

Ines Kersan-Škabić*
Gorana Mihovilović**

UDK 336.3 (497.5)
336.3 (4-191.2)
336.3 (4-11)
Pregledni rad
Review

KOMPARATIVNA ANALIZA ZADUŽENOSTI HRVATSKE I ZEMALJA SREDNJE I ISTOČNE EUROPE

COMPARATIVE ANALYSIS OF INDEBTEDNESS OF CROATIA AND CENTRAL AND EAST-EUROPEAN COUNTRIES

ABSTRACT

Indebtedness in transition countries is an outcome of preponderant consumption over production and saving. This paper compares amount and structure of Croatian external debt with situation in Slovenia, Hungary, Czech Republic, Romania and Bulgaria. External debt in Croatia has a tendency of very rapid increase therefore the question of debt crises in Croatia is proper. Situation in Croatia is concerning because it has the greater share of external debt in import and export revenues, therefore every new debt increasing in Croatia should be limited to avoid impossibility of debt service. Comparison with situation in Argentina and Brasil implicates the possibility of debt crises., debt service

Key words: *external debt, public debt, debt crisis, debt service*

1. UVOD

Posljednje je vrijeme globalno obilježeno s nekoliko kriznih situacija koje su nastale u Argentini, Meksiku, Brazilu, zemljama južne Azije. Neke od njih povezane su uz prebrzu liberalizaciju kapitalnih tijekova gdje su špekulativni tijekovi novca uzrokovali slom/devalvaciju tečaja i nesposobnost privrednih subjekata i države u servisiranju inozemnih obveza. Kod drugih zemalja (Argentina, ...) kriza je uzrokovana prevelikim zaduživanjem države koje nije bilo popraćeno odgovarajućim gospodarskom rastom i razvojem što je utjecalo na nemogućnost države da podmiruje obveze proizišle iz zaduživanja.

Zaduživanje nije proces koji se dešava negdje daleko i nekome drugome, već je to proces koji je uvelike obilježio proces tranzicije u europskim državama. Inozemna zaduženost, koja je posljedica višegodišnjih neravnoteža u bilancama tekućih transakcija zemalja u tranziciji, danas predstavlja najveću opasnost cjelokupnom međunarodnom ekonomskom i financijskom sustavu. Međutim, povećanje zaduženosti zemalja u tranziciji javlja se kao normalna posljedica njihovog privrednog razvoja. Kako bi što prije oživjele svoju privredu, zemlje u tranziciji formuliraju aktivnu razvojnu politiku koju karakterizira brži rast domaće potrošnje od proizvodnje (neravnoteža domaće agregatne ponude i potražnje) što rezultira porastom zaduženja u inozemstvu. Zato kažemo da je porast zaduženja u inozemstvu i ovisnost o inozemnoj akumulaciji u financiranju investicija zajednička karakteristika gotovo svih zemalja u tranziciji. Naime, zbog niske kapitalne

* Docent, Fakultet ekonomije i turizma "Dr. Mijo Mirković" Pula, e-mail: ikersan@efpu.hr

** dipl.oec., e-mail: gorana_mihovilovic@yahoo.com

Članak primljen u uredništvo: 30.1.2006.

opremljenosti, niska je i produktivnost rada u tim zemljama. Uz to, zbog rasta osobne i investicijske potrošnje raste sklonost uvozu. Investicije u infrastrukturu, koje u procesu privrednog razvoja imaju prioritet, kapitalno su intenzivne i zbog toga izrazito uvezno ovisne. Takve investicije nemaju direktan učinak na povećanje izvoza, a indirektni učinci očituju se tek nakon određenog vremena.

Proces zaduživanja poprimio je velike razmjere i u Hrvatskoj. Svaki posjet MMF-ovih stručnjaka u Hrvatsku popraćen je naznakama novih zaduživanja u Hrvatskoj, ali i «smjericama» kako voditi ekonomsku politiku u zemlji. Vanjski dug u kontinuiranom je i brzom porastu pa se logično nameće pitanje o prezaduženosti Hrvatske. Odgovor na ovo pitanje nije jednostavan ni brz jer je potrebno obuhvatiti mnogo čimbenika u analizu, od same visine vanjskog duga, preko strukture do godišnjih obveza po dugovima. Rastući vanjski dug, ukoliko nije popraćen odgovarajućim rastom bruto domaćeg proizvoda i izvoza, uvelike će opteretiti gospodarstvo u godinama kada će na naplatu doći najviši iznosi. Budući da se Hrvatska priprema za ulazak u Europsku Uniju, bitno je sagledati hoće li joj porast duga biti ograničenje u procesu integriranja s Europskom Unijom.

Upravo zbog toga usporedit će se zaduženost Hrvatske sa odabranim zemljama Srednje i Istočne Europe: s tri uspješne tranzicijske zemlje koje su postale punopravne članice Europske Unije 1.svibnja 2004.godine (Mađarska, Češka, Slovenija) i s manje razvijenim zemljama koje se tek pripremaju za punopravno članstvo (Rumunjska i Bugarska). U radu će se posebno prikazati i analizirati pokazatelji stanja i tijeka zaduženosti za navedene zemlje, te će se na osnovi dobivenih rezultata moći bolje sagledati položaj Hrvatske u pogledu zaduženosti. U svijetu su bile vrlo izražajne krize u Argentini i Brazilu pa će se prikazati gospodarska situacija u tim zemljama u trenucima izbijanja dužničke/valutne krize. Na temelju rezultata komparacija izvest će se zaključci o indikatorima hrvatske zaduženosti i opasnostima koje joj u tom pogledu prijete.

2. POKAZATELJI INOZEMNE ZADUŽENOSTI

Zaduženje nastaje zbog većih investicija od štednje u nacionalnom gospodarstvu, no ono nastaje i zbog povećane tekuće potrošnje. Prilikom zaduživanja važno je poštivati načelo racionalnosti, a to je da efikasnost investicija mora biti jednaka prosječnoj kamatnoj stopi na ta sredstva. To znači da ako se vanjski zajmovi neefikasno utroše (npr. povećanje potrošnje) i ne budu rezultirali u porastu proizvodnje mogu se pojaviti problemi otplate dugova. Postoji veliki broj pokazatelja inozemne zaduženosti koje navode razni izvori i autori, međutim kao najvažniji i ujedno najčešće zastupljeni pokazatelji u mnogim analizama i komparacijama zaduženosti zemalja navode se pokazatelji koji su detaljnije obrađeni u ovom radu. Pokazatelje inozemne zaduženosti neke zemlje možemo podijeliti na pokazatelje stanja i pokazatelje tijeka zaduženosti (Babić, 1996., 380 - 384; MMF, 2000).

2.1. Pokazatelji stanja zaduženosti

Najvažniji pokazatelji stanja inozemne zaduženosti koji se uzimaju kod ocjene stupnja zaduženosti neke zemlje su:

Odnos ukupnog inozemnog duga prema BDP-u, pokazuje odnos ukupnog inozemnog duga u odnosu na bruto domaći proizvod pa njegov porast ukazuje na opasnost od nesolventnosti zemlje. Uzima se da odnos veći od 30% ukazuje na relativno veći rizik od pojavljivanja problema nesolventnosti. Odnos duga prema domaćem proizvodu rast će ako je kamatnjak na dug veći od stope rasta i ako je tekuća bilanca plaćanja u deficitu.

Odnos ukupnog inozemnog duga prema izvozu robe i usluga, pokazuje zaduženost po jedinici izvoza robe i usluga pa predstavlja dobar pokazatelj sadašnje sposobnosti otplate duga. Važan je stoga što izvoz predstavlja izvor prihoda iz kojih se moraju namiriti obveze

po dugovima. Smatra se da kreditni bonitet zemlje dolazi u pitanje onog trenutka kada ovaj odnos prelazi 200%, odnosno kada razina ukupnog inozemnog duga premaši dvostruku veličinu izvoza roba i usluga. Prednost ovog pokazatelja je ta da je manje promjenjiv od prvog pokazatelja u slučaju promjena realnog deviznog tečaja i omogućuje donošenja značajnih zaključaka o trendovima.

2.2. Pokazatelji tijeka zaduženosti

Osim samog stanja vrlo je značajno sagledati kako će teći buduća otplata duga, koliko će ona opteretiti gospodarske rezultate u budućem razdoblju. To pokazuju sljedeći indikatori: **Odnos otplate duga prema izvozu robe i usluga** pokazuje koliki dio prihoda od izvoza robe i usluga treba izdvojiti za otplatu duga. Ovaj se odnos najčešće uzima kao pokazatelj opterećenosti dugom. Otplata duga mjeri se stvarnim plaćanjem, u trenutku plaćanja, a ne u trenutku dospelosti, nastanka prava ili obveze. Poboljšanje ovog odnosa može nastati i povećanjem neplaćenih dospjelih obveza otplate zajmova. Kod zemalja gdje su neto transferi iz inozemstva veliki, boljim pokazateljem otplate duga smatra se odnos otplate duga prema tekućim deviznim prihodima. Uzima se da je prihvatljiv odnos otplate duga prema tekućim deviznim prihodima manji od 10%. Ukoliko je taj odnos veći od 20% javljaju se realne opasnosti od problema likvidnosti.

Odnos godišnje obveze po kamatama prema izvozu pokazuje koliki dio prihoda od izvoza robe i usluga treba izdvojiti za plaćanje kamata na zajmove. Ovaj se pokazatelj često uzima kod jako zaduženih zemalja koje reprogramiraju svoje dugove, jer se kamate obično ne reprogramiraju. Da bi se ovaj odnos smanjivao, nužno je da stopa rasta izvoza bude veća od kamatne stope na zajmove.

2.3. Ostali pokazatelji inozemne zaduženosti

Pored navedenih pokazatelja stanja i tijeka zaduženosti, u analizama se često izračunavaju i drugi pokazatelji kao što su odnos štednje i investicija prema BDP-u, te izravne strane investicije kao postotak BDP-a (Gligorov, 2004., 10 - 14).

Odnos štednje i investicija prema BDP-u značajan je u situaciji porasta inozemnog duga. Tada se promatra razvoj štednje i investicija u odnosu na bruto domaći proizvod. Konvencionalno se prihvaća da ako ukupni inozemni dug raste zbog porasta investicija to je bolje nego kada je dug posljedica pada štednje. U tom smislu, porast duga uzrokovan rastom investicija znak je gospodarskog oporavka. No, porast inozemnog duga većinom je odraz deficita na tekućem računu. Iako je važno je li deficit posljedica rasta investicija ili pada štednje, njegova je razina važna za održivost duga. Međutim, neprestano visoki deficit na tekućem računu predstavljat će problem bez obzira na njegove uzroke. Održivost inozemnog duga neće postati problem ako je deficit na tekućem računu posljedica povećanja investicija koje će pospješiti proizvodnju koja će potom dovesti do pada deficita na tekućem računu.

Izravna strana ulaganja (FDI) kao postotak BDP-a. Niz zaduženijih zemalja uspjelo je smanjiti svoj inozemni dug ili ga barem stabilizirati korištenjem prihoda od izravnih stranih ulaganja za otplatu svoga duga ili za financiranje deficita na tekućim računima. FDI u isto vrijeme donose dodatni kapital za razvoj kao i transfer tehnologije i znanja. Stoga bi trebalo stvoriti povoljne uvjete za njihovo privlačenje, a to znači prije svega efikasan pravni sustav koji štiti vlasnička prava, makroekonomska stabilnost, transparentnost monetarne i fiskalne politike u dužem razdoblju, efikasnost sustava plaćanja itd. Povoljna investicijska klima podrazumijeva i jednak status domaćih i stranih partnera, razne porezne olakšice pri investiranju, uvoz opreme bez carine i dr.

Teorijskim pristupom ukazali smo na najznačajnije pokazatelje inozemne zaduženosti, te na prihvatljive granice zaduživanja neke zemlje. Ovi će nam indikatori

poslužiti u analizi zaduženosti zemalja Srednje i Istočne Europe. Na temelju analize pokazatelja zaduženosti svake pojedine zemlje moći ćemo utvrditi koje su od promatranih zemalja najviše odnosno najmanje zadužene.

3. ZADUŽENOST ZEMALJA SREDNJE I ISTOČNE EUROPE

Razlozi nastanka zaduženosti u tranzicijskim zemljama Srednje i Istočne Europe nisu isti kao u razvijenim zemljama. Sanacija velikih banaka, obveze plaćanja tzv. stare devizne štednje, kao i preuzimanje dijela inozemnog duga bivšeg režima, samo su neki od čimbenika koji su rezultirali povećanjem obveza države. Budući da takva potraživanja nije bilo moguće platiti isključivo tekućim prihodima proračuna, zaduživanje je bilo neophodno.

Tablica 1.

Ukupni inozemni dug u razdoblju od 2000. do 2004. godine u mlrd. USD

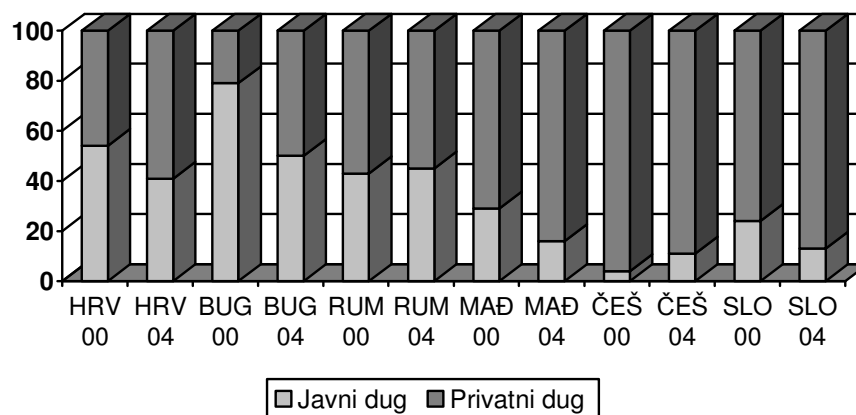
<i>Zemlje</i>	<i>2000.</i>	<i>2001.</i>	<i>2002.</i>	<i>2003.</i>	<i>2004.</i>
Hrvatska	11,0	11,3	15,4	23,5	28,2
Bugarska	11,2	10,6	11,2	13,2	16,9
Rumunjska	10,6	12,3	15,7	17,7	27,3
Mađarska	30,1	33,0	40,3	55,6	69,1
Češka	21,6	22,6	27,2	34,9	39,7
Slovenija	9,0	9,2	12,0	16,2	20,8

Izvori: WIIW 2003, DB Research.

U Tablici 1. vidimo kretanje ukupnog inozemnog duga u razdoblju od 2000. do 2004. godine u svim promatranim zemljama. Najveća apsolutna vrijednost ukupnog inozemnog duga tijekom promatranih godina ostvarena je kod Mađarske (30,3 mlrd. USD u 2000. godini, odnosno, 69,1 mlrd. USD u 2004. godini), slijede Češka, Hrvatska i Rumunjska, dok je najmanja vrijednost ukupnog inozemnog duga tijekom svih promatranih godina zabilježena kod Bugarske i Slovenije. Ukupna inozemna zaduženost u promatranom razdoblju od četiri godine u svim je analiziranim zemljama znatno porasla. Najveći porast ukupnog inozemnog duga zabilježen je kod Hrvatske (160% u odnosu na 2000. godinu, odnosno, sa 11,0 mlrd. u 2000. godini na 28,2 mlrd. USD u 2004. godini) i Rumunjske (157% u odnosu na 2000. godinu), slijede Mađarska i Slovenija (130%), dok je najmanji rast ukupnog inozemnog zaduženja zabilježen kod Češke (85%) i Bugarske (50%). Zastupljenost javnog, odnosno, privatnog sektora u ukupnom inozemnom zaduživanju svake pojedine zemlje prikazana je Grafom 1. (Mihovilović, 2005).

Graf 1.

Struktura vanjskog duga zemalja u tranziciji u 2000. i 2004. godini u %



Izvori: WIIW 2003., DB Research.

Iz Grafa 1. vidimo da je u 2000. godini inozemni javni dug u Hrvatskoj činio 54% ukupnog inozemnog duga, dok je na privatni dug otpadalo 46%. U 2004. godini došlo je do smanjenja udjela inozemnog javnog duga na 41%, ali i povećanja udjela privatnog duga koji je sačinjavao 59% ukupnog inozemnog duga te godine. To je pozitivno jer je država prestala biti generator rasta vanjskog zaduživanja, a primat sada imaju poduzeća i poslovne banke koje se zbog velike kreditne ekspanzije sve više zadužuju na inozemnim tržištima kapitala. Bugarska je zemlja sa najvećom vrijednošću inozemnog javnog duga, koji je u 2000. godini iznosio 79% ukupnog inozemnog duga. U 2004. godini došlo je do zamjetnog smanjenja na 50%, što je u usporedbi s ostalim promatranim zemljama još uvijek najviša ostvarena vrijednost. U Rumunjskoj je u 2000. godini javni inozemni dug iznosio je 43% da bi se do 2004. godine povećao na 45%.

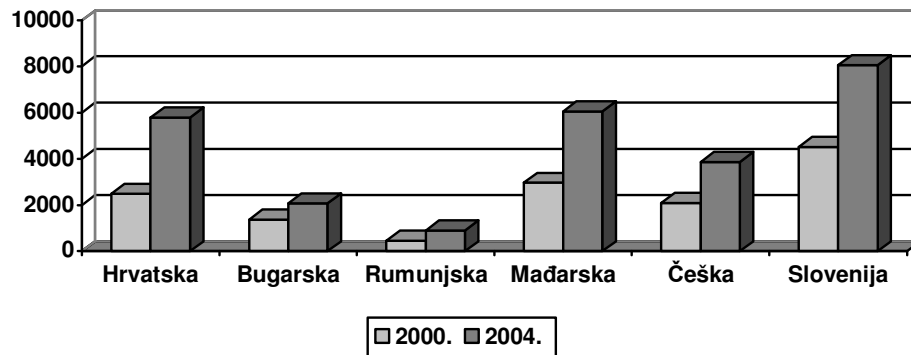
Mađarska ima znatno veći udio privatnog duga od javnog u ukupnom inozemnom zaduživanju. U 2000. godini na privatni je dug otpadalo 71% ukupnog inozemnog zaduživanja zemlje, da bi u 2004. godini ta vrijednost bila na razini 84% ukupnog inozemnog duga. U Češkoj gotovo cjelokupni iznos ukupnog inozemnog duga otpada na privatni dug. Država, odnosno javni dug, je u 2000. godini činio tek 4% ukupne inozemne zaduženosti, a u 2004. godini 11%. U Sloveniji je situacija slična kao u Češkoj. Privatni je dug najzastupljeniji u ukupnom inozemnom zaduživanju zemlje što potvrđuje činjenica da se u 2000. godini 76% ukupnog inozemnog zaduženja odnosilo na privatni dug, da bi u 2004. godini taj udio porastao na 87% ukupnog inozemnog duga.

Promatrana struktura inozemnog duga govori da razvijenije zemlje Srednje i Istočne Europe bilježe značajno veće udjele privatnog sektora u vanjskom dugu u odnosu na manje razvijene zemlje gdje se država gotovo podjednako zadužuje kao i gospodarstvo. Hrvatska se po strukturi duga približava razvijenim tranzicijskim zemljama povećavajući udio privatnog duga i smanjujući udio javnog duga u ukupnom vanjskom dugu.

Same apsolutne vrijednosti inozemnog duga ne govore mnogo jer je logično da će veće zemlje imati i veći vanjski dug. Puno je bolji pokazatelj iznos vanjskog duga po stanovniku.

Graf 2.

Ukupni inozemni dug per capita u 2000 i 2004. godini u USD



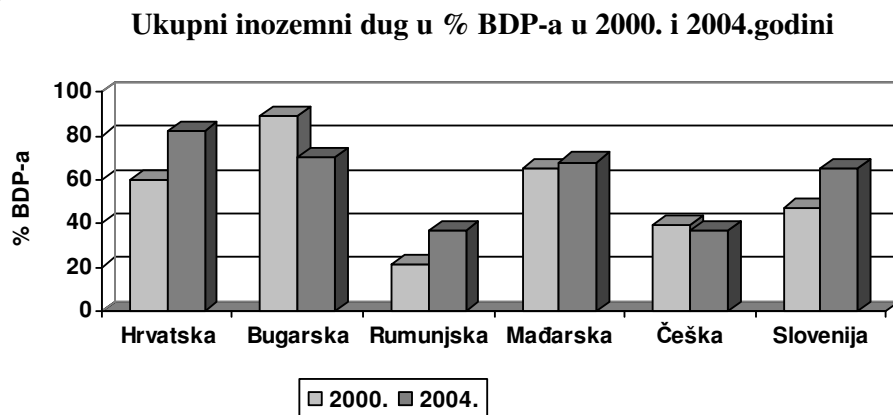
Izvori: WIIW 2003., DB Research

Iz Grafa 2. jasno se vidi da je u promatranim godinama Slovenija imala najveći ukupni inozemni dug per capita (4522 USD u 2000. godini, odnosno 8070 USD u 2004.), slijedi Mađarska (2970 USD u 2000., 6060 USD u 2004. godini). Hrvatska je na trećem mjestu zaduženosti u odnosu na broj stanovnika (2492 USD u 2000., 5789 USD u 2004. godini), dok je najmanje zadužena zemlja prema ovoj analizi Rumunjska (447 USD u 2000. godini, odnosno 906 USD u 2004.). Ukupni inozemni dug po glavi stanovnika se u svim promatranim zemljama u razdoblju od 2000. do 2004. godine udvostručio. Najveći porast u odnosu na 2000. godinu ostvaren je u Hrvatskoj gdje je ukupni inozemni dug per capita porastao za 132% u 2004. godini. Slijede Mađarska i Rumunjska koje su u promatranim godinama udvostručile svoje ukupno inozemno zaduženje po broju stanovnika. U Sloveniji je ostvaren porast od 78%, dok je najmanji porast u odnosu na 2000. godinu ostvaren u Bugarskoj gdje je ukupni inozemni dug mjereno prema broju stanovnika porastao za 53% u 2004. godini.

3.1. Pokazatelji stanja zaduženosti

Apsolutne vrijednosti duga ne daju nam odgovor o mogućnosti zemlje da servisira postojeći dug, već je potrebno ući u dublju analizu stanja i tijeka zaduženosti da bi mogli odgovoriti na to pitanje. Iz Grafa 3. možemo vidjeti kretanje ukupnog inozemnog duga u odnosu na BDP u promatranim zemljama u 2000. i 2004. godini.

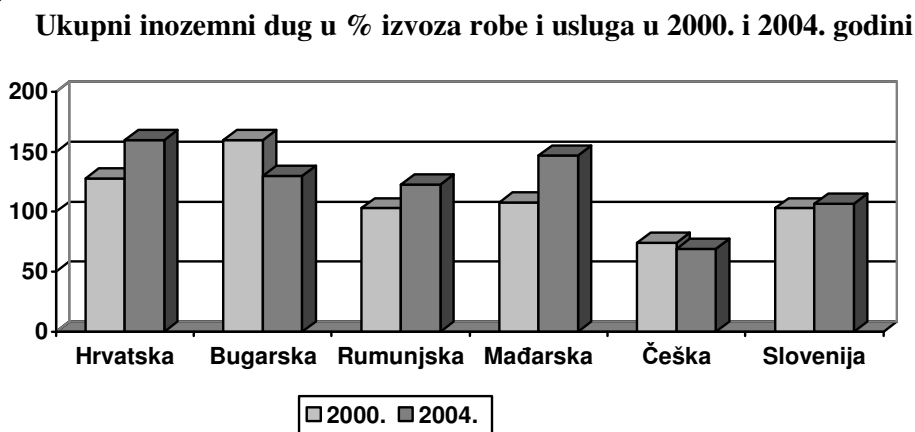
Graf 3.



Izvori: WIIW 2003., DB Research.

Na temelju analize ovog pokazatelja zaduženosti možemo zaključiti da je od promatranih zemalja najzaduženija zemlja u 2000. godini bila Bugarska u kojoj je na ukupni inozemni dug otpadalo čak 89% BDP-a. Slijede Mađarska (65%) i Hrvatska (60%). Najmanje zadužene zemlje u 2000. godini prema ovom pokazatelju zaduženosti bile su Češka (39%) i Rumunjska (29%). Promatramo li 2004. godinu, vidimo da se situacija znatno promijenila. Najzaduženija zemlja u 2004. godini postala je Hrvatska kojoj je na ukupni inozemni dug otpadalo 82% BDP-a. Slijede Bugarska (70%) i Mađarska (68%), dok su ponovno najmanje zadužene zemlje Rumunjska i Češka (37%). Promatramo li porast zaduženosti u odnosu na BDP u promatranim godinama, vidimo da je u odnosu na 2000. godinu najveći rast zabilježen u Sloveniji (38% u odnosu na 2000. godinu, odnosno sa 47% u 2000. godini na 65% u 2004. godini), slijedi Hrvatska (36% u odnosu na 2000. godinu) i Rumunjska (27%). Jedine promatrane zemlje u kojima je zabilježen pad zaduženosti u odnosu na BDP su Bugarska i Češka. Bugarska je prema ovom pokazatelju zaduženosti smanjila svoj dug za 27% u odnosu na 2000. godinu (sa 89% na 70% BDP-a), dok je u Češkoj taj pad zaduženosti iznosio 5% (sa 39% na 37% BDP-a). Budući da se odnos ukupnog inozemnog duga prema BDP-u koji prelazi 30% smatra pokazateljem većeg rizika od pojave nesolventnosti, možemo zaključiti da je prema ovom pokazatelju zaduženosti u svim promatranim zemljama premašena prihvatljiva granica zaduživanja.

Graf 4.



Izvori: WIIW 2005., DB Research.

Zaduživanje ne bi predstavljalo problem ako zemlja ostvaruje velike prihode putem izvoza roba i usluga, no obično je situacija obratna jer se zemlje upravo i zadužuju jer ne mogu pokrivati obveze proizišle iz prevelikog uvoza.

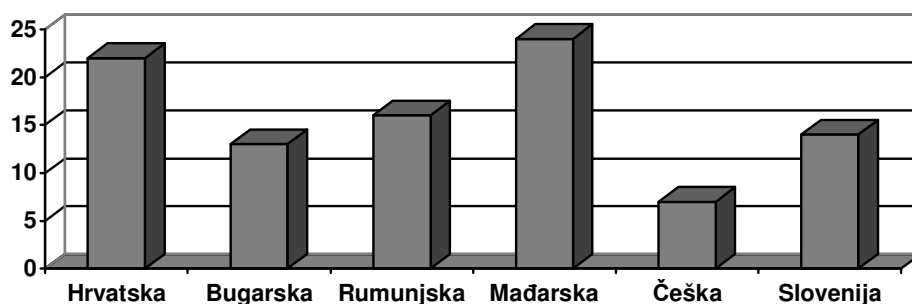
Iz Grafa 4. možemo vidjeti odnos ukupnog inozemnog duga svake pojedine zemlje prema izvozu robe i usluga u 2000. i 2004. godini. U 2000. godini vidimo da je najzaduženija zemlja bila Bugarska u kojoj je ukupni inozemni dug činio 160% izvoza robe i usluga. Slijedi Hrvatska (128%), te Mađarska (108%). U Rumunjskoj i Sloveniji ukupni inozemni dug je u 2000. godini činio 103% izvoza robe i usluga, dok je najmanja vrijednost od 74% ostvarena u Češkoj. Promatramo li udio ukupnog inozemnog duga u izvozu robe i usluga u 2004. godini vidimo da je najzaduženija zemlja Hrvatska koja je povećala zaduženost u odnosu na 2000. godinu na 160%, slijedi Mađarska kojoj je ukupni inozemni dug činio 150% izvoza robe i usluga. Bugarska je smanjila svoju zaduženost prema ovom pokazatelju na 130%, dok su najmanje zadužene zemlje Češka (69%) i Slovenija (107%). Budući da kreditni bonitet zemlje dolazi u pitanje kada ovaj pokazatelj prijeđe granicu od 200%, odnosno kada dug premaši dvostruku veličinu izvoza robe i usluga, možemo zaključiti da je prema ovom pokazatelju u svim promatranim zemljama teret duga umjeren i u okviru prihvatljivih granica.

3.2. Pokazatelji tijeka zaduženosti

Ovi nam indikatori govore o mogućnosti zemlje da servisira obveze koje dolaze na naplatu svake pojedine godine. Otplata ukupnog inozemnog duga sastoji se od otplate glavnice i kamata. Visina vanjskog duga nije upitna ni ograničavajuća ako je gospodarstvo obilježeno visokim stopama rasta BDP-a, niskim proračunskim deficitom, niskim trgovačkim deficitom, povećanjem investicija i smanjenjem potrošnje.

Graf 5.

Otplata ukupnog inozemnog duga u % izvoza roba i usluga u 2004. godini

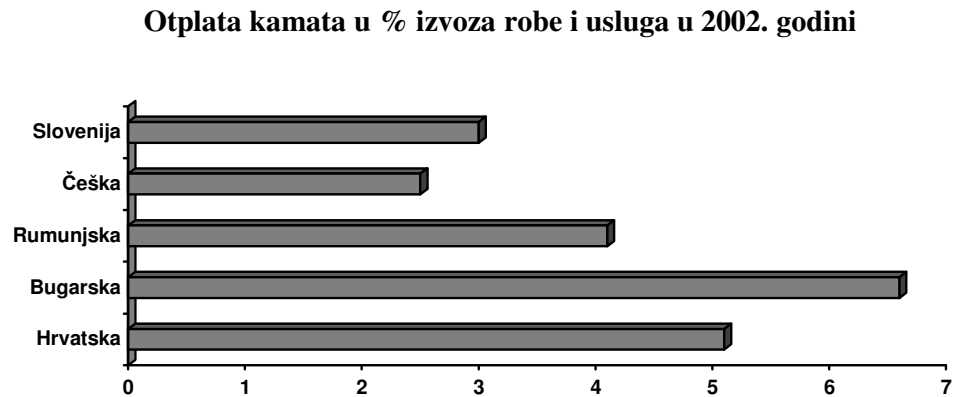


Izvori: WIIW 2005., DB Research.

Iz Grafa 5. vidimo odnos otplate duga prema izvozu robe i usluga u 2004. godini za sve promatrane zemlje. Najveći dio prihoda od izvoza za otplatu duga u 2004. godini trebale su izdvojiti Mađarska (24%) i Hrvatska (22%). Slijede Rumunjska (16%) i Slovenija (14%), dok je najmanje zadužena zemlja u 2004. godini prema ovom pokazatelju zaduženosti Češka (7%). S obzirom na to da se odnos veći od 20% smatra rizičnim za pojavu problema likvidnosti, možemo zaključiti da je prema ovom pokazatelju zaduženost Mađarske i Hrvatske znatna i predstavlja realne opasnosti od problema likvidnosti. Za ostale se

promatrane zemlje, uz pretpostavku daljnjeg smanjenja ili održavanja sadašnje razine zaduženosti, može zaključiti da su blago opterećene dugom.

Graf 6.



Izvor: Gligorov, V., (2004), Održivost duga u Republici Hrvatskoj, (Beč: WIIW), str. 9

Iz Grafa 6. vidimo kretanje otplate kamata prema prihodima od izvoza roba i usluga u promatranim zemljama. Ovaj je pokazatelj zaduženosti u Hrvatskoj relativno stabilan i kreće se između 5% i 6%. U 2002. godini u Hrvatskoj je trebalo izdvojiti oko 5% prihoda od izvoza roba i usluga za plaćanje kamata na zajmove što prema ovom pokazatelju zaduženosti čini vanjski dug Hrvatske umjerenim i prihvatljivim. Tijekom razdoblja tranzicije u Bugarskoj je u 1998. godini ostvarena najviša razina kamata od 9%. Međutim, budući da je stopa rasta izvoza bila veća od kamatne stope na zajmove, od 2000. godine nadalje ovaj pokazatelj zaduženosti Bugarske pokazuje tendenciju smanjivanja te je u 2002. godini iznosio oko 6,5%. Rumunjska je od slabije razvijenih zemalja imala najnižu vrijednost godišnje obveze po kamatama prema izvozu koja je u promatranom razdoblju iznosila 4%. Tijekom cijelog razdoblja tranzicije u Češkoj, odnos otplate kamata prema izvozu robe i usluga kretao se između 2 i 3%. Od 2000. godine nadalje slijedi smanjenje na ispod 2,5% koliko je trebalo izdvojiti prihoda od izvoza roba i usluga za otplatu kamata na dug. Možemo zaključiti da je ovaj pokazatelj zaduženosti u Češkoj stabilan i prihvatljiv. U Sloveniji se, slično kao i u Češkoj, ovaj pokazatelj zaduženosti kretao između 2 i 3%. Ovaj pokazatelj zaduženosti je u Sloveniji relativno stabilan i čini ukupni inozemni dug umjerenim i u okviru prihvatljivih granica.

3.3. Utjecaj vanjskog duga na kreditni rejting

Visina kreditnog rejtinga u tranzicijskim zemljama važan je pokazatelj sposobnosti servisiranja finansijskih obveza pojedine zemlje. Kreditni rejting podrazumijeva sintezu svega što jednu zemlju čini podobnom za dužnika: kreditna sposobnost, ugled, dobra reputacija, solidna pozicija na tržištu, sposobnost plaćanja i spremnost da vrati dug. Viši kreditni rejting podrazumijeva manji rizik i sukladno tome veći broj investitora koji su spremni ulagati u privredu. Na kreditni rejting pojedine zemlje veliki utjecaj ima, između ostalog, i razina njezine zaduženosti.

Tablica 2.

Utjecaj vanjskog duga na kreditni rejting u 2004. godini

<i>Zemlje</i>	<i>Ukupni vanjski dug (%BDP-a)</i>	<i>Javni vanjski dug (%BDP-a)</i>	<i>Kreditni rejting</i>
Hrvatska	82,1	40,9	BBB-
Bugarska	69,9	41,2	BBB
Rumunjska	37,4	31,4	BBB-
Mađarska	68,5	15,7	BBB+
Češka	36,9	5,1	A
Slovenija	64,7	8,8	AA-

Legenda: AAA najviši kreditni rejting, AA vrlo visok, A visok, BBB dobar kreditni rejting.
Izvori: Fitch Ratings, <http://www.fitchratings.com>, DB Research.

Iz Tablice 2. vidimo da je u 2004. godini najviši kreditni rejting prema mjerenjima agencije Fitch ostvaren u Sloveniji (AA-) i Češkoj (A). Promatramo li interakciju visine vanjskog duga i kreditnog rejtinga možemo jasno vidjeti da je od promatranih, razvijenijih zemalja najzaduženija Mađarska koja ima i najniži kreditni rejting (BBB+). Nakon što je Hrvatska dobila datum početka pregovora za pridruživanje EU, kreditna agencija Fitch najavila je moguće podizanje kreditnog rejtinga, uz uvjet napretka na području fiskalne konsolidacije, eksterne ravnoteže i nastavka strukturnih reformi. Sadašnji je kreditni rejting za Hrvatsku prema ovoj agenciji BBB- s pozitivnim pogledom. Slična je situacija i u Rumunjskoj koja usprkos znatno nižoj zaduženosti od Hrvatske ima isti kreditni rejting. Od slabije razvijenih promatranih zemalja najviši kreditni rejting ima Bugarska (BBB) koja uspješno nastavlja tendenciju smanjenja svoje zaduženosti u odnosu na BDP što se pozitivno odrazilo i na kreditni rejting.

4. ODRŽIVOST VANJSKOG DUGA HRVATSKE

Analiza je pokazala da se Hrvatska nalazi u najgoroj poziciji što se tiče visine duga i pokazatelja zaduženosti te je stoga potrebno detaljnije sagledati sposobnost hrvatskog gospodarstva da podnese takvu razinu vanjskog duga.

Tablica 3.

Indikatori gospodarskog razvoja Hrvatske od 1999. do 2004. godine

	1999.	2000.	2001.	2002.	2003.	2004.
BDP u mil. eura	18 679	19 976	22 177	24 220	25 526	27 629
BDP per capita u eurima	4 102	4 560	4 998	5 541	5 747	6 224
BDP- stopa rasta u %	-0,9	2,9	4,4	5,2	4,3	3,8
Inflacija u %	4,0	4,6	3,8	1,7	1,8	2,1
Tekući račun u % BDP	-7,0	-2,5	-3,7	-8,7	-7,3	-5,2
Izvoz roba i usluga u % BDP-a	40,9	47,1	48,7	45,9	51,5	51,5
Proračunski deficit u % BDP-a	-6,5	-7,1	-5,4	-5,0	-4,9	-4,7
Stopa nezaposlenosti u % (ILO)	13,6	16,1	15,8	14,8	14,3	13,8
Stopa zaposlenosti u % (ILO)	44,8	42,6	41,8	43,3	43,1	43,5

Izvor: Ekonomski indikatori, HNB, <http://www.hnb.hr>.

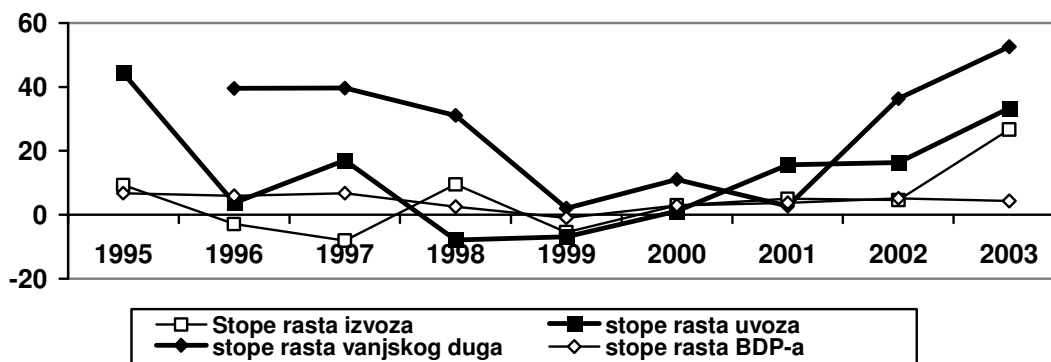
U posljednjih šest godina prati se stabilan razvoj gospodarstva, no bitno je uočiti veličinu deficita proračuna i tekućeg računa. Deficit tekućeg računa trebao bi se pokriti suficitom u kapitalnim priljevima, no njih nema dovoljno u obliku stranih investicija (direktnih i portfeljnih) pa je jedini način zaduživanje. Proračunski deficit pokazatelj je velike državne potrošnje i on se može financirati zaduživanjem na domaćem ili inozemnom

tržištu kapitala ili porastom poreznih stopa (s ciljem porasta proračunskih prihoda, iako često efekt može biti upravo suprotan zbog porezne evazije). Budući da domaće financijsko tržište nije dovoljno razvijeno, inozemno zaduživanje postalo je vrlo uobičajeno jer je tako odgovaralo onima koji se zadužuju. Pri tome se u početku nije vodilo računa o posljedicama koje će nastupiti (aprecijacija kune, inflatorni pritisci, poticanje uvoza i destimuliranje izvoza). No postojeća razina vanjskog duga pokazuje da svako daljnje zaduživanje mora biti umjereno vodeći računa da se ne pogoršaju ionako vrlo loši pokazatelji zaduženosti i servisiranja obveza.

Iako je Ministarstvo financija donijelo određeni plan kako preusmjeriti zaduživanje države na domaće tržište, odnosno, o podjednako zastupljenosti unutarnjeg i vanjskog javnog duga (Ministarstvo financija, 2005), a s druge strane HNB je 2004. godine uvela stopu granične obvezne pričuve koju je tijekom 2004. i 2005. godine više puta povećavala s ciljem smanjenja zaduživanja banaka u inozemstvu (MMF, 2005); dok god Hrvatska bude imala visoke deficite tekućeg računa i proračuna koji ne budu praćeni višim stopama rasta gospodarstva postojat će potreba za visokim inozemnim zaduživanjem. Zapravo, ova priča izgleda kao začarani krug iz kojeg je nemoguće izaći: Hrvatska bilježi ogroman porast uvoza koji je po apsolutnoj vrijednosti dvostruko viši od izvoza, inozemno zaduživanje jača kunu i time daje poticaj uvozu (čini uvozna dobra jeftinim) takva jaka kuna destimulira izvoz pa to rezultira u visokom trgovinskim deficitu, a i deficitu tekućeg računa. Da bi se situacija popravila mora se smanjiti uvoz, odnosno povećati izvoz. Članstvom u WTO-u i potpisivanjem regionalnih i bilateralnih trgovinskih sporazuma Hrvatska ne može ograničiti uvoz autonomnim carinama ili kvotama (mora se pridržavati »pravila igre« koja su propisana sporazumima) ali i da to može, sigurno bi uslijedila ista reakcija trgovinskih partnera. Ono što trenutno Hrvatska može jest dati izvoznicima što veće povlastice (porezne, povoljne kredite...) kako bi ih potakla da izvoz raste po višim stopama od rasta uvoza. Naravno ovaj proces neće biti kratak, već bi trebao trajati duže vrijeme ostvarujući pozitivne pomake u smanjivanju vanjskotrgovinskog deficita kao generatora rasta zaduživanja.

Graf 7.

Kretanje rasta BDP-a, uvoza, izvoza i vanjskog duga Hrvatske od 1995. do 2003. godine u %



Izvor: Statistički ljetopis Hrvatske, DZS, 2005.

Iz Grafa 7. se jasno vidi da je inozemni dug rastao po puno višim stopama od rasta robnog uvoza, ali se u cijelom razdoblju kreću u istom smjeru. Stopa rasta BDP-a bila je 4,1%. To znači da porast vanjskog zaduživanja nije rezultirao u porastu investicija koje bi ubrzale gospodarski rast, već je porast zaduživanja bio u cilju financiranja rastućeg uvoza. Tom porastu najviše su zaslužne banke u inozemnom vlasništvu koje su na tržište plasirale različite oblike povoljnih, uglavnom potrošačkih kredita, koji su omogućili masovno zaduživanje građana i kupnju potrošnih dobara najvećim dijelom iz uvoza.

5. UZROCI KRIZA U ARGENTINI I BRAZILU

Kriza dugova povezana je uz politiku deviznog tečaja. Velikim porastom javnog duga nastaje problem njegovog servisiranja i država nije sposobna svojim prihodima pokriti te troškove pa poseže za monetizacijom duga (deprecijacija tečaja domaće valute). Zato su kriza dugova i kolaps tečajnog sustava često povezani i nazivaju se «twin-crises» (Bauer, 2003, 248).

Što se zapravo dogodilo u **Argentini**? U siječnju 2002. godine argentinska vlada potvrdila je da ima 141 milijardu USD javnog duga što je predstavljalo najveći dug države u povijesti. Rasla je državna potrošnja, dugovi su bili izraženi u stranoj valuti i nisu bili popraćeni odgovarajućim rastom izvoza. To se dešavalo u procesu liberalizacije i privatizacije koji su vladi donijeli nove prihode, ali i očekivanja da će rast proizvodnje, izvoza u budućem razdoblju biti zamjetno veći. To je i potaklo nova zaduživanja, ali vlada nije više mogla servisirati dugove. Upravo je fiskalna politika u Argentini imala vrlo važnu ulogu u kolapsu koji se dogodio jer su proračunski deficit i rastući javni dug bili glavni generatori rasta vanjskog duga. U razdoblju od 1992. do 2001. godine bilježio se rast udjela državne potrošnje za plaćanje kamata na vanjski dug u BDP-u od 1,5% do 4% zbog: porasta udjela javnog duga (od 35% prije 1995. godine na 51% BDP-a u 2000. godini), izdavanja obveznica koje su imale grace period na plaćanje kamata, kroničnog pada u proračunskim prihodima. No vrlo važan utjecaj u svim krizama imao je devizni tečaj jer je većina vanjskog duga denominirana u nekoj od svjetskih valuta (npr. američki dolar ili euro), pa kad domaća valuta devalvira, značajno će porasti iznos duga izražen u domaćoj valuti. Problem je što zemlje vrlo često nemaju ravnotežni tečaj pa su promjene tečaja veće i češće nego kod razvijenih zemalja, ali s puno većim reperkusijama. To je došlo do izražaja i kod Argentine gdje je određeno vrijeme tečaj pesoa bio umjetno izjednačen s vrijednošću jednog dolara (one-peso-equals-one-dollar currency regime) pa se i svako vanjsko zaduživanje činilo jeftino, no kad je tečaj pesoa oslabio (1 \$ = 4 pesoa) trošak vraćanja vanjskog duga postao je neodrživ.

Krajem 1990-ih obilježja bankarskog sustava bila su: veliki udio stranih banaka (europskih i sjevernoameričkih), značajna privatizacija gubitničkih provincijskih banaka i reforma osiguranja depozita, regulacija kretanja kapitala i likvidnosti (Calomiris, 2003, 35). Stvorili su se uvjeti koji su bankama omogućavali velike plasmane i to je uočeno kao opasnost pa je 2001. godine predloženo restrukturiranje dugova. No, ono što je predstavljalo problem bile su političke odluke o novim zaduživanjima, uglavnom na kratki rok. Cilj je političara prikazati trenutno stanje jako dobrim da bi ostvarili svoje kratkoročne ciljeve i prikazali zapravo lažnu sliku ljudima te dobili političke bodove za sljedeći mandat. Njih ne zanimaju dugoročne posljedice njihovih odluka. Kriza je buknuła 2001. godine, došlo je do povlačenja kapitala i do velikog gospodarskog pada.

U razdoblju od 1977. do 1994. godine u **Brazilu** je zabilježena vrlo visoka stopa inflacije koja je pojedinih mjeseci početkom 1990-ih dostizala stopu od 35%. Inflacija je u četrdesetogodišnjem razdoblju rasla po dvoznamenkastim mjesečnim stopama što je utjecalo na porast razine cijena za 100 milijardi puta od završetka drugog svjetskog rata do 1994. godine. Razlog za tako visoku inflaciju je visoka razina vanjskog javnog duga i problem otplaćivanja. U trenutku kada se država više nije mogla zaduživati u inozemstvu, jedini način bio je izdavanje novca. Bilo je više pokušaja zaustavljanja rasta cijena, ali zbog vanjskih

čimbenika problem se nije riješio. Brazil je 1994. godine primijenio vrlo uspješan stabilizacijski program tzv. „Real Plan“ s ciljem smanjenja inflacije (Gruben, 2001). Sastavni dio tog programa bila je indeksacija (uporaba dvojne valute: američkog dolara i reala). Prema tom planu smanjena je inflacija i uveden je real, nova brazilska valuta. Time su stvoreni preduvjeti za privlačenje stranog kapitala koji je bio veći od porasta uvoza te je doveo do porasta deviznih rezervi. Pad inflacije doveo je do porasta kredita i kupnje potrošačkih dobara. Postojale su dvije temeljne slabosti koje su se održale u post stabilizacijskom razdoblju: apreciran tečaj reala i rastući fiskalni deficit. Državna potrošnja prelazila je dohodak. Unutarnji dug države iznosio je 40% BDP-a, a sastojao se od kratkoročnog zaduživanja. Azijska i ruska kriza utjecale su na širenje nesigurnosti diljem svijeta, a posebno u rastućim ekonomijama. Brazil je reagirao porastom kamatnih stopa da bi održao nepromijenjen devizni tečaj i strani kapital u zemlji. No to je vodilo smanjenju proizvodnje i rastu nezaposlenosti. U listopadu 1998. predstavljen je plan kako smanjiti proračunsku potrošnju za čak 23 milijarde dolara, no taj plan nije dobio dovoljnu podršku. S druge strane MMF je odobrio 41,5 milijardu dolara da bi se spriječili špekulativni napadi na tečaj reala. Sve je to uzrokovalo odljev stranog kapitala i smanjenje deviznih rezervi što je dovelo do devalvacije reala i ukidanja upravljanog fluktuiranja tečaja te je dopuštena slobodna fluktuacija tečaja (Sweerwood, D. M., 2002). Iako su okolnosti izbijanja kriza u Argentini i Brazilu bile drugačije naravi od sadašnje situacije u Hrvatskoj, u sljedećoj tablici dajemo usporedni prikaz indikatora zaduženosti ovih triju zemalja.

Tablica 4.

Pokazatelji zaduženosti Argentine, Brazila i Hrvatske

Gospodarski pokazatelji	Argentina 2001.	Brazil 1999.	Hrvatska 2004.
BDP per capita (u USD)	7 200	3 195	7 728*
Vanjski dug (% BDP-a)	61,2	46,2	82,1
Javni dug (% BDP-a)	53,7	79,2	53,8
Vanjski dug države (% BDP-a)	32,8	19,1	40,9
Vanjski dug u % izvoza roba i usluga	400	340,5	159,2
Oplata duga u % izvoza roba i usluga	50,1	121,0	20,6
Tekući račun u % BDP-a	-1,2	-4,8	-5,2
Proračunski deficit	-5,5	-9,9	-4,7

*Izračun autora prema podacima Ministarstva financija.

Izvor: DB Research, HNB, Ministarstvo financija RH.

Ako se usporedi situacija u Hrvatskoj s tim pokazateljima dolazimo do sljedećih zaključaka:

- Hrvatska ima znatno niži udio vanjskog duga u izvozu roba i usluga (159,2%) od Argentine i Brazila (400 i 340,5%),
- Hrvatska ima niži udio otplate duga u izvozu roba i usluga (20,6%), dok su Argentina i Brazil bilježili značajno nepovoljnije odnose (50,1 i 121%),
- Loša situacija Hrvatske dolazi do izražaja kod visokog deficita proračuna (iako još uvijek nižeg od promatranih zemalja) i tekućeg računa, udjela vanjskog duga u BDP-u od 82,1%, što je znatno viša razina od one koje su imali Argentina i Brazil, visokog javnog duga koji je 2004.godine bio na razini Argentine kad je izbila dužnička kriza; visokog vanjskog duga države.

Nakon izbijanja krize, dugovi su još više porasli u Argentini pa je vanjski dug predstavljao 156% BDP-a u 2002. godini zbog velikog porasta vanjskog duga države s 32,8 na 87,4%

BDP-a. Nakon 2001. godine prati se pad BDP-a, rast cijena, rast javnog duga s 53,7 na 138% (u 2003.godini) (DB Research, 2005). Dakle vidi se da su posljedice krize ogromne i da rezultiraju u padu standarda.

Hrvatska se još uvijek nije u potpunosti oporavila od posljedica domovinskog rata pa bi je moguća kriza vratila na dno gospodarske aktivnosti koje još uvijek nije na razini iz predratnog razdoblja. Upravo ove velike i teške posljedice koje je Argentina doživjela predstavljaju veliko upozorenje i signal kojim putem ne treba ići hrvatsko gospodarstvo. Nadamo se da će hrvatski kreatori ekonomske politike prepoznati ovo crveno svjetlo i poduzeti sve da se dužnička kriza ne dogodi Hrvatskoj.

6. ZAKLJUČAK

Kompleksna analiza visine, strukture i održivosti vanjskog duga kod odabrane grupe tranzicijskih zemalja Srednje i Istočne Europe pokazala je da:

- Hrvatska ima najveći udio vanjskog duga u BDP-u (82%), slijede Mađarska i Bugarska;
- Prema odnosu ukupnog inozemnog duga prema izvozu robe i usluga prednjače Hrvatska (160%) i Mađarska (149%);
- Udio inozemnog javnog duga u ukupnom inozemnom dugu u 2004. godini bio je najizraženiji kod Bugarske i Rumunjske (oko 50%);
- prema udjelu duga u BDP-u (iznad 80%) i udjelu otplate duga u izvozu roba i usluga (oko 25%) hrvatski dug je visok, dok je teret hrvatskog duga umjeren izražen u omjeru duga prema izvozu roba i usluga (oko 160%).

Hrvatska je pokazala sklonost gomilanju inozemnog duga i dostigla je granicu kada se ta sklonost mora stabilizirati. Zanimljivo je usporediti Hrvatsku i Bugarsku. Bugarska je krenula s vrlo visokom razinom naslijeđenog vanjskog duga. Tijekom tranzicije uspjela je smanjiti ili stabilizirati omjer svog duga prema BDP-u te omjer duga prema izvozu roba i usluga. Hrvatska je, s druge strane, krenula s malim vanjskim dugom i stigla na razinu zaduženosti koja se može usporediti s onom Bugarske, a 2004. godine ju je i premašila.

Vrlo je teško reći da li je Hrvatska prezadužena zemlja jer još uvijek nema probleme u servisiranju vanjskog duga, no usporedba s gospodarskim situacijama u Brazilu i Argentini pokazuje da Hrvatska ima visoke generatore zaduživanja: državnu potrošnju i uvoz. Zabrinjavajući je rastući trend zaduživanja koji nije popraćen odgovarajućim, bržim porastom gospodarske aktivnosti. Zbog postojeće razine vanjskog duga svako novo zaduživanje treba biti takvo da ne pogorša udjele vanjskog duga u BDP-u, odnosno udjele otplate u prihodima od izvoza. Posljedice moguće dužničke krize su višegodišnje nazadovanje gospodarstva koje bi porušilo mnoge pozitivne rezultate procesa tranzicije (stabilne cijene, strana ulaganja, povećalo stope nezaposlenosti ...) i zasigurno nas usporilo na putu prema ulasku u Europsku Uniju. Nadamo se da su kreatori ekonomske politike svjesni odgovornosti koju imaju prema građanima danas, ali i prema budućoj generaciji koja će morati vraćati dugove. Preporuka je smanjiti državnu potrošnju, ograničiti rast kredita koji potenciraju uvoz, potaknuti proizvodnju i izvoz i prije svakog novog zaduživanja napraviti kalkulaciju i projekciju troškova i tereta novog zajma kako se ne bi desilo da nas dužnička kriza iznenadi već da smo je sposobni predvidjeti i spriječiti.

LITERATURA

- Babić, M., (1996): Međunarodna ekonomija, MATE, Zagreb
Bauer, Ch., Herz, B., Korb, V. (2003): The Other Twins: Currency and Debt Crises, Jahrbuch fur Wirtschaftswissenschaften, 54 (3):248-267.

- Calomiris, Ch.W. (2003): Lessons from Argentina and Brazil, Cato Journal, ABI/INFORM Global, 23(1):33-45.
- Country Infobase, Deutsche Bank (DB) Research, <http://www.dbresearch.de>.
- Fitch Ratings, <http://www.fitchratings.com>
- Gligorov, V., (2004): Održivost duga u Republici Hrvatskoj, WIIW, Beč
- Gruben, W.C., Welch, J.H. (2001): Banking and currency crisis recovery: Brazil's turnaround of 1999, Economic and Financial Review, <http://www.findarticles.com>
- Međunarodni monetarni fond (2000): Debt- and Reserve-Related Indicators of External Vulnerability, <http://www.imf.org>.
- Međunarodni monetarni fond (2005): Prvo preispitivanje u okviru stand-by aranžmana i zahtjevi za odgodu ispunjenja kriterija za ocjenu uspješnosti izvršenja programa i promjena dinamike povlačenja sredstava, <http://www.hnb.hr>.
- Mihovilović, G. (2005): Inozemni dug zemalja u tranziciji, diplomski rad, Fakultet ekonomije i turizma «Dr. Mijo Mirković», Pula
- Ministarstvo financija (2005): Dug opće države - stanje i projekcije, <http://www.mfin.hr>
- Hrvatska narodna banka, <http://www.hnb.hr>.
- Državni zavod za statistiku: Statistički ljetopis Republike Hrvatske 2005, Zagreb.
- Sweetwood, D. M. (2002): Is Brazil's Economy Coming Back to Life?, Multinational Business Review, 10,(1): 54-59
- WIIW (2003): Countries in transition, Handbook of statistics, Wien
- WIIW (2005): Central, East and Southeast Europe, Handbook of statistics, Wien

KOMPARATIVNA ANALIZA ZADUŽENOSTI HRVATSKE I ZEMALJA SREDNJE I ISTOČNE EUROPE

SAŽETAK

Zaduženost tranzicijskih zemalja posljedica je veće potrošnje od proizvodnje i štednje. U radu se uspoređuje visina i struktura vanjskog duga Hrvatske sa situacijom u Sloveniji, Mađarskoj, Češkoj, Rumunjskoj i Bugarskoj. Vanjski dug u Hrvatskoj ima tendenciju vrlo rapidnog porasta, stoga se s pravom postavlja pitanje prijete li Hrvatskoj dužnička kriza. Situacija u Hrvatskoj je zabrinjavajuća jer ona ima najviši udio vanjskog duga u BDP-u, visoki vanjski dug per capita, prekomjerni udio vanjskog duga u prihodima od izvoza i uvoza pa bi doista svako daljnje zaduživanje u Hrvatskoj trebalo ograničiti jer prijete opasnost od nemogućnosti servisiranja vanjskog duga. Usporedbom sa pokazateljima zaduženosti u Argentini i Brazilu ukazuje se na mogućnost pojavljivanja dužničke krize.

Ključne riječi: vanjski dug, javni dug, dužnička kriza, servisiranje duga.