša od stope rasta BDP-a barem u dugom razdoblju¹⁵. To bi drugim riječima značilo da je produktivnost domaćih investicija bitan preduvjet koji čini visoki omjer dug/BDP održivim.

S druge strane, na primjeru visoko zaduženih zemalja uočeni su neki pokazatelji koji upućuju na moguće probleme pri otplati vanjskog duga. Tako su neki od indikatora koji upućuju na moguće probleme nastale zaduživanjem u inozemstvu, primjerice ukupni vanjski dug/BDP (TD/Y), ako je taj omjer veći od 30%, ukupni vanjski dug/izvoz (TD/E) veći od 200%, te ukupna otplata glavnice i kamata/izvoz (TDS/E) veća od 20%.

Budući da je prilično teško predvidjeti kretanje kamatnih stopa, a posebice produktivnosti investicija, u ovom radu ćemo se prikloniti analizi indikatora koji na temelju iskustva upućuju na probleme

¹⁵ Vidjeti Claasen, Emil - Maria, *Global Monetary Economics*, Oxford University Press, 1996.

prezaduženosti. Stoga ćemo izvršiti projekciju kretanja BDP-a i platne bilance kojom će se moći konstruirati takvi indikatori do 2010. godine.

8. Projekcija kretanja platne bilance

Na prijelazu iz 1995. u 1996. godinu javila se stagnacija ekonomske aktivnosti u većem broju industrijski razvijenih zemalja za koju se vjeruje da je već u drugom dijelu prošle godine prevladana. Veći broj indikatora upućuje da bi u ovoj godini taj oporavak trebao ojačati pod utjecajem smanjenja negativnih efekata prošlogodišnjeg pada u svjetskoj trgovini i pod utjecajem efekata manje restriktivne monetarne politike, koji počinju prevladavati efekte fiskalnog prilagođivanja što se provodi u velikom broju zemalja. Stoga je i glavna karakteristika prognoza o budućem kretanju ekonomske aktivnosti u svijetu, bez obzira na njihov izvor (Svjetska banka, Međunarodni monetarni fond, Projekt LINK), **umjereni optimizam**. U većem se dijelu svijeta, naime, u nekoliko sljedećih godina predviđa umjereni stabilan rast koji bi trebala pratiti niska inflacija. Nakon značajnijeg usporavanja rasta u prošloj godini, očekuje se i ponovno oživljavanje svjetske trgovine.

Prognoze dobijene na temelju pretpostavki s kojima su ekonomisti raspolagali u proljeće 1997. godine pokazuju da će se rast svjetskog BDP-a blago ubrzati s 2.9% u 1996. i 3.1% u 1997. godini na oko 3.4% u razdoblju 1998-2000¹⁶. Očekivani porast ekonomske aktivnosti u gotovo svim dijelovima svijeta trebao bi, između ostaloga, biti potaknut i ubrzanijim rastom svjetske trgovine za čiji se obujam očekuje da će se već u 1997. godini povećati 7.2%, nakon što je u prošloj godini rast

¹⁶ Kao izvor prognoza makroekonomskih veličina u ovom su dijelu teksta korišteni materijali pripremljeni za redovni proljetni sastanak projekta "LINK", koji je održan u New Yorku od 24. do 27. ožujka 1997. godine. Prognoze za pojedine privrede svijeta izražene su na temelju strukturnih makroekonometrijskih modela nacionalnih gospodarstava uključenih u LINK model svjetskog gospodarstva.

iznosio tek 4.5%. U razdoblju od 1998. do 2000. godine, prosječne realne godišnje stope rasta svjetske trgovine trebale bi se kretati oko 6%. Zbog sadašnje snage američkog dolara (u kojem se uobičajeno izražava) vrijednost razmjene će porasti u ovoj godini tek oko 3%, nakon čega bi prosječni godišnji porast do kraja desetljeća trebao iznositi oko 10%.

Prošlogodišnjem usporavanju rasta svjetske trgovine posebno je pridonijela slaba domaća potražnja zapadnoeuropskih zemalja. Tako je rast uvoza zemalja Europske unije nakon 11% u 1995. godini, prošle godine iznosio samo 2.6%. Očekuje se da će rast uvozne potražnje zapadnoeuropskih privreda i u ovoj godini ostati relativno nizak (oko 3.2%), dok bi se do kraja desetljeća trebao ubrzati na oko 6.5%. Uz očekivano povećanje međusobne razmjene zemalja Srednje i Istočne Europe, kao i zemalja Latinske Amerike (potaknuto regionalnim integracijama poput MERCOSUR-a), to bi trebalo omogućiti da se ostvare prognoze o oživljavanju svjetske trgovine.

Pokušat ćemo sada sagledati kakav će utjecaj buduća kretanja u svjetskom gospodarstvu i trgovini imati na hrvatsko gospodarstvo. Naime, jedna od najvažnijih determinanti izvoza je, uz cijenu, uvozna potražnja, pa nas stoga posebno zanimaju kretanja u gospodarstvima nama danas najvažnijih vanjskotrgovinskih partnera. Preciznije, zanimaju nas predviđanja njihovih uvoznih mogućnosti.

Hrvatski izvoz je determiniran mogućnostima uvoza njezinih partnera, pa bez obzira na neraspologanje svim potrebnim podacima, možemo barem pokušati nagađati o njegovim izgledima. U prvom retku tablice 5 izračunate su stope rasta svjetske trgovine relevantne za hrvatski izvoz. Naime, iako su u drugom retku iste tablice navedene predviđene stope rasta ukupne svjetske trgovine, za nas svi dijelovi svijeta nisu u razmjeni podjednako važni. Stope u prvom retku su stoga dobivene ponderiranjem odgovarajućih prognoziranih veličina vrijednosti uvoza u razdoblju do kraja desetljeća s geografskom distribucijom hrvatskog izvoza. Pri tome su kao fiksni ponderi distribucije hrvatskog izvoza

korišteni prosječni udjeli hrvatskog izvoza po zemljama namjene u razdoblju između 1994. i 1996. godine, u kojima je ta distribucija nakon nekoliko početnih godina poslije osamostaljena, dosegla relativnu stabilnost.

Dakle, u prvom je retku dan prognozirani rast svjetske trgovine relevantne za hrvatsko gospodarstvo, a u drugom stopa rasta ukupne svjetske trgovine. U oba slučaja radi se o prognoziranim stopama rasta vrijednosti, a ne obujma svjetske trgovine. U idealnom slučaju, ako se ostvare stope rasta uvozne potražnje predviđene za pojedine zemlje i regije svijeta i, ako hrvatska privreda uspije na tim tržištima zadržati prosječni tržišni udjel koji je imala u razdoblju od 1994. do 1996. godine, bit će ostvarene stope rasta svjetske trgovine relevantne za Hrvatsku (prvi redak tablice 5.).

Najveći nedostatak ovog pokušaja kvantificiranja buduće dinamike hrvatskog robnog izvoza je u činjenici da neki od izuzetno značajnih partnera, kao što su Slovenija i Bosna i Hercegovina, nisu zastupljeni svojim pojedinačnim prognozama u projektu LINK, pa su za ove zemlje korištene prosječne vrijednosti širih regija, koje zasigurno podcjenjuju buduću dinamiku njihove uvozne potražnje. To se, zbog specifičnih uvjeta i poslijeratne obnove, posebno odnosi na Bosnu i Hercegovinu.

Tablica 5. Prognoza - kretanje svjetske trgovine relevantne za Hrvatsku

	1997.	1998.	1999.	2000.	prosjeak
- stope rasta svjetske trgovine u %, tekući USD					
RELEVANTNA SVJETSKA TRGOVINA	2.6	12.0	11.7	10.2	9.1
UKUPNA SVJETSKA TRGOVINA	3.0	10.7	10.5	9.0	8.3
RAZLIKA	-0.4	+1.3	+1.2	+1.2	+0.8
- stope rasta uvoza u %, tekući USD					
Sjeverna Amerika	7.6	7.9	7.8	6.8	7.5
Japan	-2.2	2.3	4.0	9.6	3.4
EU	-0.8	12.0	11.0	8.8	7.8
- Italija	-1.4	14.9	15.7	13.0	10.6
- Njemačka	-4.3	12.3	9.4	8.2	6.4
Ostale industrijski razvijene zemlje	1.8	11.0	11.8	7.5	8.0
Istočna Europa	12.0	13.0	13.1	11.5	12.4
Rusija	6.0	9.8	12.0	11.6	9.9
Zemlje u razvoju	9.1	10.8	11.0	10.6	10.4

Izvor: LINK (1997).

Podatak o razlikama između stopa rasta svjetske trgovine i trgovine značajne za Hrvatsku dan je u trećem retku i na osnovu njega možemo zaključiti da je predviđen brži rast svjetske trgovine u tekućoj godini, dok su prilike naklonjenije Hrvatskoj u razdoblju nakon toga, što je rezultat utjecaja značajnog porasta uvozne potražnje Njemačke i Italije od 1988. godine. U 1997. se još ne očekuje povećanje uvozne potražnje zemalja Europske unije. Dapače, ono će biti ispod prosjeka očekivanog oporavka svjetske trgovine, pa bi tek od 1998. godine domaća potražnja ovih zemalja, a time i njihova uvozna potražnja, trebale značajnije ojačati, uz dvoznamenkaste stope rasta vrijednosti uvoza, čime bi se ostvarila dinamika iznad svjetskog prosjeka.

U nastavku su opisane pretpostavke koje su korištene pri izradi tri različite varijante prognoze tekućeg računa platne bilance u razdoblju od

1997. do 2010. godine. Pri tome treba naglasiti da se pretpostavke zasnivaju na našem sadašnjem sagledavanju postojećih trendova u kretanju pojedinih komponenti tekućeg računa platne bilance, te da zbog kratkoće vremenskih serija, kao i prisutnosti iregularne komponente u posljednjih nekoliko godina, nismo mogli koristiti vjerodostojnije metode prognoziranja. Stoga je kod formuliranja samih pretpostavki, u značajnoj mjeri, bila prisutna arbitrarnost.

a) pretpostavke prognoze tekućeg računa platne bilance uz procjenu rasta BDP-a od 5.5%:

Pretpostavili smo da će hrvatski robni izvoz rasti po stopama rasta relevantne svjetske trgovine (u tekućim US dolarima), koje su dane u tablici 5, što znači da bi se trebala ostvariti prosječna stopa rasta od 9.1% u razdoblju od godine 1997. do svršetka desetljeća. Nakon toga bi se prosječna godišnja stopa rasta smanjila na 6.5%, čime bi i dalje ostala viša od rasta BDP-a.

Kod robnog uvoza u prvim se godinama, zbog obnove i očekivanih investicija, očekuju relativno visoke stope rasta uvoza robe koje opadaju tek nešto ispod stope rasta BDP-a nakon 2000. godine. Preciznije, u razdoblju od 1997. do svršetka stoljeća predviđa se prosječna godišnja stopa rasta od 7.1%, a u razdoblju nakon toga 5.0%.

Kod usluga, u prvih se nekoliko godina pretpostavljaju dvoznamenkaste stope rasta (prvenstveno zbog očekivanog rasta prihoda od turizma punijim korištenjem postojećih kapaciteta), a zatim stope na razini rasta BDP-a. (Obrazloženje za nešto pesimističniju prognozu je u tome što se teško može očekivati spektakularne rezultate u turizmu bez značajnijih investicija, s obzirom da se godinama nije značajnije ulagalo, a osim toga se posljednjih godina zaoštrila i konkurencija, pa su našim najznačajnijim emitivnim turističkim tržištima daleke destinacije postale privlačnije.)

Kod dohotka je prognoza zasnovana na prosjeku nekoliko posljednjih godina.

Kod transfera se pretpostavlja relativno visoki rast na početku prognoziranog razdoblja, a niže stope nakon toga. Naime, kod tekućih transfera, što se uglavnom odnosi na privatne transfere iz inozemstva, očekuje se da bi oporavak trebao trajati još neko vrijeme, ali ne možemo u duljem razdoblju očekivati visoke stope rasta.

b) pretpostavke prognoze tekućeg računa platne bilance uz procjenu rasta BDP-a od 2.5%:

- niže stope rasta i izvoza i uvoza roba u odnosu na varijantu I;
- kod robnog izvoza stope su i dalje iznad stope rasta BDP-a;
- kod robnog uvoza stope na razini rasta BDP-a.

c) pretpostavke prognoze tekućeg računa platne bilance uz procjenu rasta BDP-a od 5.5%-2.5%:

- kombinacija varijante a i varijante b;
- do 2004. varijanta a, iza toga varijanta b.

Saldo na financijskom i kapitalnom računu plaćanja po definiciji mora biti jednak saldu na tekućem računu sa suprotnim predznakom. Stavke na strani izvora, a koje nisu definirane kao porast zaduženosti projicirane su na slijedeći način:

Direktne strane investicije rastu po stopi od 10% godišnje. Natprosječna stopa rasta može se opravdati dijelom stvarnim očekivanjima da će direktne strane investicije ubrzano rasti, a dijelom zbog sadašnjeg sustava bilježenja kojim se podcjenjuje iznos takvih investicija. Predviđeno je da će država pokušati zadržati isti omjer međunarodnih rezervi prema uvozu, a stavka greške i propusti svedena je na nulu. Nasuprot tome

predviđeno je da će neto povećanje ostale pasive svake godine iznositi 200 miliona dolara što bi otprilike odgovaralo prosjeku za posljednje tri godine. Porast zaduženja je rezidualna stavka dobivena odbijanjem neto pasive koja ne predstavlja dug od salda na tekućem računu bilance plaćanja.

Tabele koje prikazuju skraćene verzije projekcije platne bilance prikazane su u Prilogu 5. Usporedbom tekućeg računa iz tih projekcija i tekućeg računa dobivenog na posve drugačiji način - projekcijom deficita javnog i privatnog sektora, možemo uočiti da ne postoje suštinske razlike i da su projekcije u načelu kompatibilne, te upućuju na sličan zaključak (usporediti projekcije iz tablica 10-15 u prilogu).

Neto tijekovi duga jednaki su razlici između korištenja kredita i otplate starih kredita. Korištenje kredita predstavlja u stvari iznos za koji se domaće gospodarstvo mora zadužiti kako bi se mogla izvršiti otplata kredita i istovremeno financirati negativni saldo na tekućem računu platne bilance. Za te nove kredite pretpostavljeno je da će rok otplate biti pet godina, a kamatna stopa za oko 1,5 postotni poen veća od LIBOR-a, odnosno da će iznositi oko 6,5%. Drugačiji uvjeti kreditiranja ne isključuju pojavljivanje problema već ga mogu samo ublažiti ili pogoršati ovisno o smjeru promjena.

Projekcijom je pretpostavljeno da se čitav rezidual na financijskom računu automatski pretvara u porast duga, dok iza toga stoji čitav postupak ugovaranja uvjeta duga, iznosa i dinamike otplate. čim se ukažu prvi znaci neodaziva za otplatu, sve druge stavke na platnoj bilanci bit će promjenjene. U nedostatku izvora financiranja uvoz će se morati smanjiti što će imati utjecaj na proizvodni proces domaćih poduzeća, blagostanje rezidenata, konkurentnost gospodarstva, tečaj i mnoge druge makroekonomske uvjete.

9. Pokazatelji održivosti duga RH

Ukoliko bismo pokušali kvalificirati spomenute pretpostavke mogli bismo ih nazvati optimističnim. Dugoročna stopa rasta BDP-a od 5.5% bi uz sadašnju nisku razinu štednje i investicija davala zadovoljavajući rezultat. Eventualno oživljavanje štednje i investicija do kojeg bi moglo doći u slijedeće 2 do 3 godine teško da bi moglo biti takvih razmjera da generira stope rasta BDP-a koje bi u cijelom razdoblju promatranja mogle iznositi više od projiciranih 5.5% godišnje. Na taj zaključak upućuju i naprijed navedene međunarodne usporedbe. Predviđen je također brži rast izvoza od uvoza, a natprosječan rast projiciran je i kod stavke direktne strane investicije. Pozitivan je i saldo neto ostale pasive što znači da će svake godine više nekreditnih sredstava ući u gospodarski sustav nego što će iz njega izaći u inozemstvo. Takvom projekcijom jaz između uvoza i izvoza se lagano smanjuje, pa se time smanjuje i potreba za povećanjem neto duga.

No, čak i uz te relativno optimistične pretpostavke svi indikatori koji upućuju na mogućnost javljanja problema pri otplati dugova se pogoršavaju. Pritom uvedena pretpostavka o stopi rasta 5.5% ne mijenja bitno zaključak koji bi se mogao dati analizom procjene temeljene na stopi rasta od 2.5%, već je problem samo nešto manje izražen.

Omjer dug/BDP (TD/Y) već će ove godine prijeći 30%, a do 2005. godine će čak i pri najpovoljnijoj varijanti biti veći od 45%. Kako je iskustvom drugih zemalja uočeno da već omjer ukupnog vanjskog duga i domaćeg proizvoda veći od 30% može dovesti u pitanje uredno servisiranje duga, možemo zaključiti da bi problemi vezani uz vraćanje dugova mogli ubrzo pogoditi i naše gospodarstvo. Uz brži rast BDP-a od naše optimističke projekcije taj omjer bi rastao sporije, ali bi svedjedno prelazio razinu od 40%, odnosno prelazio bi granicu koja se pokazala kritičnom za pojavu problema sa servisiranjem duga.

Drugi pokazatelj, koji također zabrinjava, je porast udjela ukupne otplate duga u izvozu (TDS/E). Neovisno o stopama realnog rasta taj se omjer sa oko 6% 1996. godine povećava na iznad 30% 2010. godine. Kako je uočeno da već kod omjera većeg od 20% može doći do problema sa eksternom likvidnošću, taj pokazatelj govori o zaista realnoj opasnosti za hrvatsko gospodarstvo. To bi značilo da se od ukupnog izvoza gotovo trećina mora upotrijebiti za otplatu kredita i plaćanje kamata.

Treći pokazatelj koji se obično uzima kao vrlo važan u određivanju održivosti platne bilance jest odnos između ukupnog duga i izvoza (TD/E). Taj indikator u ovoj projekciji još uvijek ne poprima posebno zabrinjavajuće veličine. a povećava se sa otprilike 60% na 80-100%, dok je uočeni prag 200%. No, u slučaju niskih stopa rasta i taj bi se indikator mogao približiti opasnoj granici (raste na preko 150%).

Tablicom 6. prikazani su neki od omjera kod zemalja s problemima u bilanci plaćanja, te isti omjeri dobiveni projekcijom temeljenom na gornjim pretpostavkama. Projekcije platne bilance, BDP, te izvedenih indikatora mogu se detaljnije vidjeti u tablicama 16-18 u prilogu.

Tablica 6. **Neki pokazatelj zaduženosti**

Pokazatelji stanja	Zemlje sa problemima	RH 1996.	RH 2005.		RH 2010.	
			a) rast 2,5%	b) rast 5,5%	a) rast 2,5%	b) rast 5,5%
			a) rast 2,5%	b) rast 5,5%	a) rast 2,5%	b) rast 5,5%
TD/Y	>30%	25,23%	75,5%	46,0%	95,6%	43,9%
TD/E	>200%	59,8%	136,7%	89,4%	158,1%	82,6%
RI/TD	<20%	48,13%	19,8%	28,6%	16,3%	29,6%
Pokazatelji tijekom						
TDS/E	>20 -30%	6,3%	44,2%	29,6%	95,6%	29,6%
INT/E	>20%	1,9%	7,9%	5,3%	9,3%	4,9%
GL/ISK	>40%	27,7%	74,7%	80,6%	83,8%	92,7%
NFT/U	3%	9,06%	10,3%	5,2%	7,7%	1,8%
ISK/U	16-28%	12,5%	40,8%	26,9%	47,97%	24,7%
INT/Y	>3%	0,85%	4,6%	2,8%	5,9%	2,7%

Simboli su slijedeći:

- TD - ukupni dug,
- Y - BDP,
- E - izvoz,
- RI - međunarodne rezerve,
- TDS - ukupno servisiranje duga (otplata glavnice i kamata),
- INT - kamate,
- GL - glavnica,
- ISK - korištenje (bruto zaduženje),
- NFT - neto transfer sredstava (razlika između bruto zaduženja i otplate anuiteta),
- U - uvoz.

10. Zaključak

Iako visoki iznos stavke greške i propusti u platnoj bilanci može ukazivati na to da je ona manjkava, sustav praćenja duga čini nam se prilično pouzdan i zabilježeno povećanje duga može biti samo podcijenjeno. S druge strane, čini se da se odnosi između uvoza i izvoza u nekoliko posljednjih godina stabiliziraju na razini kod koje se javlja znatan deficit na tekućem računu platne bilance. Predviđen brz rast izvoza turističkih i drugih usluga, čak i uz iznadprosječni rast izvoza roba, te nešto sporiji rast uvoza neće biti dovoljan da se tekući račun uravnoteži već će se jaz samo postepeno smanjivati. Stoga će kroz cijelo razdoblje, i pored rastućih direktnih stranih investicija, biti nužno financiranje deficita putem povećanja inozemnog duga.

Sektor države u nekoliko posljednjih godina nije bilježio visoki suficit, te se može zaključiti da je visokom deficitu tekućeg računa platne bilance najviše pridonosio privatni sektor. Zbog niske razine štednje i nemogućnosti da investicije padnu na još nižu razinu, očekujemo da će se deficit privatnog sektora javljati i u slijedećim godinama. Ukoliko se tom deficitu pribroji i planirani deficit javnog sektora rezultat će vrlo

vjerojatno, uz ostale pretpostavke *ceteris paribus*, biti porast javnog duga iznad razine koja omogućuje urednu vanjsku likvidnost. Stoga ocjenjujemo da je planirani deficit sektora države previsok i da može ugroziti stabilnost naše privrede.

Kako smatramo da bi rast BDP-a od 5,5% uz sadašnju razinu investicija i ostalo makroekonomsko okruženje bio zadovoljavajući u dugoročnijem razdoblju, projekcije indikatora vezanih uz međunarodnu razmjenu, a koje su temeljene na tom rastu možemo uzeti kao umjereno optimistične. No kako se većina promatranih indikatora zaduženosti koji proizlaze iz tih procjena približava ili čak prelazi razinu zabilježenih kod zemalja koje su imale probleme sa otplatom čini se da bi uz ovakva kretanja u Republici Hrvatskoj u ne tako dalekoj budućnosti moglo doći do problema s međunarodnom likvidnošću. Zbog toga ovakav deficit na tekućem računu platne bilance nije održiv u duljem roku.

Ako bi rast gospodarstva bio brži od predviđenoga, problemi s vanjskim dugom mogli bi biti izbjegnuti. No, kako investicije kao jedna od varijabli koje su ključne za rast zadnjih nekoliko godina rastu prilično sporo, a i taj je rast uglavnom rezultat povećanih izdataka države i privatnog sektora vezanih uz obnovu, teško je očekivati dinamičniji razvoj. Brojna su istraživanja ustanovila da su javne investicije manje efikasne od privatnih, pa bi svakako bilo poželjna analiza koja bi se usmjerila na ispitivanje efekata alternativnog modela razvoja - poticanje domaće štednje, te smanjivanje državnih investicijskih izdataka i poticanja privatnih.