

5. ZAKLJUČNO RAZMATRANJE

1. U vrijeme kad je hrvatska Vlada započela s prvim uspješnim operacijama na otvorenom tržištu, a poboljšani međunarodni "rejting" otvorio mogućnosti opsežnijeg zaduživanja u inozemstvu, razumno je postaviti pitanje do kojih se granica smije zaduživati, posebno prema inozemstvu, odnosno, gdje se nalaze granice javnog duga. Ovo pitanje, kolikogod moglo kod nas izgledati preuranjeno, jer Hrvatska u cjelini sada i nije suviše zadužena zemlja, važno je ipak iz više razloga. Ponajprije, važnost trenutačnih potreba koje se mogu riješiti zaduživanjem, često utječe na ležernije procjene budućih rizika i uvjeta otplate duga. Ranija iskustva se lako zaboravljaju. Nadalje, Hrvatska je zemlja s niskom štednjom i ogromnim potrebama za svježim kapitalom. Željeni i očekivani rast investicija će stoga, bar u nekom razdoblju, produbiti platnobilančni jaz. Istovremeno i javni sektor je suočen s brojnim (novim) potrebama: obnovom i rekonstrukcijom u ratu uništene infrastrukture, restrukturiranjem privrede, rastućim socijalnim transferima i sl. Sve se te potrebe javljaju u uvjetime visoke porezne presije; jedne od najviših među postsocijalističkim zemljama. Zbog toga se ekonomska politika očito okreće prema novo otvorenim mogućnostima zaduživanja u inozemstvu. No, ako se sadašnja porezna presija u budućnosti želi smanjiti, rastuće potrebe otplate javnog duga, i unutrašnjeg i vanjskog, ne će podržavati ostvarenje te želje. Stoga se, konačno, javlja i pitanje koje su granice zaduživanja, posebno zaduživanja u inozemstvu, zemlje koja već ima visoki porezni teret i rastući deficit u platnoj bilanci.

Dužnička kriza početkom 80-ih, izazvana pretjeranom vanjskom zaduženošću, ne samo da je prouzročila prekid portfolio investicija globalnih razmjera, već je izazvala dugoročni zastoj u privrednom razvitku svih prezaduženih zemalja. (U ekonomskoj literaturi se te godine često spominju kao "izgubljena dekada")

Ova izuzetno štetna epizoda gospodarskog razvitka mnogih zemalja u razvoju kao da je početkom 90-ih zaboravljena. Oživljavanje privredne aktivnosti u zemljama koje su prebrodile dužničku krizu pokrenulo je ponovni priliv portfolio investicija i spekulativnog kapitala što je u mnogim zemljama u razvoju (npr. u Južnoj Americi ali i mnogim postsocijalističkim zemljama) počelo utjecati na precjenjivanje domaće valute (s odgovarajućim negativnim utjecajima na izvoznu konkurentnost) te izazivati zabrinutost ponovnih dužničkih teškoća, ukoliko dodje do brzog povlačenja tog kapitala. Iskustvo iz razdoblja dužničke krize nalaže stoga maksimalan oprez u pogledu procjena razmjera zaduživanja, posebno zaduživanja u inozemstvu, te važnost načina upotrebe tih sredstava i procjene njihova utjecaja na buduću privrednu aktivnost.

Nažalost, pri procjenama dopustivosti zaduživanja javnog sektora, ne postoje sasvim jednoznačni vrijednosni sudovi. Medjunarodne usporedbe pokazuju da postoje zemlje s visokim teretom javnog duga, koji ne proizvodi gospodarske i političke probleme, i one s relativno malenim dugom, koji stvaraju takve probleme.¹ Specifičnosti svake zemlje u pogledu načina upotrebe sredstava dobivenih zaduživanjem kao i opća obilježja ukupne privredne aktivnosti, očito su glavne odrednice dopustivosti zaduživanja. Zbog toga razni pokazatelji koji se koriste pri kvalificiranju javnog duga i u medjunarodnim usporedbama, moraju biti interpretirani u kontekstu specifičnih gospodarskih obilježja svake zemlje. U tom smislu važno je voditi računa ne samo o globalnoj zaduženosti već i o njenoj domaćoj i inozemnoj komponenti, o specifičnim obilježjima opće gospodarske aktivnosti te o obilježjima ekonomske razmjene s inozemstvom. U tim okvirima, razni pokazatelji zaduženosti neke

¹ Vidi prilog S. Švaljek: Granice javnog duga, pregled teorije i metoda ocjene održivosti politike zaduživanja.

zemlje uz odgovarajuće međunarodne usporedbe mogu pružiti oslonac za prosudbe o dopustivim granicama javnog duga.

2. Zadatak rada na ovome projektu bio je višestruk. Ponajprije, trebalo je stvoriti teoretsku, statističku i analitičku osnovicu istraživanja. U tom smislu izvršena je komparativna analiza potrošnje javnog sektora, odnosno, porezne presije koju ona implicira, izvršen je pregled metoda ocjena dugoročne održivosti javnog duga te utvrđen niz pokazatelja na temelju kojih se mogu vršiti međunarodne usporedbe obilježja javnog duga.²

Budući da ne postoje jedinstveni i nedvosmisleni pokazatelji prezaduženosti, međunarodne usporedbe pružaju jedini pouzdaniji oslonac pri ocjenama dopustivih granica zaduživanja Hrvatske u budućnosti. U tu svrhu izabran je niz srednje razvijenih europskih zemalja koje su po raznim kriterijima podobne za usporedbe s Hrvatskom. Radi se o slijedeće četiri grupe zemalja: (a) Irskoj, Malti, Cipru i Turskoj, zemljama koje posljednjih godina imaju stope rasta kakve približno očekuje i Hrvatska (između 3,5% i 6%); (b) Španjolskoj, Portugalu i Grčkoj, najslabije razvijenim zemljama-članicama EU; (c) češkoj, Poljskoj, Bugarskoj, Sloveniji i Slovačkoj, uspješnijim (s izuzetkom Bugarske) zemljama u tranziciji i (d) Austriji, zemlji koja može biti zanimljiva kao nova članica EU.

Izvršena je zatim procjena stanja ukupnog javnog duga Hrvatske u početnoj godini analize, 1996. Hrvatsku se u toj godini sasvim nedvosmisleno može svrstati među nisko zadužene zemlje, pa se je stoga postavilo pitanje kakve su mogućnosti zaduživanja javnog sektora Hrvatske u budućnosti, odnosno, od kojih

² U tom smislu izlažu se tri osnovne skupine metoda: (a) metode ocjene primjenom pristupa solventnosti, (b) metoda praćenja kretanja udjela duga u BDP-u i (c) metoda analize vremenskih serija; vidi prilog S. Švaljek: *ibid.*

pretpostavki ono zavisi. Budućnost se u ovoj analizi odnosi na razdoblje do 2.010 godine.³ Budući da mogućnosti zaduživanja, odnosno, urednog servisiranja duga, zavise prvenstveno o rastu opće privredne aktivnosti, za ovu analizu bilo je potrebno izvršiti projekcije rasta bruto domaćeg proizvoda (BDP-a). Osim toga, budući da se očekuje da će glavina povećanja javnog duga proizaći iz zaduženja u inozemstvu (zbog visoke porezne presije a i stoga što bi zaduživanje u domaćoj privredi moglo utjecati na "istiskivanje" investicija privatnog sektora), trebalo je izvršiti i projekcije platne bilance Hrvatske za razdoblje predviđanja.

Budućnost je, naravno, teško precizno predviđati; pogotovo onu udaljeniju. Zbog toga su projekcije rasta BDP-a i kretanja u platnoj bilanci Hrvatske izvršene u nekoliko varijanti. Svaka varijanta i njihove kombinacije povećavaju broj pokazatelja na temelju kojih se prosudjuje održivost javnog duga u budućnosti. Promjena bilo koje od pretpostavki izaziva promjene u krajnjim zaključcima. Zaključci stoga nisu nedvosmisleni. Zbog toga rad na ovome projektu treba u osnovi uzeti kao "analizu osjetljivosti" javnog duga na promjene (prvenstveno BDP-a i platne bilance) koje je u godišnjoj dinamici nemoguće precizno prognozirati. U tom smislu, rezultati rada na ovom projektu trebali bi, u prvom redu, olakšati razumijevanje problema zaduživanja javnog sektora, pružiti osnovicu za mjerenje osjetljivosti javnog duga na promjene u tekućoj privrednoj aktivnosti, odnosno, pružiti oslonac nosiocima ekonomske politike u "svakodnevnom" upravljanju javnim dugom.

³ Osnove filozofije zaduživanja javnog sektora, doduše za kraće razdoblje od onog koje je predmet ove analize tj. do god. 2000. , sadržane su u dokumentu Ministarstva financija RH "Načela fiskalne politike u razdoblju 1998-2000: strategija i projekcija", Zagreb, 1997.

3. U radu na statističkoj i metodološkoj osnovici javili su se, što je u ovakvoj vrsti analize i uobičajeno, razni problemi. Tako se je pri izradi statističke osnovice za međunarodne usporedbe javio problem obuhvata, odnosno onoga što se podrazumijeva pod "državom", ili javnim sektorom (centralna država, konsolidirana opća država, izvanproračunski fondovi).⁴ Već uobičajeni problem kod nas je procjena veličine bruto domaćeg proizvoda. U analizi se je pošlo od procjene da je BDP Hrvatske u 1996. iznosio oko 100 mlrd. kuna ili oko 20 mlrd \$. Nadalje problemi su se javili i kod definiranja javnog duga Hrvatske (pitanje uključivanja u javni dug garancija države za dugove sektora privrede, akumuliranih gubitaka velikih javnih poduzeća, obaveza države iz sanacije banaka, tretman planiranog zaduženja države u inozemstvu u 1997.g.) kao i same veličine javnog duga u početnoj godini. NBH raspolaže preciznim podacima o dijelu unutarnjeg duga koji je nastao između bankovnog sustava i države ali ne i o dijelu duga nastalog između države i sektora privrede i stanovništva. U ovoj analizi su stoga kombinirani podaci Ministarstva financija i NBH, a vrijednosti s kojima se barata se katkad razlikuju, iako, za potrebe ove analize, u granicama tolerancije. Prema podacima Ministarstva financija⁵, krajem 1996. godine ukupni srednjoročni i dugoročni vanjski dug Hrvatske iznosio je oko 4,4 mlrd. \$. Od toga bi oko 75% otpadalo na dug sektora države. Ukupni unutrašnji dugoročni dug iznosio je oko 3,1 mlrd. \$. Vanjski javni dug Hrvatske procjenjen je u ovoj analizi na 3,8 mlrd. \$ (oko 19% BDP-a) i bio je u 1996. veći od unutrašnjeg (oko 15,5% BDP-a). Ukupni

⁴ Tako se je npr. naišlo na razlike u podacima za pojedine zemlje u GFS, IMF-a i Revenue Statistics OECD-a, za koje ni u direktnom kontaktu s ekspertima tih institucija nije dobiveno zadovoljavajuće objašnjenje.

⁵ Ministarstvu financija, *ibid.* str. 8.

javni dug Hrvatske iznosio je prema tome 1996. oko 6,9 mlrd. % ili oko 35% BDP-a.

Zasebnu pažnju pri procjeni održivosti javnog duga zaslužuje problem tretmana vanjskog duga. Iako je razumljivo da u sadašnjim uvjetima niske domaće štednje a velikih potreba javnog sektora (obnova, podrška procesu restrukturiranja i sl.), te dobivanja međunarodnog "rejtinga", raste sklonost države da se zadužuje u inozemstvu, treba ipak voditi računa o tome da to zaduživanje ima mnogostruke učinke. Ponajprije, javni sektor nije izvoznik, ili bar direktni izvoznik, dobara i usluga. Pri servisiranju svog vanjskog duga, osim potrebe povećanja poreznih prihoda ili preraspodjele postojećih, javni sektor također utječe i na rast potražnje na deviznom tržištu s potencijalnim utjecajem na stabilnost tečaja. Nadalje, budući je zaduživanje u inozemstvu namijenjeno i financiranju projekata u zemlji, ono će dijelom utjecati na rast uvoza (i produblјivanje deficita u platnoj bilanci) a dijelom na povećanje deviznih rezervi s odgovarajućim monetarnim učincima. Konačno, rast zaduženosti javnog sektora u inozemstvu koji utječe na rast ukupnog vanjskog duga zemlje, ukoliko je predimenzionirano, također može dovesti do "istiskivanja" privatnog sektora s međunarodnog tržišta kapitala. Rast vanjske zaduženosti javnog sektora, s jedne strane povećava koeficijent otplate duga⁶, a s druge, utječe na ocjene rizičnosti zemlje i sklonost međunarodnih kreditora da odobravaju kredite, odnosno, utječe na cijenu kredita. U ovoj analizi je stoga izvršena projekcija platne bilance i ukupne vanjske zaduženosti Hrvatske kao mogućeg ograničavajućeg faktora rastu vanjske zaduženosti javnog sektora.

⁶ Udio otplate duga u ukupnom prilivu od izvoza robe i usluga.

4. Pri ocjeni stanja zaduženosti javnog sektora u polaznoj godini analize, 1996., izvršena je usporedba pomoću u ekonomskoj teoriji uobičajenih pokazatelja zaduženosti izračunatih za Republiku Hrvatsku s 13 naprijed navedenih zemalja. Radi se o slijedećim pokazateljima:

1. Udjelu kamata na javni dug u ukupnim prihodima konsolidirane središnje države,
2. Udjelu kamata na javni dug u ukupnim izdacima konsolidirane središnje države,
3. Udjelu kamata na javni dug u BDP-u
4. Udjelu deficita u ukupnim izdacima konsolidirane središnje države
5. Udjelu deficita u BDP-u,
6. Udjelu javnog duga u BDP-u,
7. Udjelu unutrašnjeg javnog duga u BDP-u, i
8. Udjelu vanjskog javnog duga u BDP-u.

Međunarodne usporedbe⁷ podataka izvršene na temelju ovih pokazatelje ukazuju na to:

- (a) da u strukturi javnog duga⁸ u razvijenijim zemljama prevladava (povoljniji) unutrašnji dug. Od zemalja s višim stopama rasta, samo se kod Turske više od polovice javnog duga odnosi na zaduženje u inozemstvu. I među tranzicijskim zemljama, s izuzetkom Poljske i Bugarske (za Sloveniju nije bilo raspoloživih podataka), Hrvatska ima nadprosječni udio vanjskog duga u ukupnom dugu.

⁷ Za većinu promatranih zemalja zadnji raspoloživi podaci su bili za 1994.g., (1993. za Irsku, Maltu, Španjolsku i Grčku) te 1995., odnosno, 1996. za Slovačku i Hrvatsku.

⁸ Radi se o dugu konsolidirane središnje države. Podaci o konsolidiranoj općoj državi, koji bi bili prikladniji za međunarodne usporedbe, nisu bili raspoloživi.

- (b) da udio proračunskog deficita u BDP-u varira među promatranim zemljama od +3,2% u Slovačkoj do -12,7% u Grčkoj; Hrvatska s deficitom od 0,9% BDP-a u 1995. i 0,5% u 1996. (s izuzetkom češke i Slovačke koje imaju suficite) ima usporedivo najmanji proračunski deficit.
- (c) da postoje i velike razlike među zemljama u udjelu javnog duga u BDP-u: od 18,7% u češkoj do 103,8% u Grčkoj i 147,8% u Bugarskoj. Udio javnog duga u BDP-u u Hrvatskoj je tek nešto viši od niskozaduženih Malte i Slovačke. Hrvatska na taj način, u obje promatrane godine zadovoljava Maastrichtske kriterije.
- (d) da porezno opterećenje u Hrvatskoj, mjereno udjelom poreznih prihoda središnje države u BDP-u, iako relativno visoko (28%) ipak nije neuobičajeno. No, kada se tome pridodaju doprinosi za fondove, porezno opterećenje u Hrvatskoj se penje na preko 44%, što spada u sam vrh opterećenja među promatranim zemljama.
- (e) da se iz svega može zaključiti da je Hrvatska relativno nisko zadužena zemlja. Problemi se, međutim mogu javiti kod vanjskog duga čiji je udio u BDP-u Hrvatske (oko 22%) kod promatranih zemalja niži jedino u odnosu na udjele u Bugarskoj, Poljskoj, Turskoj i Grčkoj.

Određen oprez u pogledu zaduživanja u inozemstvu nameće činjenica da je u razdoblju 1994-1996 došlo do izuzetno brzog rasta vanjskog duga Hrvatske. Vanjski dug je u tim godinama

rastao po višetruko višim stopama od BDP-a⁹, a i odnos ukupnog duga i izvoza se je povećao: s 43% na gotovo 60%. Namjera Vlade da u slijedećim godinama proračunski deficit financira zaduživanjem u inozemstvu, kao i činjenica da reprogramirani dugovi s Pariškim i Londonskim klubom sadrže odredbe o počeku, upućuje na mogućnost nastavka te tendencije. Iako je koeficijent otplate duga (udio otplate u ukupnom prilivu od izvoza robe i usluga) u Hrvatskoj još uvijek prihvatljivo nizak (3,5% u 1995., 6,3% u 1996. a u 1997. bi se mogao približiti vrijednosti od 10%), rast zaduženosti u inozemstvu bi, uz nedovoljnu ekspanziju izvoza, mogao vrijednost tog koeficijenta ubrzo pomaknuti prema opasnoj granici od 20%. Treba napomenuti da su se problemi s vanjskim dugom grupe zaduženih siromašnih zemalja, u razdoblju 1990-1996., javili već pri vrijednosti koeficijenta otplate duga tek nešto većeg od 10%.¹⁰

U procjenama dopustivih granica zaduživanja javnog sektora u budućnosti, pažnja je bila stoga posvećena predviđanju rasta duga, posebno njegovoj vanjskoj komponenti, te predviđanju kretanja BDP-a i platne bilance Hrvatske, kao osnovnim odrednicama dopustivosti zaduživanja.

5. U projekciji zaduživanja javnog sektora pošlo se je od naprijed izložene strategije Vlade da planirane proračunske deficite do god. 2000, koji ne bi bili veći od Maastrichtskih 3% BDP-a, financira zaduživanjem u inozemstvu. a da se u cijelom razdoblju predviđanja do 2.010 godine, unutarnji javni dug više neće povećavati. Pretpostavili smo stoga da će se proračunski

⁹ Vidi prilog A. Babića, Vanjska zaduženost i pokazatelji zaduženosti Republike Hrvatske 1994-1996.

¹⁰ Ibid, str....

deficit financirati isključivo zaduživanjem u inozemstvu, a da će se njegov udio u BDP-u postepeno smanjivati. Tako smo pretpostavili da će od 1.997. do uključivo god. 2.001. proračunski deficit iznositi 3% BDP-a, u 2.002. godini će iznositi 2,5% BDP-a, u god. 2.003-2.004. 2% BDP-a, te u preostalim godinama predviđanja, do 2.010., da će iznositi 1,5% BDP-a. Budući da se radi o zaduživanju u inozemstvu, (a devize po definicije znače potraživanje u inozemstvu), pretpostavili smo da će cijeli iznos zaduženja biti realiziran uvozom, te smo pri projekciji platne bilance te vrijednosti pribrojili uvozu. Iz pretpostavke da će se unutarnji javni dug zadržati na sadašnjoj razini, proizlazi da će se, zbog amortizacije postojećeg duga, otvoriti mogućnosti novog domaćeg zaduživanja. To bi vodilo poboljšanju kvalitete domaćeg duga, jer bi postojeći, koji je nastao uglavnom silom prilika ("velike obveznice", zamrznuta štednja stanovištva) zamjenilo dobrovoljno kreditiranje države uz pozitivne poticaje razvitku domaćeg financijskog tržišta.

Što se tiče projekcije rasta GDP-a u analizi su predviđene tri varijante: (a) optimistička varijanta, prema kojoj bi prosječna stopa rasta u cijelom razdoblju predviđanja iznosila 5,5%, (b) pesimistična varijanta s prosječnom stopom rasta za cijelo razdoblje od 2,5%, i (c) srednja varijanta, kombinacija dviju navedenih, prema kojoj bi do 2.003. godine prosječna stopa rasta iznosila 5,5%, a u razdoblju do 2.010. prosječnih 2,5% godišnje. Ove procjene zasnivaju se na međunarodnim komparacijama rasta BDP-a u srednjeročnom, odnosno, dugoročnom razdoblju. Uzimajući u obzir niz različitih zemalja i područja prema stupnju razvijenosti i geografskom položaju, može se doći do zaključka da je izuzetno malen broj zemalja koje su u desetogodišnjem razdoblju uspjevale održati prosječne stope

realnog rasta BDP-a iznad 5%.¹¹ Takve zemlje su u pravilu zemlje Dalekog Istoka, koje posljednjih decenija bilježe izuzetno visok rast investicija i BDP-a. U sadašnjim uvjetima niskog investiranja u Hrvatskoj, stopa rasta od prosječnih 5,5% bi se mogla uzeti kao optimistička varijanta dugoročnijeg rasta BDP-a u Hrvatskoj. Prosječna stopa od 2,5% godišnje za cijelo razdoblje predviđanja je vjerojatno minimum koji bi se mogao prihvatiti ukoliko razne političke tenzije i rizici ne budu u cijelosti uklonjeni. Konačno, treća varijanta pretstavlja kombinaciju prvih dviju.

Pri izradi projekcije platne bilance Hrvatske korišteni su materijali pripremljeni za redoviti sastanak projekta "Link" održanog u ožujku 1997. u New Yorku. Na temelju strukturnih modela nacionalnih gospodarstava uključenih u projekt "Link" izradjuju se prognoze rasta svjetskog BDP-a i svjetske trgovine. Te prognoze poslužile su za predviđanje ekonomske razmjene Hrvatske s inozemstvom, budući da ona zavisi, s jedne strane, o kretanju uvozne potražnje njenih partnera, a s druge, o dinamici rasta vlastitog BDP-a. Tako npr. projekt "Link" predviđa da će do kraja stoljeća doći do oživljavanja svjetskog BDP-a potaknutog u velikoj mjeri oživljavanjem svjetske trgovine. To bi, naravno, trebalo u odgovarajućoj mjeri utjecati i na izvoznu ekspanziju Hrvatske. S druge strane, na kretanje uvoza i izvoza djeluje i intenzitet rasta domaćeg društvenog proizvoda. Zbog toga su i salda platne bilance, koja će u cijelom razdoblju predviđanja ostati negativna, manja u varijanti s višom stopom rasta BDP-a, nego kod one s nižom stopom rasta.

U varijanti (a) s 5,5% prosječnog rasta BDP-a predviđa se da bi robni izvoz u razdoblju 1997-2000 mogao rasti po stopi od

¹¹ Vidi prilog A. Mervar i D. Mikulić; Projekcija BDP-a, platne bilance i javnog duga Republike Hrvatske do 2.010. godine.

9,1%, a nakon toga, po stopi od 6,5%. Kod robnog uvoza predviđena je stopa rasta do 2000. god. od 7,1%, a nakon toga 5%. Kod izvoza usluga predviđene su u početku dvoznamenkaste stope rasta, a zatim stope približno na razini rasta BDP-a. U varijanti (b) s prosječnih 2,5% rasta BDP-a predviđene su niže stope rasta razmjene s inozemstvom nego u varijanti (a) s time da se stopa rasta izvoza kreće nešto iznad stope rasta BDP-a, a uvoza na razini rasta BDP-a. Varijanta (c) je kombinacija prvih dviju varijanti.¹²

Procjena korištenja kredita pretstavlja iznose za koje se domaće gospodarstvo zadužuje da bi moglo izvršiti otplate kredita i istovremeno financirati negativni saldo na tekućem računu platne bilance. Za te kredite pretpostavljeno je da će rok otplate biti pet godina, a kamatna stopa za oko 1,5 postotni poen veća od LIBORA, tj. da će iznositi oko 6,5%. Projekcijom se pretpostavlja da se čitav rezidual na financijskom računu pretvara u porast duga.

6. Na temelju projekcije rasta ukupnog vanjskog duga, bruto društvenog proizvoda, platne bilance, s odgovarajućim podbilancama i drugim relevantnim veličinama, izradjen je niz pokazatelja po godinama do 2.010., na temelju kojih je moguće izvoditi zaključke o kretanju kvalitete i održivosti zaduživanja.¹³ Ti se pokazatelji mogu svrstati u dvije grupe: (a) pokazatelje stanja i (b) pokazatelje tijeka. Radi se o slijedećim pokazateljima (u zagradama se navode kritične vrijednosti iznad ili ispod kojih može doći do problema):

¹² A.Mervar i D.Mikulić, *ibid.*

¹³ *Ibid.*, prilog.

(a) Pokazatelji stanja

- (1) odnos duga i BDP-a ($>30\%$)
- (2) odnos duga i izvoza ($>200\%$)
- (3) odnos deviznih rezervi i duga ($<20\%$)

(b) Pokazatelji tijeka:

- (1) udio otplate duga u vrijednosti izvoza ("debt-service ratio") ($>20\%$)
- (2) odnos kamata na ukupni vanjski dug i izvoza ($>20\%$)
- (3) odnos glavnice i bruto zaduživanja ($>40\%$)
- (4) odnos neto zaduživanja i uvoza ($>3\%$)
- (5) odnos bruto zaduživanja i uvoza ($>16\%$)
- (6) odnos kamata na ukupni vanjski dug i BDP-a ($>3\%$)

Ovi pokazatelji služe u razne analitičke svrhe vezane uz upravljanje javnim dugom. Kad je u pitanju upravljanje vanjskim dugom, po važnosti se ističu tri pokazatelja: (a) omjer duga i BDP-a, (b) odnos ukupnog duga i izvoza, te (c) udio otplate duga u vrijednosti izvoza.

Analiza ovih pokazatelja za Hrvatsku upućuje na više zaključaka:

- (a) U početnoj godini projekcije, Hrvatska je prema praktički svim pokazateljima, nisko zadužena zemlja,
- (b) Pogoršanje vrijednosti pokazatelja zavisi o stopama rasta BDP-a. Varijanta s višom stopom rasta BDP-a (5,5%) upućuje na lakšu izdržljivost zaduživanja. U varijanti s niskom stopom rasta (2,5%) dolazi do bržeg pogoršanja pokazatelja zaduženosti i njihovih viših (negativnih) vrijednosti na kraju projiciranog razdoblja.

- (c) Vrijednost nekih pokazatelja se, međutim, veoma brzo pogoršava i u varijanti s visokom stopom rasta. čak i u razdoblju do 2.000. godine, dakle, u razdoblju za koje postoje službene najave zaduživanja i u kojem se s relativnom pouzdanošću mogu predviđati kretanja ključnih veličina, dva od tri navedena pokazatelja dostižu ili čak i prestižu kritične vrijednosti. Tako npr. udio duga u BDP-u već u 1.998. godini prelazi kritičnu vrijednost od 30% (i u varijanti s niskom i visokom stopom rasta BDP-a), a udio utplate duga u izvozu prestiže kritičnu vrijednost od 20% već u 2.000. g u varijanti rasta BDP-a 2,5%, a u 2.001. godini u varijanti s 5,5% rasta BDP-a. Interesantno je, međutim, da odnos duga i izvoza ni u jednoj varijanti ne prelazi kritičnu veličinu od 200%, iako joj se u varijanti s niskom stopom rasta BDP-a približava krajem razdoblja projekcije.
- (d) Među pokazateljima zaduženosti posebnu pažnju treba posvetiti udjelu otplate duga u izvozu. Taj pokazatelj prikazuje koji postotak tekućeg deviznog priljeva od izvoza robe i usluga ide na otplatu duga, pa je stoga važan pri ocjeni utjecaja otplate duga na tekuću privrednu aktivnost. Kritična granica od 20% kaže da 20% tekućeg deviznog priljeva od izvoza robe i usluga služi servisiranju duga. Jasno je, da ukoliko suviše velik dio deviznog priljeva odlazi na servisiranje duga, dolazi u pitanje normalno snabdjevanje privrede uvoznim materijalom te do usporavanja privredne aktivnosti. U svim zemljama koje su početkom 80-ih godina ušle u dužničku krizu, došlo je do naglog pogoršanja tog pokazatelja otplate duga. To je dodatno produbilo krizu, jer je došlo i do usporavanja privredne aktivnosti i do smanjivanja izvoza.

U ovoj projekciji pokazatelja zaduženosti, pokazatelj odnosa otplate duga i izvoza se rapidno pogoršava početkom slijedećeg desetljeća, pa i pri optimističkom rastu BDP-a od prosječnih 5,5%, iznosi 29,6% u 2.005. god. i na toj se razini zadržava do kraja razdoblja predviđanja. U pesimističkoj varijanti rasta BDP-a, vrijednost ovog pokazatelja iznosi 44,2% u 2.005. god. i 54,9% u krajnjoj godini predviđanja. Već i u prvom slučaju radi se o teško održivoj veličini koja mora utjecati na teškoće u tekućoj privrednoj aktivnosti. O drugom slučaju ne treba ni govoriti.

7. Hrvatska se može smatrati zemljom s visokim poreznim teretom i velikim javnim sektorom. To ima utjecaj na mogućnosti zaduživanja. Porezi i zajmovi bi trebali biti tretirani kao alternativni izvori financiranja javnih potreba. Ukoliko se zemlja orijentira na financiranje svojih potreba većim poreznim opterećenjem poreznih obveznika, potreba za zaduživanjem trebala bi biti manja. I obratno. Poželjna alternativa sadašnjem stanju bilo bi smanjenje poreznog tereta uz povećanje unutarnjeg javnog duga. Time bi se održala postojeća razina javnih rashoda, a manje povoljni vanjski dug zamjenio povoljnijim unutarnjim. No, ukoliko se u uvjetima visokog poreznog tereta ipak ide u daljnje povećanje javnog duga, posebno prema inozemstvu, izuzetno je važna upotreba sredstava dobivenih zaduživanjem. Ukoliko ta sredstva ne proizvedu brz učinak na rast BDP-a i izvoza, javiti će se teškoće, s jedne strane, u njegovu servisiranju, a s druge, u općoj privrednoj aktivnosti. Zaduzivanje radi financiranja domaće potrošnje bila bi nesumnjivo najgora moguća opcija.