



HRVATSKA NARODNA BANKA

Analiza inozemne zaduženosti Republike Hrvatske

**Zagreb
11. travnja 2006.**

SADRŽAJ

1. SAŽETI PREGLED KRETANJA U BANKARSTVU I OBILJEŽJA INOZEMNOG DUGA U REPUBLICI HRVATSKOJ	5
2. INOZEMNI DUG RH: STANJE, RELATIVNI POKAZATELJI BRUTO I NETO INOZEMNOG DUGA TE MEĐUNARODNA USPOREDBA	7
2.1. DEFINICIJA INOZEMNOG DUGA	7
2.2. KRATAK PREGLED STVARANJA INOZEMNOG DUGA RH I OSNOVNI TRENDOVI.....	7
2.3. POKAZATELJI VANJSKE LIKVIDNOSTI I INOZEMNE ZADUŽENOSTI RH	15
2.4. USPOREDBA ZADUŽENOSTI RH I ODABRANIH ZEMALJA.....	23
2.5. INOZEMNI DUG U 2006. GODINI	24
3. KRETANJA U PLATNOJ BILANCI RH	25
3.1. IZVORI I NAČINI FINANCIRANJA DEFICITA NA TEKUĆEM RAČUNU.....	25
3.2. ODRŽIVOST DEFICITA NA TEKUĆEM RAČUNU	27
3.3. OCJENA MOGUĆIH UČINAKA DEPRECIJACIJE TEČAJA KUNE PREMA EURU NA HRVATSKO GOSPODARSTVO	28
4. STABILIZIRANJE INOZEMNOG DUGA RH	31
4.1. MJERE HNB-A ZA USPORAVANJE DOMAĆE KREDITNE EKSPANZIJE FINANCIRANE INOZEMNIM ZADUŽIVANJEM BANAKA U 2003. I 2004.	31
4.2. MJERE HNB-A ZA USPORAVANJE INOZEMNOG ZADUŽIVANJA BANAKA OD 2005. NADALJE.....	35
4.3. UVOĐENJE OPERACIJA NA OTVORENOM TRŽIŠTU – RAZLOZI, UČINCI I UPRAVLJANJE LIKVIDNOŠĆU	46
4.4. UTJECAJ INOZEMNOG ZADUŽIVANJA POSLOVNIH BANAKA NA KRETANJE TEČAJA.....	48
4.5. ŠTO MOŽEMO OČEKIVATI AKO SE NE USPORI DINAMIKA RASTA INOZEMNOG DUGA?	50
5. ZAKLJUČAK	52
6. POPIS LITERATURE	56

POPIS SLIKA

Slika 1. Struktura inozemnog duga prema domaćim sektorima	14
Slika 2. Udio inozemnog duga u BDP-u, BND-u i u izvozu robe i usluga	16
Slika 3. Udio inozemnog duga koji uključuje kratkoročne trgovinske kredite s dospeljem do 6 mjeseci u BDP-u, BND-u i u izvozu robe i usluga	18
Slika 4. Udio neto inozemnog duga u BDP-u, BND-u i u izvozu robe i usluga	18
Slika 5. Udio kratkoročnoga u ukupnome inozemnom dugu prema originalnom dospelju	19
Slika 6. Valutna struktura inozemnog duga RH	20
Slika 7. Odnos bruto međunarodnih pričuva i inozemnog duga	21
Slika 8. Relativni pokazatelji toka zaduženosti	22
Slika 9. Omjer otplata i novih korištenja inozemnog duga	22
Slika 10. Udio inozemnog duga u BDP-u	23
Slika 11. Udio inozemnog duga u izvozu robe i usluga	24
Slika 12. Robni izvoz, uvoz i vanjskotrgovinski saldo.....	25
Slika 13. Deficit na tekućem računu i priljev inozemnih izravnih ulaganja.....	26
Slika 14. Udio velikih banaka u dobiti i imovini njihovih vlasničkih grupa u 2005. godini.....	36
Slika 15. Agregatna profitabilnost imovine i kapitala bankarskog sektora	38
Slika 16. Prikaz najčešće korištene kamatne stope pri zaduživanju hrvatskih banaka kod njihovih banaka vlasnica nakon 2001. godine, usporednih kamatnih stopa te težine (pondera) EURIBOR-a kao referentne stope za zaduživanje banaka	39
Slika 17. Granična obvezna pričuva prema tekućem tečaju	40
Slika 18. Smanjenje relativne razine posebnih rezervacija banaka prije i nakon 1999. godine	42
Slika 19. Kretanje udjela kredita banaka nefinancijskom sektoru u BDP-u.....	43
Slika 20. Kretanje udjela kredita banaka stanovništvu u BDP-u.....	43
Slika 21. Kretanje udjela ukupnih depozita u BDP-u.....	44
Slika 22. Kreiranje kunske likvidnosti obratnim repo operacijama i otkupom deviza od poslovnih banaka ..	47
Slika 23. Prosječne kamatne stope na novčanom tržištu	48
Slika 24. Usporedba kretanja dnevnog tečaja HRK/EUR po godinama	49
Slika 25. Kretanje tečaja i inozemne pasive poslovnih banaka	49
Slika 26. Prirast BDP-a i trošak kamata na inozemni dug (scenariji 1 i 2)	50
Slika 27. Prirast BDP-a i trošak kamata na inozemni dug (scenariji 5 i 6)	51

POPIS TABLICA

Tablica 1. Inozemni dug RH prema domaćim sektorima od 1998. do 2001. godine	9
Tablica 2. Inozemni dug RH prema inozemnim kreditorima od 1998. do 2001. godine	10
Tablica 3. Inozemni dug RH prema domaćim sektorima od 2002. do 2005. godine	12
Tablica 4. Inozemni dug RH prema inozemnim kreditorima od 2002. do 2005. godine	13
Tablica 5. Omjer štednje i investicija, u % BDP-a	14
Tablica 6. Struktura inozemnog duga i prirast inozemnog duga	15
Tablica 7. Relativni pokazatelji inozemne zaduženosti RH	16
Tablica 8. Udio inozemnog duga koji uključuje kratkoročne trgovinske kredite, u BDP-u i u izvozu robe i usluga	17
Tablica 9. Saldo na tekućem računu platne bilance odabranih zemalja	27
Tablica 10. Prosječni izvoz robe i usluga odabranih zemalja od 1998. do 2004. godine	27
Tablica 11. Učinak 10%-tne deprecijacije domaće valute na financijsku poziciju domaćih sektora u 2005. godini izveden aproksimativno-statičkim pristupom	30
Tablica 12. Neki pokazatelji poslovanja šest najvećih hrvatskih (grupa) banaka i vlasničkih grupa kojima one pripadaju	37
Tablica 13. Odabrane aktivne i pasivne kamatne stope banaka u prosincu 2005. godine	37
Tablica 14. Učinak granične obvezne pričuve na potrebnu kamatnu stopu na plasmane banaka u Hrvatskoj prema vrsti izvora	40
Tablica 15. Odabrani pokazatelji poslovanja bankarskog sektora	45
Tablica 16. Pregled pretpostavki i rezultirajuće prijelomne godine	51

1. SAŽETI PREGLED KRETANJA U BANKARSTVU I OBILJEŽJA INOZEMNOG DUGA U REPUBLICI HRVATSKOJ

Od 2001. do sredine 2005. godine u EU je vladalo razdoblje vrlo niskoga gospodarskog rasta i ekspanzivne monetarne politike, koja je kreiranjem visoke likvidnosti kamatne stope spustila na povijesno najniže razine. Niski gospodarski rast, koji je primjerice, u eurozoni iznosio prosječno jedan posto godišnje, i niske kamatne stope djelovali su izrazito nepovoljno na profitabilnost bankarstva. Neposredno prije toga, krajem devedesetih u Hrvatskoj je započela privatizacija banaka njihovom prodajom vodećim regionalnim bankama Srednje i Zapadne Europe. Tako je 90% ukupne imovine bankarskog sustava u Hrvatskoj postalo dio vlasničkog portfelja stranih banaka, uglavnom iz Italije i Austrije.

Taj je potez za strane banke ulagačice bio logičan izbor jer su poslovanje prebacile na područja gdje se mogla ostvariti veća dobit. Hrvatska je tada kao tranzicijska zemlja, koja se nastoji približiti EU i uključiti u nju, imala znatno višu stopu gospodarskog rasta i znatno više kamatne stope u odnosu na Zapadnu Europu. Nakon privatizacije domaće su banke pod utjecajem svojih novih vlasnika naglo povećale obujam kreditiranja zbog razlike između domaćih i inozemnih kamatnih stopa i zbog očekivanoga intenzivnijega gospodarskog rasta. Godišnja stopa rasta bankarskih plasmana, uz isključenje utjecaja tečaja, iznosila je 9,3% u 2000. godini, a u 2001. i 2002. skočila je na 25,5% odnosno 30,3%. Od 2003. godine do 2005. godine godišnja stopa rasta plasmana bila je niža i kretala se između 13% i 20%, prije svega zbog mjera koje je poduzimala Hrvatska narodna banka (HNB). Slična tendencija ubrzanja rasta bankarskih plasmana nakon prodaje stranim vodećim regionalnim bankama postoji i u drugim zemljama Jugoistočne Europe.

Velika ponuda kredita, zasnovana na, za apsorpcijsku sposobnost domaćeg tržišta, praktički neograničenim inozemnim izvorima, po sve povoljnijim uvjetima, poticala je i jačala odgovarajuću potražnju. Glavni klijent banaka postao je sektor stanovništva, za razliku od prijašnjih godina kad su banke uglavnom kreditirale poduzeća. Od 2001. do 2005. godine plasmani banaka stanovništvu rasli su dva puta brže od plasmana poduzećima (28,5% u odnosu na 14%, prosječno godišnje). Pritom su banke u početku prilikom odobravanja kredita tražile sigurnost u rigidnijim mjerama osiguranja plasmana, pa su tako kod kreditiranja stanovništva brojni jamci i velike hipoteke bili uobičajena pojava, a s vremenom su, pogotovo pod utjecajem snažne konkurencije, ublažile kriterije za odobravanje kredita i instrumente osiguranja kredita. Konkretno, kod kreditiranja stanovništva zamjetno je postupno napuštanje instituta kreditnog jamca kao standardnoga bitnog elementa osiguranja bankovnog kredita u Hrvatskoj. Isto tako, omjer zaloga materijalne imovine i iznosa kredita znatno se smanjio, pa danas jedva prelazi jedan.

Istodobno je rasla opasnost od prevelikog oslanjanja banaka na kreditiranje stanovništva jer ono nepovoljno utječe na investicije i gospodarski rast, s obzirom na to da kreditiranje stanovništva služi ponajviše za financiranje osobne potrošnje, dok kreditiranje poduzeća znači financiranje investicija, koje su osnovni generator gospodarskog rasta. Mijenjanje strukture klijenata banaka u pravcu povećanja udjela stanovništva stoga utječe na smanjenje investicija. Potrebno je upozoriti da je proces tranzicije i približavanja Hrvatske EU otvorio poduzećima nove mogućnosti financiranja vlastitog poslovanja, pa poduzeća koja su se prije financirala isključivo kod banaka, danas imaju i druge mogućnosti.

Visoke stope rasta bankarskih plasmana, i stanovništvu i poduzećima, pratio je i rast osobne potrošnje i rast investicija, a povećanje domaće potražnje prouzročilo je i brzi rast uvoza. Među uvoznim proizvodima najviše stope rasta nekoliko godina zaredom bilježene su kod uvoza automobila i različitih, posebno neklasificiranih, gotovih proizvoda. Vrlo visoka stopa rasta zabilježena je istodobno i kod uvoza opreme. Ekspanzija uvoza znatno je povećala negativni saldo robne razmjene s inozemstvom, koji je tijekom posljednje četiri godine iznosio prosječno oko 25% BDP-a. Zahvaljujući oporavku turizma spriječen je još veći porast deficita na tekućem računu platne bilance, pa je deficit na tekućem računu u istom razdoblju iznosio 7% BDP-a. Sažeto rečeno, brzi rast bankarskih plasmana omogućio je ostvarenje visokog rasta BDP-a na osnovi rasta domaće potražnje i pogoršanja odnosa u platnoj bilanci.

Politika banaka majki da novac plasira kroz banke kćeri u Hrvatsku, gdje su prinosi na ta sredstva viši, o čemu svjedoči i znatno sporiji rast domaćih depozita kod banaka od rasta bankarskih plasmana, dovela je do brzog rasta ukupnoga inozemnog duga. Sektor banaka ujedno je postao sektor koji je najveći izravni dužnik inozemstvu.

Inozemno zaduživanje, osim što je preko kreditne ekspanzije generiralo visoki deficit platne bilance, stvaralo je i golemu ponudu deviza na domaćem deviznom tržištu i izazivalo je kontinuirane aprecijacijske pritiske. Otuda, naizgled paradoksalno, u zemlji s visokim deficitom platne bilance jača nacionalna valuta. HNB je bio prisiljen ublažavati aprecijacijske pritiske intervencijama na deviznom tržištu, otkupom tih deviza i brzim rastom deviznih rezervi, stvarajući time viškove likvidnosti i stalno se suočavajući s problemima sterilizacije tih viškova. Izravna posljedica takve situacije i brzog rasta inozemne zaduženosti bila je dakle, nemogućnost HNB da vodi optimalnu politiku likvidnosti, čime se izlaže inflacijskim rizicima, ali i da odlučnije i brže unaprijedi svoje tržišne instrumente monetarne politike te da smanji stopu obvezne pričuve i da je svede na razinu i ulogu kakvu taj instrument ima u drugim europskim gospodarstvima. Puna sterilizacija viškova, kreiranih otkupom deviza radi sprječavanja aprecijacije domaće valute, dovela bi do zatvorenoga kruga rasta kamatnih stopa na vrijednosne papire HNB-a, na trezorske zapise Ministarstva financija (MF) i na ukupne kamatne stope, a to bi dodatno stimuliralo priljeve kapitala i zaduživanje domaćih banaka ili s njima povezanih osoba kod inozemnih matičnih banaka i nove sterilizacijske napore. Zbog toga se brzi rast inozemnog zaduživanja mora promatrati ne samo u svjetlu održivosti i vjerodostojnosti vanjske pozicije zemlje i izravnih troškova servisiranja duga nego i s gledišta troška djelotvornosti monetarne politike. Drugim riječima, visoki troškovi monetarnog reguliranja i monetarnih instrumenata, koji su izravna posljedica postojeće politike poslovnih banaka, a koje osjeća bankarski sustav, neće se moći početi smanjivati sve dok se ne stabilizira omjer inozemnog duga i BDP-a.

2. INOZEMNI DUG RH: STANJE, RELATIVNI POKAZATELJI BRUTO I NETO INOZEMNOG DUGA TE MEĐUNARODNA USPOREDBA

2.1. DEFINICIJA INOZEMNOG DUGA

Svjetska banka i Međunarodni monetarni fond (MMF) uveli su početkom 2004. godine nov standard izvješćivanja o inozemnoj zaduženosti pojedinih zemalja kako bi se osigurala međunarodna usporedivost podataka o inozemnom dugu. Novi standard zasniva se na načelu bruto inozemnog duga. **Inozemni dug prema bruto načelu** jest stanje tekućih i bezuvjetnih obveza koje zahtijevaju plaćanje glavnice i/ili kamata koje dužnik rezident duguje nerezidentu u određenom trenutku.

U skladu sa smjernicama Svjetske banke i MMF-a, i HNB, koji prati promet i stanje inozemne zaduženosti Republike Hrvatske, početkom 2005. godine odlučuje svoje izvještaje o inozemnoj zaduženosti Hrvatske uskladiti s bruto načelom, pa, osim obveza rezidenata RH prema nerezidentima na osnovi: dužničkih vrijednosnih papira izdanih na inozemnim tržištima (po nominalnoj vrijednosti), kredita (uključujući repo ugovore¹) neovisno o ugovorenom dospijeću, depozita primljenih od stranih osoba te trgovinskih kredita primljenih od stranih osoba s ugovorenim dospijećem dužim od 180 dana, u stanje inozemnog duga počinje uključivati i stanje nepodmirenih dospelih i nedospelih obračunatih kamata.

2.2. KRATAK PREGLED STVARANJA INOZEMNOG DUGA RH I OSNOVNI TRENDVI

Na kraju 2005. godine inozemni dug Republike Hrvatske dosegao je 25,5 mlrd. EUR. Uzme li se u obzir činjenica da za istu godinu bruto domaći proizvod iznosi 30,9 mlrd. EUR, nameće se pitanje tko je (koji domaći sektor) i kojom dinamikom pridonio kumuliranju tako visoke razine ukupnih inozemnih obveza Republike Hrvatske u relativno kratkom razdoblju. U idućih nekoliko odjeljaka dan je kratak pregled nastanka inozemnog duga u Hrvatskoj i trendova koji su obilježili njegov snažan rast u proteklih desetak godina, pri čemu prve inozemne obveze Hrvatske vezujemo uz dug nastao još u bivšoj SFRJ.

Nakon raspada bivše SFRJ ostalo je otvoreno pitanje povrata inozemnih obveza koje su se akumulirale u bivšoj federaciji. Pitanje preuzimanja spomenutih obveza od strane država sljednica bilo je složeno jer je dug obuhvaćao dio obveza koje su se, na osnovi dokumenata, mogle pripisati pojedinoj sljednici, ali i dio obveza za koji se nisu mogli utvrditi dužnici, odnosno krajnji korisnici duga. Inozemni kreditori, zabrinuti za povrat svojih ukupnih posudbi bivšoj SFRJ, nisu bili voljni odobravati nove kreditne linije ni Hrvatskoj ni drugim sljednicama bivše federacije dok se za

¹Repo posao u svojoj ekonomskoj biti jest kolateralizirani zajam, pri čemu kao kolateral služe vrijednosni papiri (obveznice, trezorski zapisi MF-a i drugi državni vrijednosni papiri). Pri zaključivanju repo posla istodobno se ugovara prodaja vrijednosnih papira uz obvezu reotkupa na određeni datum po unaprijed ugovorenoj cijeni, što znači da ulagač privremeno daje vrijednosni papir i prima novac, a na kraju za to plaća kamate.

ukupan inozemni dug bivše SFRJ točno ne utvrde novi dužnici, tako da Hrvatska tijekom najtežih ratnih godina nije imala pristup inozemnim tržištima kapitala.

Položaj Hrvatske na međunarodnoj financijskoj sceni počinje se mijenjati 1995. godine. U ožujku 1995. Hrvatska je, na prijedlog MMF-a, sa zemljama članicama Pariškoga kluba potpisala Usklađeni zapisnik o restrukturiranju duga. Na osnovi Zapisnika Hrvatska je preuzela inozemni dug koji su zaključili ili za koji su jamčile pravne osobe s područja Republike Hrvatske (tzv. **alocirani dug**) i 28,49% duga koji je zaključila ili za koji je jamčila bivša SFRJ, a nije se mogao pripisati niti jednoj državi sljednici (tzv. **nealocirani dug**).² Hrvatska je nakon toga bilateralnim sporazumima reprogramirala ukupno 0,9 mlrd. USD inozemnih obveza, koje će se otplaćivati tijekom četrnaestogodišnjeg razdoblja s dvije godine počeka. U travnju 1996. godine Hrvatska je sklopila sporazum s Međunarodnim koordinacijskim odborom banaka kreditora bivše SFRJ, članicama Londonskoga kluba, o visini preuzetog duga Londonskom klubu u iznosu od 1,5 mlrd. USD. Na kraju srpnja 1996. dug u tom iznosu zamijenjen je za hrvatske obveznice serije A (0,9 mlrd. USD) i serije B (0,6 mlrd. USD).

Sklopivši sporazum sa zemljama članicama Pariškoga kluba i bankama članicama Londonskoga kluba, Hrvatska je normalizirala odnose sa svim svojim dotadašnjim inozemnim kreditorima pa su bile stvorene osnove za njezino prvo pojavljivanje na međunarodnome tržištu kapitala. Budući da su domaća štednja i drugi oblici financiranja (poput inozemnih izravnih ulaganja) bili nedostatni u odnosu na potrebe države koja je netom izišla iz rata, novo inozemno zaduživanje nametnulo se kao nužnost. Već u listopadu 1996. godine Vlada Republike Hrvatske potpisala je svoj prvi ugovor o sindiciranome kreditu, a u veljači 1997. izdaje i svoje prve obveznice na inozemnom tržištu.

² Prema dogovorenom ključu Hrvatska je na sebe preuzela 28,49% obveza i imovine bivše federacije, Srbija i Crna Gora 36,52%, Slovenija 16,39%, Bosna i Hercegovina 13,20% i Makedonija 5,40%.

Tablica 1. Inozemni dug RH prema domaćim sektorima od 1998. do 2001. godine, u mil. EUR i %, stanja na kraju razdoblja

	1998.	(%)	1999.	(%)	2000.	(%)	2001.	(%)
1. Država	3.340	36,4	4.026	39,9	5.277	43,6	5.942	44,2
Kratkoročni dug	44	0,5	78	0,8	389	3,2	0	0,0
U čemu: Krediti	43	0,5	75	0,7	388	3,2	0	0,0
Dugoročni dug	3.297	35,9	3.949	39,1	4.888	40,4	5.942	44,2
U čemu: Obveznice	1.983	21,6	2.564	25,4	3.443	28,4	4.268	31,7
Krediti	1.312	14,3	1.384	13,7	1.445	11,9	1.673	12,4
2. Središnja banka (HNB)	244	2,7	218	2,2	215	1,8	215	1,6
Kratkoročni dug	0	0,0	21	0,2	44	0,4	75	0,6
U čemu: Krediti	0	0,0	21	0,2	44	0,4	75	0,6
Dugoročni dug	244	2,7	197	2,0	172	1,4	140	1,0
U čemu: Krediti	243	2,7	196	1,9	171	1,4	139	1,0
3. Banke	2.195	23,9	2.135	21,1	2.196	18,1	2.547	18,9
Kratkoročni dug	26	0,3	28	0,3	23	0,2	18	0,1
U čemu: Krediti	12	0,1	14	0,1	8	0,1	3	0,0
Dugoročni dug	2.169	23,6	2.107	20,9	2.173	17,9	2.529	18,8
U čemu: Krediti	1.644	17,9	1.572	15,6	1.708	14,1	1.811	13,5
Gotovina i depoziti	525	5,7	536	5,3	465	3,8	718	5,3
4. Ostali domaći sektori	3.154	34,4	3.361	33,3	3.709	30,6	3.662	27,2
Kratkoročni dug	440	4,8	499	4,9	426	3,5	435	3,2
U čemu: Instrumenti tržišta novca	7	0,1	17	0,2	10	0,1	31	0,2
Krediti	208	2,3	130	1,3	46	0,4	54	0,4
Kašnjenja otplate glavnice	134	1,5	275	2,7	310	2,6	293	2,2
Dugoročni dug	2.714	29,6	2.862	28,3	3.283	27,1	3.227	24,0
U čemu: Obveznice	0	0,0	31	0,3	31	0,3	31	0,2
Krediti	2.409	26,3	2.563	25,4	3.004	24,8	2.969	22,1
Trgovinski krediti	304	3,3	268	2,7	248	2,1	227	1,7
5. Izravna ulaganja	240	2,6	360	3,6	713	5,9	1.091	8,1
Kratkoročni dug	11	0,1	19	0,2	82	0,7	49	0,4
U čemu: Krediti	9	0,1	12	0,1	23	0,2	4	0,0
Kašnjenja otplate glavnice	3	0,0	5	0,0	15	0,1	42	0,3
Dugoročni dug	228	2,5	341	3,4	631	5,2	1.042	7,7
U čemu: Krediti	223	2,4	334	3,3	603	5,0	1.021	7,6
Trgovinski krediti	6	0,1	7	0,1	28	0,2	21	0,2
Ukupan inozemni dug (1+2+3+4+5)	9.173	100,0	10.101	100,0	12.109	100,0	13.458	100,0

Izvor: HNB

Promotri li se kretanje strukture inozemnog duga prema domaćim sektorima u razdoblju do 2002. godine (vidi Tablicu 1.), ne ulazeći pritom u detaljna obilježja prometa s osnove inozemnog duga u pojedinim kalendarskim godinama, može se izvesti zaključak da je u prvim godinama nakon otvaranja pristupa međunarodnom tržištu kapitala najznačajnije rastao inozemni dug države, i to uglavnom zbog potreba financiranja poslijeratne obnove, infrastrukturnih projekata i restrukturiranja gospodarstva. Dug banaka i poduzeća rastao je mnogo sporije. U prvom razdoblju od otvaranja međunarodnih tržišta kapitala **do kraja 2001. godine inozemni dug** u Hrvatskoj većinom je **generiran posudbama domaćega javnog sektora ili posudbama privatnog sektora za koji je jamčila država**. Istodobno, privatni kreditori odobravaju relativno malo zajmova koji nisu bili osigurani jamstvima javnog sektora.

Tablica 2. Inozemni dug RH prema inozemnim kreditorima od 1998. do 2001. godine, u mil. EUR i %, stanja na kraju razdoblja

	1998.	(%)	1999.	(%)	2000.	(%)	2001.	(%)
1. Portfolio ulaganja	1.990	21,7	2.612	25,9	3.485	28,8	4.330	32,2
U tome: Dugoročni dug (Obveznice)	1.983	21,6	2.595	25,7	3.474	28,7	4.299	31,9
2. Gotovina i depoziti	526	5,7	536	5,3	466	3,8	720	5,3
3. Javni sektori	2.394	26,1	2.155	21,3	2.440	20,1	2.554	19,0
3.1. Međunarodne financijske institucije	1.202	13,1	1.045	10,3	1.222	10,1	1.335	9,9
Kratkoročni dug	0	0,0	1	0,0	5	0,0	6	0,0
Dugoročni dug	1.201	13,1	1.044	10,3	1.216	10,0	1.329	9,9
a) MMF	243	2,7	196	1,9	171	1,4	139	1,0
b) IBRD	362	3,9	397	3,9	452	3,7	536	4,0
c) IFC	27	0,3	36	0,4	75	0,6	96	0,7
d) EBRD	241	2,6	220	2,2	318	2,6	361	2,7
e) EUROFIMA	68	0,7	79	0,8	93	0,8	96	0,7
f) EIB	259	2,8	100	1,0	82	0,7	61	0,5
g) CEB	2	0,0	15	0,2	26	0,2	41	0,3
h) BIS	0	0,0	0	0,0	0	0,0	0	0,0
3.2 Vlade i vladine agencije	1.193	13,0	1.109	11,0	1.218	10,1	1.220	9,1
Kratkoročni dug	27	0,3	30	0,3	29	0,2	31	0,2
Dugoročni dug	1.165	12,7	1.080	10,7	1.188	9,8	1.189	8,8
U tome: Pariški klub	869	9,5	772	7,6	740	6,1	707	5,3
4. Privatni kreditori	4.263	46,5	4.798	47,5	5.719	47,2	5.854	43,5
4.1. Banke	3.254	35,5	3.705	36,7	4.339	35,8	4.501	33,4
Kratkoročni dug	286	3,1	349	3,5	655	5,4	286	2,1
Dugoročni dug	2.968	32,4	3.355	33,2	3.684	30,4	4.214	31,3
4.2 Ostali sektori	1.009	11,0	1.093	10,8	1.380	11,4	1.353	10,1
Kratkoročni dug	201	2,2	248	2,5	263	2,2	224	1,7
Dugoročni dug	808	8,8	845	8,4	1.117	9,2	1.129	8,4
Ukupan inozemni dug (1+2+3+4)	9.173	100,0	10.101	100,0	12.109	100,0	13.458	100,0

Izvor: HNB

Godine 2002. započinje novo razdoblje koje karakterizira niz ključnih promjena, i u Hrvatskoj i širem okružju. Tijekom 1999. i 2000. godine bankarski sustav gotovo je posve privatiziran te je više od 90% aktive poslovnih banaka prešlo u ruke inozemnih ulagača. U Hrvatskoj se na ulazak inozemnoga kapitala gledalo s naklonošću jer se smatralo da on može znatno pridonijeti daljnjoj konsolidaciji financijskog sustava, pri čemu su prihodi od privatizacije domaćih banaka bili velikim dijelom usmjereni u financiranje državne potrošnje. Strane banke vlasnice vrlo brzo šire svoj utjecaj i preuzimaju kontrolu nad ostalim dijelovima financijskog sustava (mirovinski i investicijski fondovi, kuće za lizing i osiguravateljska društava).

U drugoj polovici 2001. godine u domaći bankarski sustav slila se i velika količina devizne domaće štednje, koja se do tada držala izvan bankarskog sustava, kako bi se bez naknade izvršila konverzija u euro. Tijekom 2002. bili su iscrpljeni početni učinci povećanja deviznih depozita pa se banke za potrebe širenja svojega kreditnog potencijala počinju naglašeno zaduživati kod matičnih banaka u inozemstvu, a kako bi maksimizirale dobit, istodobno snažno promiču svoje financijske proizvode na domaćem tržištu. Kad je u 2003. godini donesen novi devizni zakon kojim je izvršena gotovo potpuna liberalizacija tokova dugoročnoga kapitala i najavljena postupna liberalizacija tokova kratkoročnoga kapitala, proces liberaliziranja transakcija po kapitalnom i financijskom računu poklopio se s razdobljem snažnog usporavanja gospodarske aktivnosti u Europskoj uniji, koje je rezultiralo naglašenim padom kamatnih stopa i stopa prinosa na kapital i državne obveznice. To je dodatno povećalo privlačnost hrvatskog tržišta za strane ulagače i plasmane stranih banaka.

Samo u 2003. godini dug banaka porastao je tako za 4,8 mlrd. EUR ili iznimno visoko, na čak 32% na godišnjoj razini, a primljena sredstva iz inozemstva banke su većinom usmjerile u plasmane sektoru stanovništva, koji su povećani za 11,9 mlrd. kuna, odnosno za 27,7%. Istodobno, stanovništvo se odobrenim kreditima uglavnom koristi za kupnju trajnih potrošnih dobara, poglavito automobila. To je pridonijelo značajnom ubrzavanju rasta ukupnoga robnog uvoza (sa 17,2% u 2002. na 32,5% u 2003., izraženo na godišnjoj razini, u američkim dolarima prema tekućem tečaju) i produblivanju vanjskotrgovinske neravnoteže.

Od 2003. nadalje konkurencija na tržištu financijskog posredovanja i borba za osvajanje tržišnih udjela utječu na snižavanje kamatnih stopa i u Hrvatskoj. Usprkos mjerama HNB-a kojima se poskupljuje inozemno zaduživanje banaka (više o mjerama HNB-a bit će rečeno u nastavku teksta), razlike između efektivnih kamatnih stopa na plasmane u zemlji i troškova inozemnog zaduživanja banaka još su vrlo izražene, što rezultira visokom dobiti domaćih banaka.

Iako realni rast osobne potrošnje više neće zabilježiti tako visoke stope kao što su bile one koje su obilježile 2002. i 2003. godinu (u prosjeku 6,1%), kreditna je aktivnost banaka omogućila i u sljedeće dvije godine znatan rast osobne potrošnje. Tako je u 2004. i 2005. godini prosječna godišnja stopa rasta plasmana banaka stanovništvu iznosila 19,5%, što je rezultiralo realnim godišnjim rastom osobne potrošnje od 3,9% u 2004., odnosno 3,4% u 2005. godini. Opisana kretanja utjecala su na daljnje pogoršanje salda u robnoj razmjeni, a time i znatnim porastom deficita na računu tekućih transakcija platne bilance, koji je u razdoblju od 2002. do 2005. godine iznosio prosječno 6,8% BDP-a.

Tablica 3. Inozemni dug RH prema domaćim sektorima od 2002. do 2005. godine, u mil. EUR i %, stanja na kraju razdoblja

	2002.	(%)	2003.	(%)	2004.	(%)	2005.	(%)
1. Država	5.900	39,2	6.601	33,3	7.252	31,8	7.062	27,7
Kratkoročni dug	1	0,0	1	0,0	3	0,0	3	0,0
U čemu: Krediti	0	0,0	0	0,0	0	0,0	0	0,0
Dugoročni dug	5.899	39,2	6.600	33,3	7.249	31,8	7.060	27,7
U čemu: Obveznice	3.948	26,2	4.311	21,8	4.648	20,4	4.074	16,0
Krediti	1.951	13,0	2.286	11,5	2.599	11,4	2.984	11,7
2. Središnja banka (HNB)	23	0,2	366	1,8	2	0,0	3	0,0
Kratkoročni dug	22	0,1	363	1,8	0	0,0	0	0,0
U čemu: Krediti	22	0,1	363	1,8	0	0,0	0	0,0
Dugoročni dug	2	0,0	3	0,0	2	0,0	3	0,0
U čemu: Krediti	0	0,0	0	0,0	0	0,0	0	0,0
3. Banke	3.790	25,2	6.121	30,9	7.702	33,8	8.990	35,2
Kratkoročni dug	14	0,1	617	3,1	1.965	8,6	2.522	9,9
U čemu: Krediti	0	0,0	604	3,1	514	2,3	1.080	4,2
Dugoročni dug	3.775	25,1	5.504	27,8	5.737	25,2	6.468	25,4
U čemu: Krediti	1.878	12,5	2.768	14,0	3.512	15,4	3.830	15,0
Gotovina i depoziti	1.897	12,6	2.736	13,8	1.780	7,8	2.180	8,5
4. Ostali domaći sektori	3.935	26,1	4.878	24,6	5.809	25,5	7.117	27,9
Kratkoročni dug	461	3,1	523	2,6	530	2,3	875	3,4
U čemu: Instrumenti tržišta novca	0	0,0	33	0,2	0	0,0	0	0,0
Krediti	27	0,2	70	0,4	100	0,4	317	1,2
Kašnjenja otplate glavnice	365	2,4	370	1,9	377	1,7	476	1,9
Dugoročni dug	3.474	23,1	4.355	22,0	5.279	23,2	6.243	24,5
U čemu: Obveznice	161	1,1	345	1,7	381	1,7	366	1,4
Krediti	3.103	20,6	3.858	19,5	4.770	20,9	5.721	22,4
Trgovinski krediti	210	1,4	152	0,8	129	0,6	156	0,6
5. Izravna ulaganja	1.407	9,3	1.845	9,3	2.016	8,8	2.335	9,2
Kratkoročni dug	73	0,5	124	0,6	120	0,5	210	0,8
U čemu: Krediti	30	0,2	44	0,2	36	0,2	59	0,2
Kašnjenja otplate glavnice	41	0,3	76	0,4	77	0,3	135	0,5
Dugoročni dug	1.334	8,9	1.721	8,7	1.895	8,3	2.125	8,3
U čemu: Krediti	1.300	8,6	1.690	8,5	1.867	8,2	2.096	8,2
Trgovinski krediti	34	0,2	31	0,2	29	0,1	29	0,1
Ukupan inozemni dug (1+2+3+4+5)	15.055	100,0	19.811	100,0	22.781	100,0	25.508	100,0

Izvor: HNB

Snazan rast zaduženosti banaka u razdoblju od 2002. godine nadalje slijedila su i poduzeća, što dijelom treba pripisati samoj aktivnosti banaka, koje su nastojale izbjeći mjere HNB-a za usporavanje rasta inozemne zaduženosti pa su dio svoga poslovanja prebacile na različite vrste nebankarskih poduzeća (vlasnički povezanih pravnih osoba iz djelatnosti financijskog najma, investicijskoga konzaltinga i sl.) ili su pak dio svojih klijenata usmjeravale na izravno zaduživanje kod svojih vlasnica, odnosno banaka majki u inozemstvu.

Tablica 4. Inozemni dug RH prema inozemnim kreditorima od 2002. do 2005. godine, u mil. EUR i %, stanja na kraju razdoblja

	2002.	(%)	2003.	(%)	2004.	(%)	2005.	(%)
1. Portfolio ulaganja	4.109	27,3	4.690	23,7	5.473	24,0	4.898	19,2
U tome: Dugoročni dug (Obveznice)	4.109	27,3	4.656	23,5	5.473	24,0	4.898	19,2
2. Gotovina i depoziti	1.899	12,6	2.739	13,8	3.221	14,1	3.612	14,2
3. Javni sektori	2.526	16,8	2.701	13,6	2.982	13,1	3.176	12,4
3.1. Međunarodne financijske institucije	1.344	8,9	1.445	7,3	1.651	7,2	1.852	7,3
Kratkoročni dug	8	0,1	9	0,0	13	0,1	18	0,1
Dugoročni dug	1.336	8,9	1.435	7,2	1.638	7,2	1.834	7,2
a) MMF	0	0,0	0	0,0	0	0,0	0	0,0
b) IBRD	592	3,9	626	3,2	625	2,7	672	2,6
c) IFC	126	0,8	85	0,4	168	0,7	175	0,7
d) EBRD	360	2,4	395	2,0	473	2,1	499	2,0
e) EUROFIMA	107	0,7	102	0,5	91	0,4	101	0,4
f) EIB	87	0,6	133	0,7	164	0,7	230	0,9
g) CEB	63	0,4	95	0,5	118	0,5	157	0,6
h) BIS	0	0,0	0	0,0	0	0,0	0	0,0
3.2 Vlade i vladine agencije	1.182	7,9	1.256	6,3	1.331	5,8	1.324	5,2
Kratkoročni dug	32	0,2	35	0,2	31	0,1	34	0,1
Dugoročni dug	1.150	7,6	1.221	6,2	1.300	5,7	1.290	5,1
U tome: Pariški klub	606	4,0	506	2,6	432	1,9	393	1,5
4. Privatni kreditori	6.522	43,3	9.681	48,9	11.105	48,7	13.822	54,2
4.1. Banke	4.990	33,1	7.973	40,2	8.988	39,5	11.359	44,5
Kratkoročni dug	234	1,6	1.223	6,2	794	3,5	1.599	6,3
Dugoročni dug	4.755	31,6	6.750	34,1	8.194	36,0	9.760	38,3
4.2 Ostali sektori	1.532	10,2	1.708	8,6	2.116	9,3	2.463	9,7
Kratkoročni dug	296	2,0	328	1,7	341	1,5	530	2,1
Dugoročni dug	1.236	8,2	1.381	7,0	1.775	7,8	1.933	7,6
Ukupan inozemni dug (1+2+3+4)	15.055	100,0	19.811	100,0	22.781	100,0	25.508	100,0

Izvor: HNB

Država je također, nastojeći dinamizirati ukupni gospodarski rast, u 2002. započela ciklus velikih ulaganja u kapitalne infrastrukturne objekte, poglavito autoceste, koja su, uz spomenuti rast osobne potrošnje, dala glavni doprinos razmjerno visokim realnim godišnjim stopama rasta BDP-a ostvarenim od 2002. do 2005. godine (u prosjeku 4,7%). Podaci o strukturi BDP-a za 2002. i 2003. godinu tako pokazuju iznimno visok rast investicija u kapital, čiji je prosječni realni godišnji rast iznosio 19,2%, pri čemu se rast ukupnih investicija vezanih uz cestogradnju u tom razdoblju dijelom odnosio izravno na sektor države, a dijelom i na porast investicija privatnog sektora u tom segmentu. Takve nalaze potvrđuje i odnos između štednje i investicija u Hrvatskoj, prikazan u Tablici 5.

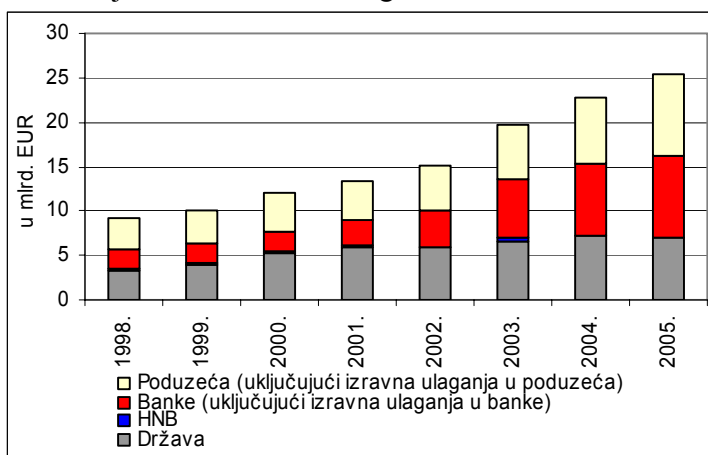
Tablica 5. Omjer štednje i investicija, u % BDP-a

	2000.	2001.	2002.	2003.	2004.	2005.
Razlika štednje i investicija u zemlji	-2,6	-3,7	-8,6	-7,2	-5,2	-6,3
Štednja	17,6	20,3	20,5	23,9	25,7	25,0
Investicije	20,2	23,9	29,1	31,1	30,9	31,3
Konsolidirana središnja država	-6,3	-4,8	-3,7	-4,1	-4,0	-2,9
Štednja	-2,5	-2,2	1,0	0,9	1,8	2,1
Investicije	3,9	2,7	4,7	5,1	5,8	5,0
Privatni sektor	3,7	1,2	-4,8	-3,0	-1,1	-3,4
Štednja	20,1	22,4	19,5	23,0	23,9	22,9
Investicije	16,3	21,3	24,4	26,0	25,1	26,3

Izvori: MF; HNB

Uz rastuće otplate glavnica inozemnog duga država nije bila u stanju iz tekućih izvora prihoda financirati kapitalne rashode te se i dalje u razdoblju do 2004. oslanjala na inozemne izvore financiranja. Nova strategija države, koja uključuje postupno smanjivanje proračunskog manjka i njegovo financiranje sredstvima s domaćeg tržišta kapitala, prvi je put rezultirala apsolutnim smanjenjem inozemnog duga države u 2005. godini. Ipak, pozitivne pomake unutar javnog sektora treba promatrati objektivno jer u uvjetima ograničene domaće štednje smanjenje neto inozemnih obveza države rezultira redistribucijom, odnosno rastom inozemnih obveza drugih domaćih sektora, poglavito banaka, kod kojih se država zadužuje na domaćem tržištu kapitala, pri čemu banke pozajmice državi dijelom financiraju iz inozemnih izvora.

Slika 1. Struktura inozemnog duga prema domaćim sektorima, u razdoblju od 1998. do 2005. godine



Izvor: HNB

Raščlani li se inozemni dug banaka prema korisnicima bankarskih kredita u zemlji (javni sektor, poduzeća i stanovništvo) i ako se tako dobiveni iznosi pridodaju izravnom zaduživanju spomenutih sektora u inozemstvu, proizlazi da u strukturi ukupnoga inozemnog duga u razdoblju od 2003. do 2005. javni sektor (opća država, HNB i javna poduzeća) sudjeluje u prosjeku sa 40%, privatna i mješovita poduzeća sa 42%, a stanovništvo sa 18%. Iako je udio javnog sektora u promatranom razdoblju bio priličan, najveći doprinos prirastu duga daje privatni sektor, odnosno poduzeća i stanovništvo.

Tablica 6. Struktura inozemnog duga i prirast inozemnog duga, u %

	Struktura inozemnog duga			Struktura prirasta inozemnog duga		
	2003.	2004.	2005.	2003.	2004.	2005.
Javni sektor	43,9	39,9	36,3	31,3	13,6	7,3
Poduzeća	39,9	41,9	45,0	41,1	55,0	70,3
Stanovništvo	16,2	18,2	18,7	27,6	31,4	22,4

Izvor: HNB

Rezultat opisanih kretanja bio je snažan rast inozemnog duga RH u **razdoblju od 2002. do 2005.** godine, pri čemu je trend kreditiranja domaćega javnog sektora zamijenjen **trendom kreditiranja privatnoga domaćeg sektora** (poglavito banaka) **privatnim inozemnim izvorima**. Relativni pokazatelji i pokazatelji toka inozemne zaduženosti pokazuju da Hrvatska u spomenutom razdoblju od srednje zadužene postaje visoko zaduženom zemljom.

2.3. POKAZATELJI VANJSKE LIKVIDNOSTI I INOZEMNE ZADUŽENOSTI RH

Udio inozemnog duga u BDP-u i udio inozemnog duga u izvozu robe i usluga među glavnim su **relativnim pokazateljima inozemne zaduženosti** neke zemlje, a obje mjere neizravno ukazuju na solventnost dužnika, odnosno njegovu sposobnost da uredno servisira dospjele inozemne obveze. Pri razmatranju značenja ova dva pokazatelja najčešće se koriste kritične granice iz klasifikacije Svjetske banke, prema kojoj se zemlja smatra visoko zaduženom ako udio njezina inozemnog duga³ premašuje 80% bruto nacionalnog dohotka (BND)⁴ ili prijeđe razinu od 220% vrijednosti njezina izvoza robe i usluga.⁵

³ Točnije, inozemnim dugom, u metodologiji Svjetske banke, smatra se sadašnja vrijednost budućih otplata glavnice i kamata na inozemni dug na kraju određenog razdoblja, s time da se za Hrvatsku zasad ta vrijednost ne razlikuje značajnije od stanja bruto inozemnog duga.

⁴ Bruto nacionalni dohodak izvodi se kao zbroj bruto domaćeg proizvoda i salda na računu faktorskih dohodaka.

⁵ Izvor: *Global Development Finance 2003*, Svjetska banka, str. 253.

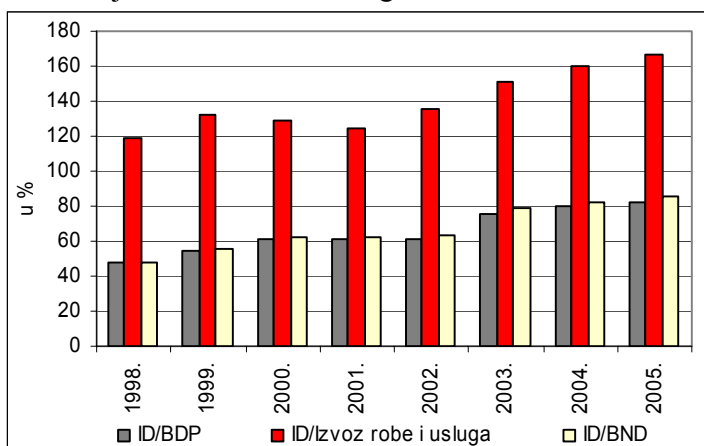
Tablica 7. Relativni pokazatelji inozemne zaduženosti RH, u mil. EUR

	1998.	1999.	2000.	2001.	2002.	2003.	2004.	2005.
Država	3.340	4.026	5.277	5.942	5.900	6.601	7.252	7.062
Središnja banka (HNB)	244	218	215	215	23	366	2	3
Banke	2.195	2.135	2.196	2.547	3.790	6.121	7.702	8.990
Ostali domaći sektori	3.154	3.361	3.709	3.662	3.935	4.878	5.809	7.117
Izravna ulaganja	240	360	713	1.091	1.407	1.845	2.016	2.335
Ukupno	9.173	10.101	12.109	13.458	15.055	19.811	22.781	25.508
% BDP-a	47,6	54,1	60,6	60,7	61,5	75,5	80,2	82,4
% izvoza robe i usluga	119,4	132,2	128,7	124,6	135,3	150,8	160,0	166,8

Izvor: HNB

Udio inozemnog duga u BDP-u iznosio je na kraju 1998. godine 47,6%, a na kraju 2005. taj je pokazatelj bio gotovo dvostruko veći – udio inozemnog duga u BDP-u iznosio je 82,4% (85,1% BND-a). Prema udjelu duga u BND-u Hrvatska se već krajem 2003. godine približila kritičnoj granici koja dijeli srednje od visoko zaduženih zemalja kad je udio njezina inozemnog duga u BND-u iznosio 78,7%. Najizraženiji i apsolutni i relativni porast inozemnog duga zabilježen je upravo tijekom 2003. godine. U spomenutoj kalendarskoj godini inozemni dug Hrvatske, potaknut aktivnošću banaka i financiranjem kapitalnih infrastrukturnih projekata, uvećan je za 4,8 mlrd. EUR ili nešto manje od petine njezina BDP-a.

Slika 2. Udio inozemnog duga u BDP-u, BND-u i u izvozu robe i usluga, u razdoblju od 1998. do 2005. godine



Izvor: HNB

Izvoz robe i usluga glavni je izvor deviznih sredstava potrebnih za otplatu dospjelih inozemnih obveza, pa valja promatrati i kretanje ovoga, drugoga relativnog pokazatelja inozemne zaduženosti. **Udio inozemnog duga u izvozu robe i usluga** tako je u 1998. godini iznosio je 119,4%, a na kraju 2005. dosegnuo je 166,8% izvoza robe i usluga za cijelu godinu. Najveće pogoršanje spomenuti relativni pokazatelj također bilježi u 2003. godini (vidi Sliku 2.). Ipak, usprkos nastavku blagog pogoršanja ovog pokazatelja u 2004. i 2005. godini, on se svojom veličinom sve vrijeme nalazio znatno ispod kritične granice koja bi prema kriterijima Svjetske banke mogla upućivati na moguće teškoće u redovitom podmirivanju inozemnih obveza. Relativno povoljan pokazatelj udjela

inozemnog duga u izvozu robe i usluga Hrvatska može zahvaliti visokim prihodima od pruženih usluga u turizmu, za koje se očekuje da će rasti i u sljedećemu srednjoročnom razdoblju, no, s druge strane, na te prihode jako utječu ratni sukobi, terorizam, elementarne nepogode i sl.⁶

Tablica 8. Udio inozemnog duga, koji uključuje kratkoročne trgovinske kredite, u BDP-u i u izvozu robe i usluga

	1998.	1999.	2000.	2001.	2002.	2003.	2004.	2005.
Država	3.340	4.026	5.277	5.942	5.900	6.601	7.252	7.062
Središnja banka (HNB)	244	218	215	215	23	366	2	3
Banke	2.195	2.135	2.196	2.547	3.790	6.121	7.702	8.990
Ostali domaći sektori	3.154	3.361	3.709	3.662	6.039	7.058	8.371	10.228
Izravna ulaganja	240	360	713	1.091	1.407	1.845	2.016	2.335
Ukupno	9.173	10.101	12.109	13.458	17.160	21.990	25.343	28.618
% BDP-a	47,6	54,1	60,6	60,7	70,1	83,8	89,2	92,5
% izvoza robe i usluga	119,4	132,2	128,7	124,6	154,2	167,4	178,0	187,1

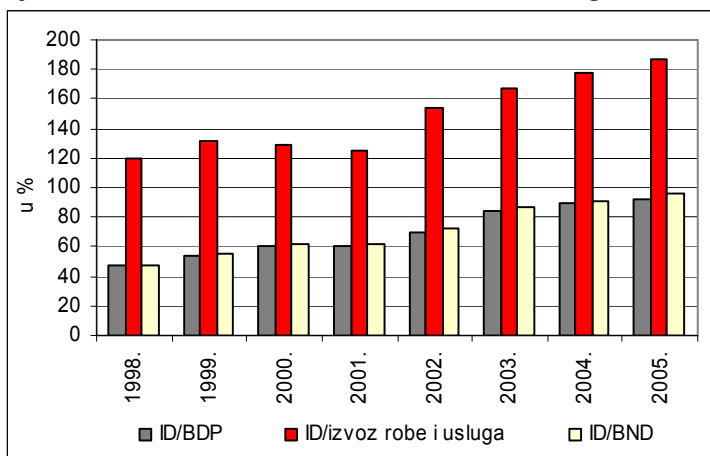
Napomena: Procijenjene vrijednosti kratkoročnih trgovinskih kredita pridodane su ostalim domaćim sektorima od kraja 2002. godine.

Izvor: HNB

Da bi slika bila cjelovita, valja ukazati na činjenicu da **statistika bruto inozemnog duga Hrvatske ne uključuje stanje kratkoročnih trgovinskih kredita s rokom dospijeca do 6 mjeseci**, koji su na kraju 2005. godine procijenjeni na 3,1 mlrd. EUR. Nakon uključivanja kratkoročnih trgovinskih kredita u službenu statistiku inozemnog duga udio inozemnog duga u BDP-u na kraju 2005. viši je za 10,1%-tni bod u usporedbi s udjelom za inozemni dug bez kratkoročnih trgovinskih kredita s rokom dospijeca do 6 mjeseci te čini 92,5% BDP-a (vidi Tablicu 8.). Istodobno je udio inozemnog duga u BND-u iznosio 95,5%, odnosno 10,4%-tna boda više od udjela za inozemni dug bez kratkoročnih trgovinskih kredita s rokom dospijeca do 6 mjeseci. U izvozu robe i usluga udio duga dosegao bi 187,1%, što je za 20,3%-tna boda više od udjela duga koji ne uključuje kratkoročne trgovinske kredite s rokom dospijeca do 6 mjeseci. Iako se u nastavku teksta analiziraju službeni podaci o stanju inozemnog duga, Slika 3. daje prikaz relativnih pokazatelja koji u službeno stanje duga uključuju procjenu kratkoročnih trgovinskih kredita s rokom dospijeca do 6 mjeseci.

⁶ To je osobito došlo do izražaja 1999. godine kada su, zbog kosovske krize, smanjeni hrvatski prihodi od turizma.

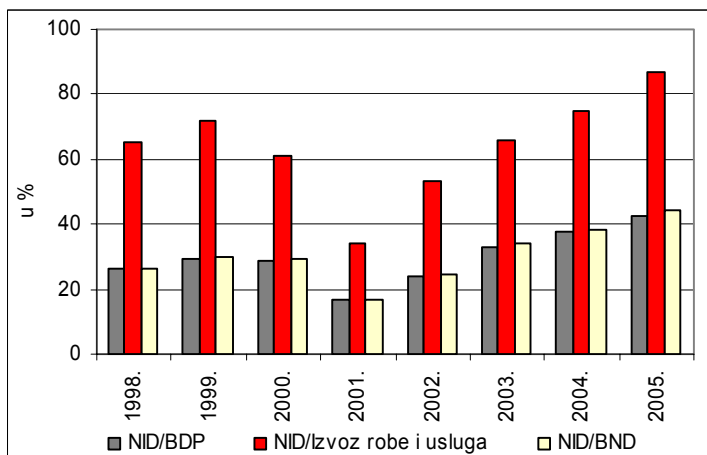
Slika 3. Udio inozemnog duga koji uključuje kratkoročne trgovinske kredite s dospeljećem do 6 mjeseci u BDP-u, BND-u i u izvozu robe i usluga



Izvor: HNB

Ocjena relativne inozemne zaduženosti treba obuhvatiti i pokazatelje koji se odnose na koncept neto inozemnog duga. Neto inozemni dug jest inozemni dug umanjeno za vrijednost međunarodnih pričuva i inozemne aktive banaka, koji se mogu iskoristiti u slučaju da nastupe teškoće u međunarodnim plaćanjima. **Neto inozemni dug** Hrvatske dosegao je na kraju 2005. godine 42,8% BDP-a za cijelu godinu. Razmjerno visoke međunarodne pričuve i inozemna aktiva banaka daju znatno povoljniju ocjenu neto inozemne zaduženosti. Na Slici 4. vidi se da se od 2001. godine⁷ udio neto inozemnog duga u BDP-u i udio neto inozemnog duga u izvozu robe i usluga kontinuirano pogoršavao.

Slika 4. Udio neto inozemnog duga u BDP-u, BND-u i u izvozu robe i usluga, u razdoblju od 1998. do 2005. godine



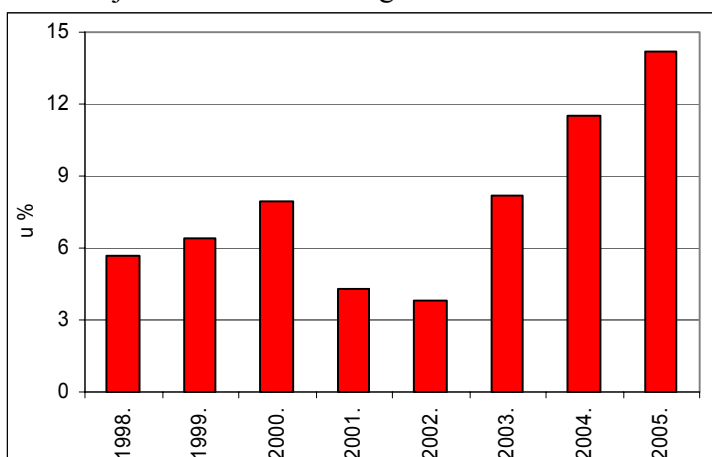
Izvor: HNB

⁷ Do pada relativnih pokazatelja neto inozemne zaduženosti u 2001. godini došlo je zbog razmjerno maloga apsolutnoga godišnjeg rasta inozemnog duga i, istodobno, najvećega godišnjeg porasta međunarodnih pričuva u proteklih deset godina te snažnog rasta inozemne aktive banaka uzrokovanog priljevom deviznih depozita radi uvođenja eura.

Ročna struktura inozemnog duga važan je pokazatelj inozemne zaduženosti, o kojoj također ovisi likvidnost neke zemlje. Naime, u slučaju da se zemlja previše oslanja na dug kratkog dospijeca, ona postaje izloženija iznenadnim promjenama na međunarodnim tržištima kapitala, ali i promjenama povjerenja vjerovnika. Na osnovi toga moguće je razlikovati ročnu strukturu inozemnog duga prema originalnom dospijeću i prema preostalom dospijeću. Struktura duga prema originalnom dospijeću pruža korisne informacije o uvjetima u trenutku zaduživanja, a struktura prema preostalom dospijeću govori o teretu nadolazećih obveza plaćanja glavnice i kamata.

Kad je riječ o Hrvatskoj, **ročna struktura inozemnog duga prema originalnom dospijeću** može se ocijeniti relativno povoljnom jer se na kratkoročni dug odnosi manje od 15% ukupnog duga.⁸ Pritom valja, međutim, naglasiti da se veći dio obveza banaka prema inozemstvu odnosi na zaduživanje kod banaka matica i da bi potencijalni šokovi na tržištu mogli izazvati skraćivanja ročnosti duga kojima bi pribjegle banke matice kako bi ublažile svoje povećane rizike u poslovanju. U 2001. godini bio je izražen pad udjela kratkoročnog duga u ukupnome inozemnom dugu kao posljedica godišnjeg smanjenja kratkoročnog duga države, i to s osnove kredita (nakon te godine stanje kratkoročnih obveza države prema inozemstvu gotovo je zanemarivo). S druge strane, udio kratkoročnog duga od 2003. godine ponovo raste, poglavito zbog rasta kratkoročnih obveza banaka. U 2003. godini znatan doprinos rastu kratkoročnih obveza dali su i plasmani međunarodnih pričuva u repo instrumente.

Slika 5. Udio kratkoročnoga u ukupnome inozemnom dugu prema originalnom dospijeću, u razdoblju od 1998. do 2005. godine



Izvor: HNB

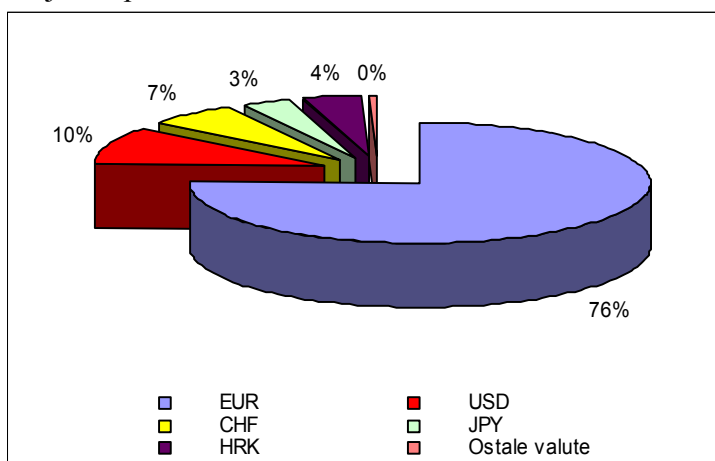
Što se tiče kratkoročnoga **inozemnog duga prema preostalom dospijeću**, valja istaknuti da u 2006. godini na naplatu dospijeva više od 7 mlrd. EUR glavnice i kamata s osnove inozemnih obveza ili oko 20% projiciranog BDP-a za 2006. godinu. Na osnovi predstojećih obveza servisiranja inozemnog duga u 2006. godini udio kratkoročnog duga prema preostalom dospijeću raste na čak 28,4% ukupnog duga, što je znatno više od pokazatelja prema originalnom dospijeću. Ipak, tu treba imati na umu da je projekcija otplate glavnice i kamata pripremljena tako da je cjelokupni iznos obveza po repo poslovima banaka uključen u projekciju otplate glavnice u idućem

⁸ Kada bi se u stanje inozemnog duga uključila procjena kratkoročnih trgovinskih kredita s rokom dospijeca do 6 mjeseci, udio kratkoročnog duga na kraju 2005. godine iznosio bi 23,5%, u usporedbi s udjelom 14,2% koji se odnosi na službene podatke o inozemnome dugu.

tromjesečju, što uvelike povećava dospijeća u sljedećih godinu dana. Isto tako, valja reći da se od kraja 2005. godine cjelokupni iznos kratkoročne gotovine i depozita pripisuje projiciranim otplatama u prvoj sljedećoj godini, dok je prije bio uključivan u projicirane otplate u razdoblju navedenom pod "ostalo", koje se odnosilo na razdoblje poslije 2014. godine.

Valutna struktura inozemnog duga RH pokazuje da je njegov najveći dio nominiran u inozemnim valutama, i to ponajviše u eurima i američkim dolarima. Tako je na kraju 2005. godine nešto više od tri četvrtine ukupnoga inozemnog duga bilo nominirano u eurima, dok se oko 10% odnosilo na dug nominiran u američkim dolarima, a ostatak uglavnom u švicarskim francima i japanskom jenima. Pritom je u posljednjih desetak godina primjetan znatan rast udjela duga nominiranog u eurima, osim 2005. godine kada je zaduživanje u eurima dijelom kompenzirano zaduživanjem u švicarskim francima. Navedene promjene odraz su trendova zaduživanja banaka, koje se većinom zadužuju u eurima kod svojih banaka matice te, u posljednje vrijeme, u švicarskim francima. Za razliku od dijela inozemnog duga u eurima i švicarskim francima, udio duga u američkim dolarima u posljednjih se deset godina stalno smanjivao, kao i udio duga u japanskim jenima, i to uglavnom kao posljedica smanjenja udjela duga države, u čijoj strukturi dug u američkim dolarima i japanskim jenima ima natprosječno velik udio.

Slika 6. Valutna struktura inozemnog duga RH, stanje 31. prosinca 2005.



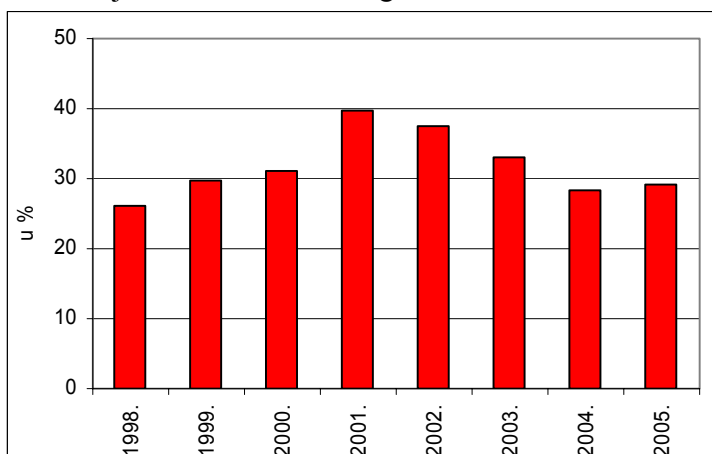
Izvor: HNB

Znatan udio inozemnog duga nominiran u stranoj valuti naglašava potencijalne opasnosti od tečajnog rizika, odnosno upućuje na mogućnost pojave teškoća u otplati inozemnih obveza uvjetovanih značajnim kolebanjima tečaja. Naime, u slučaju neočekivane snažne deprecijacije (slabljenja) nacionalne valute povećat će se teret otplate duga izražen u domaćoj valuti, za dio duga koji je nominiran u stranoj valuti. Stoga se smatra da visoka razina duga nominiranog u stranoj valuti povećava ranjivost zemlje na šokove uzrokovane valutnom neusklađenošću deviznih priljeva i odljeva.

Brži rast međunarodnih pričuva u odnosu na rast duga u razdoblju od 1999. do 2001. godine utjecao je na poboljšanje **omjera međunarodnih pričuva i inozemnog duga**. U idućim je godinama došlo do pogoršanja toga pokazatelja s obzirom na to da su visoke stope rasta inozemnog duga premašivale stope rasta međunarodnih pričuva. U 2005. godini omjer pričuva i inozemnog duga

iznosio je 29,2%. Budući da je uobičajena kritična granica za ovaj pokazatelj 20%, pokrivenost duga pričuvama u slučaju Hrvatske ne upućuje na eventualnu ugroženost vanjske likvidnosti RH. Ujedno valja spomenuti kako bruto međunarodne pričuve na kraju 2005. godine pokrivaju vrijednost 5,1-mjesečnog uvoza robe i usluga u 2005. godini, što je također znatno više od uobičajene kritične vrijednosti (vrijednosti uvoza robe i usluga u tri mjeseca).

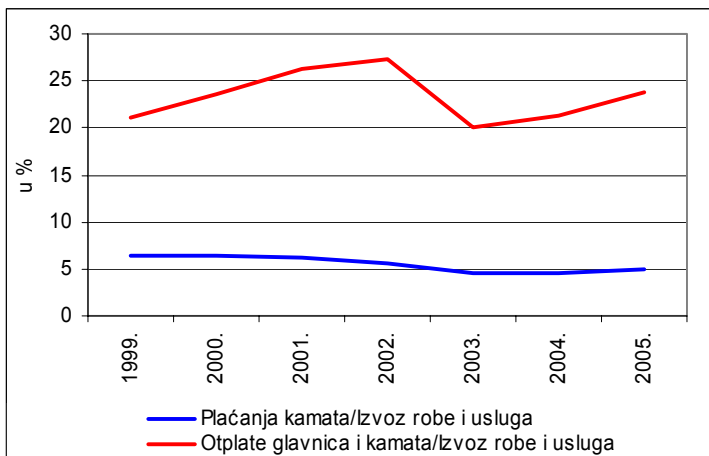
Slika 7. Odnos bruto međunarodnih pričuva i inozemnog duga, u razdoblju od 1998. do 2005. godine



Izvor: HNB

Osim relativnih pokazatelja stanja inozemne zaduženosti, teret zaduženosti može se promatrati i uz pomoć **pokazatelja toka zaduženosti**, kao što je **omjer otplata inozemnog duga te izvoza robe i usluga**. Navedeni pokazatelj, nakon smanjenja u 2003. godini, pokazuje tendenciju porasta (pogoršanja) i u 2005. godini iznosi 23,7%, što znači da Hrvatska nešto manje od četvrtine svojih ukupnih prihoda od izvoza robe i usluga odvaja za otplate glavnica i plaćanje kamata na inozemni dug. Gornjom prihvatljivom granicom toga omjera smatra se 30%, tako da se Hrvatska prema tom pokazatelju ne ubraja u skupinu zemalja koje su relativno visoko opterećene otplatama inozemnog duga. Ipak, valja naglasiti kako, u skladu s međunarodno prihvaćenom metodologijom, otplata inozemnog duga uključuje otplatu glavnice po dugoročnom dugu, bez otplate glavnice s osnove trgovinskih kredita i izravnih ulaganja, i ukupnu otplatu kamata, bez otplate kamata s osnove izravnih ulaganja. Kad bi se u obzir uzele cjelokupna otplata glavnice i plaćanje kamata, relativni bi pokazatelj u 2005. godini dosegnuo 30,2%, što je na razini kritične granice za ovaj pokazatelj. Drugi relativni pokazatelj toka zaduženosti jest **udio plaćanja kamata po inozemnome dugu u prihodima od izvoza robe i usluga**, koji u posljednjih nekoliko godina, unatoč rastu duga, ne pokazuje značajnije pogoršanje. Spomenuto kretanje upućuje na činjenicu da se Hrvatska na inozemnim tržištima zadužuje po sve povoljnijim uvjetima. Kritičnom razinom ovog pokazatelja smatra se 20%, dok se u slučaju Hrvatske taj pokazatelj u razdoblju od 1999. do 2005. godine u prosjeku kreće oko 6%, pa se može zaključiti da tekuća međunarodna likvidnost Hrvatske ni prema ovom pokazatelju nije ugrožena.

Slika 8. Relativni pokazatelji toka zaduženosti, u razdoblju od 1999. do 2005. godine

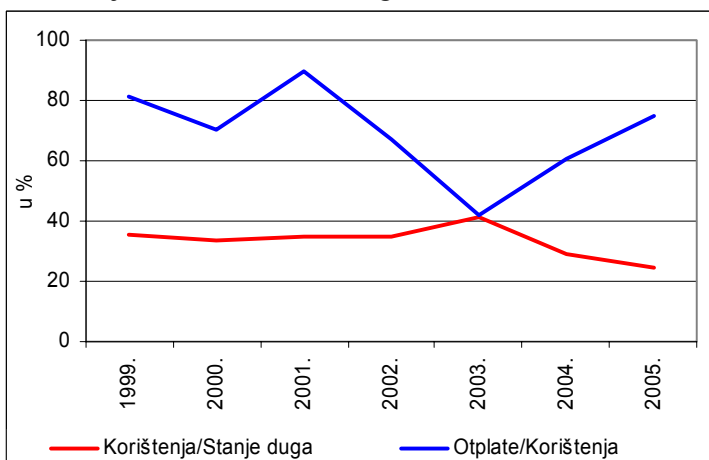


Napomena: Otplate glavnice i kamata uključuju otplatu glavnice po dugoročnom dugu, bez otplate glavnice s osnove trgovinskih kredita i izravnih ulaganja te ukupnu otplatu kamata, bez otplate kamata s osnove izravnih ulaganja.

Izvor: HNB

Omjer ukupnih otplata inozemnih obveza i novih korištenja inozemnog duga pokazatelj je koji govori da li se i u kojoj mjeri inozemni dug u određenom vremenskom razdoblju obnavlja novim zaduživanjima. Navedeni pokazatelj, nakon pada u 2002. i 2003. godini (zbog relativno niske razine ukupnih otplata duga) u iduće je dvije godine ponovo rastao te je u 2005. godini iznosio 74,6%. Pritom vrijednost pokazatelja manja od 100% ukazuje na činjenicu da su nova korištenja inozemnog duga još uvijek veća od ukupnih otplata po dospeljoj glavnici i kamatama, odnosno, drugim riječima, da dug raste i obnavlja se novim zaduživanjima. Razlog poboljšanja navedenog pokazatelja u 2004. i 2005. godini jest visoki godišnji rast otplata glavnica i plaćanja kamata (18,1%, odnosno 14,7%), dok su istodobno nova korištenja zabilježila smanjenje na godišnjoj razini.

Slika 9. Omjer otplata i novih korištenja inozemnog duga u razdoblju od 1999. do 2005. godine

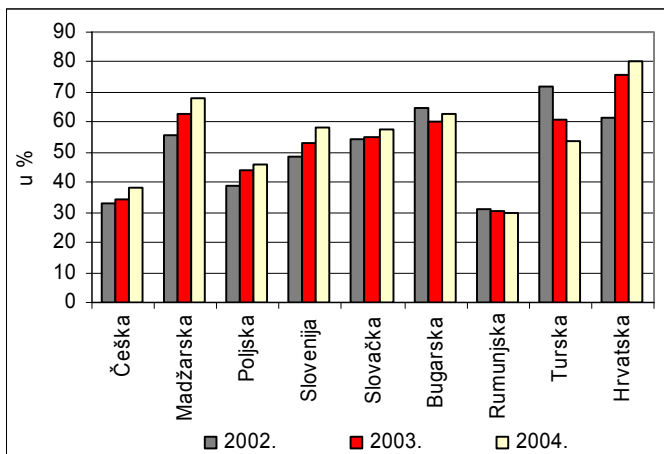


Izvor: HNB

2.4. USPOREDBA ZADUŽENOSTI RH I ODABRANIH ZEMALJA

Prema **usporedbi** pokazatelja inozemne zaduženosti Hrvatske **s odabranim zemljama** (Češka, Mađarska, Poljska, Slovenija, Slovačka, Bugarska, Rumunjska i Turska) **Hrvatska je najviše zadužena zemlja**. Prema glavnom pokazatelju, udjelu inozemnog duga u BDP-u, Hrvatska je na prvom mjestu među odabranim zemljama. U usporedbi s hrvatskih 80,2%, udio inozemnog duga u BDP-u u ostalim promatranim zemljama u 2004. godini u prosjeku je bio znatno niži i iznosio je 51,9%. Među odabranim zemljama najnižim udjelima inozemnog duga u BDP-u izdvajaju se Rumunjska i Češka, relativni pokazatelj zaduženosti Turske u razdoblju od 2002. do 2004. bilježi godišnje smanjenje, dok kod Bugarske i Slovačke stagnira. Među promatranim zemljama kod **Hrvatske se bilježi i najveća prosječna godišnja stopa rasta inozemnog duga** u navedenom razdoblju, od 19,2%, dok se u ostalim zemljama u prosjeku bilježi upola niži godišnji rast (8,6%).

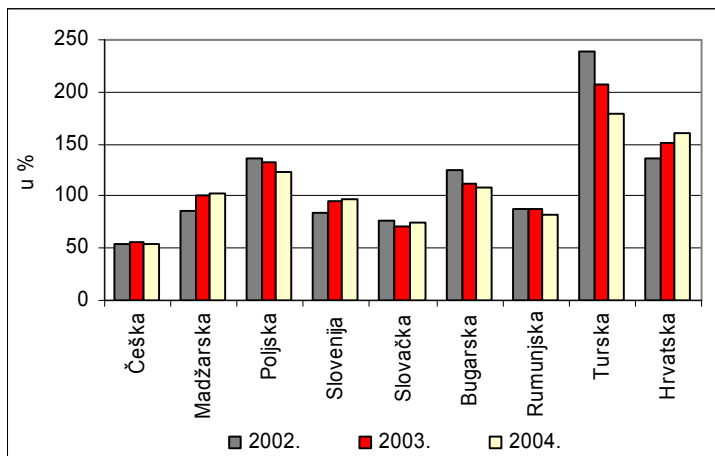
Slika 10. Udio inozemnog duga u BDP-u u razdoblju od 2002. do 2004. godine



Napomena: Inozemni dug Rumunjske uključuje samo srednjoročni i dugoročni dug.
Izvori: Eurostat; web stranice središnjih banaka; HNB

Prema drugom relativnom pokazatelju koji u omjer stavlja inozemni dug i izvoz robe i usluga, Hrvatska je, izuzmemo li Tursku, zemlja s najnepovoljnijim pokazateljem. Tako Hrvatska udjelom inozemnog duga u izvozu robe i usluga od 160% u 2004. godini znatno premašuje ostale promatrane zemlje, kod kojih je ovaj pokazatelj u prosjeku iznosio približno 100%. Promatrano dinamički, kretanje ovoga relativnog pokazatelja za Tursku povoljnije je od onoga za Hrvatsku, jer udio turskoga inozemnog duga u izvozu robe i usluga u razdoblju od 2002. do 2004. značajno pada, dok hrvatski udio inozemnog duga u izvozu robe i usluga raste.

Slika 11. Udio inozemnog duga u izvozu robe i usluga u razdoblju od 2002. do 2004. godine



Napomena: Inozemni dug Rumunjske uključuje samo srednjoročni i dugoročni dug.
Izvori: Eurostat; web stranice središnjih banaka; HNB

2.5. INOZEMNI DUG U 2006. GODINI

Preliminarni podaci pokazuju da je inozemni dug Hrvatske u prva dva mjeseca 2006. godine porastao za još 0,7 mlrd. EUR. Time je njegov iznos na kraju veljače 2006. godine dosegnuo 26,2 mlrd. EUR ili 84,6% BDP-a za 2005. godinu.

Promatrano prema sektorima dužnika uočljivo je kako se najveći dio porasta inozemnog duga u siječnju i veljači 2006. godine odnosi na poslovne banke (uključujući izravna ulaganja u banke), kod kojih je tijekom siječnja i veljače 2006. zabilježen rast duga od čak 743 mil. EUR. Inozemni dug banaka tako je na kraju veljače 2006. godine dosegnuo 9,9 mlrd. EUR, uz istodobni porast udjela u ukupnom dugu sa 36,1%, koliko je iznosio na kraju 2005. godine, na 38%, krajem veljače 2006. godine. Godišnja stopa rasta inozemnih obveza banaka porasla je sa 14,8% na kraju 2005. godine na 29,7% na kraju veljače 2006. godine.

Istodobno su ostali domaći sektori (uključujući izravna ulaganja u poduzeća) u prva dva mjeseca 2006. godine zabilježili rast inozemnog duga od 127 mil. EUR, od čega većinu u veljači. Time je njihov dug dosegnuo razinu od 9,4 mlrd. EUR ili 35,8% ukupnoga inozemnog duga. Porast duga poduzeća zabilježen u 2006. godini uglavnom se odnosi na rast kašnjenja otplata glavnica i kamata te porast obveza po dugoročnim kreditima.

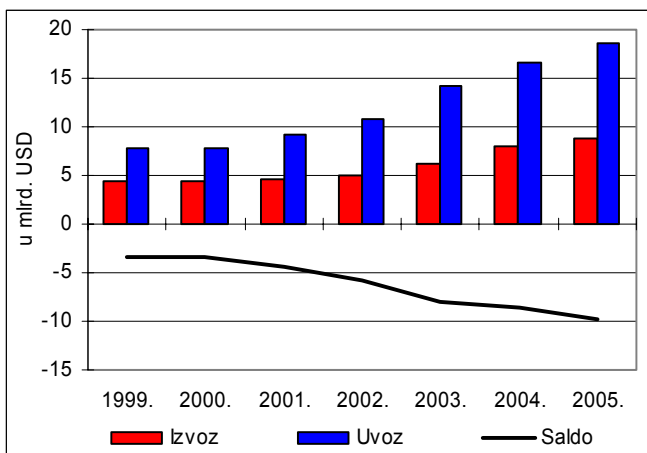
Za razliku od banaka i ostalih sektora (poduzeća), kod sektora države nastavljeni su pozitivni trendovi iz 2005. godine, pa je u prva dva mjeseca 2006. godine zabilježeno daljnje smanjenje inozemnog duga, i u apsolutnom, i u relativnom iznosu. Apsolutno smanjenje inozemnog duga države najvećim je dijelom posljedica značajnih otplata glavnice i kamata s osnove obveznica izdanih u inozemstvu (redovitog izvršenja obveza prema Londonskom klubu te otplate 25 mlrd. JPY vrijednih samurajskih obveznica), dok su istodobno nova korištenja bila znatno manja.

3. KRETANJA U PLATNOJ BILANCI RH

3.1. IZVORI I NAČINI FINANCIRANJA DEFICITA NA TEKUĆEM RAČUNU

Značajan rast inozemnog duga usko je povezan s pogoršanjem još jednoga vitalnoga makroekonomskog pokazatelja – salda na tekućem računu platne bilance. Naime, visoke stope rasta plasmana banaka domaćim sektorima, a poglavito sektoru stanovništva, odrazile su se na snažan rast osobne potrošnje kojom su većinom kupovana uvozna dobra. Nerazmjer između robnog izvoza i uvoza doveo je do snažnog pogoršanja vanjskotrgovinskog deficita, a time i pogoršanja deficita na tekućem računu platne bilance Republike Hrvatske. Deficit po tekućim transakcijama tako se u razdoblju od 1998. do 2004. godine kretao u prosjeku oko 5,8% BDP-a, dok je u 2005. godini on dosegao 6,3% BDP-a.

Slika 12. Robni izvoz, uvoz i vanjskotrgovinski saldo



Izvori: DZS; HNB

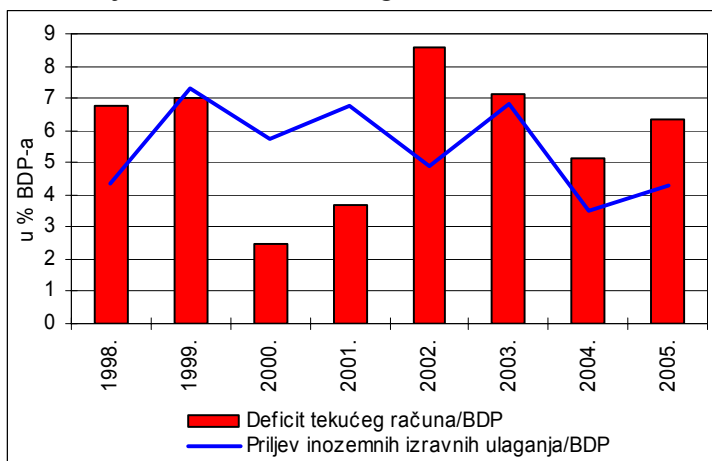
Uz vanjskotrgovinski deficit, rastu deficita na tekućem računu pridonosi i **manjak na računu faktorskih dohodaka**⁹. Pritom na rast deficita s ove osnove izravno utječe rast inozemnog duga, odnosno servisiranje dospjelih obveza po kamatama na kredite koje su domaći sektori uzeli u inozemstvu, odnosno kamata po obveznicama izdanim u inozemstvu. Što je inozemni dug veći, rastu obveze servisiranja kamata na glavnice inozemnog duga, čime se produbljuje neravnoteža (manjak) na ovome računu.

S druge strane, **račun kapitalnih i financijskih transakcija** platne bilance Republike Hrvatske **pokazuje kako se manjak na računu tekućih transakcija financira**. Pri analizi kretanja na financijskome računu treba razlučiti dvije fundamentalne kategorije: **inozemna izravna ulaganja**, koja najvećim dijelom ne generiraju inozemni dug, te **portfeljna (obveznice) i ostala ulaganja** (kredit, trgovinski kredit i depoziti), koja odražavaju promet inozemnog duga jer platna bilanca bilježi transakcije između nerezidenata i rezidenata.

⁹ Račun dohotka obuhvaća naknade zaposlenima te dohotke od izravnih, portfeljnih i ostalih ulaganja.

Sredinom 1990-ih glavni izvor priljeva kapitala u Hrvatsku bila je repatrijacija deviza stanovništva, odnosno vraćanje devizne štednje iz inozemstva u domaći bankarski sustav. Nakon početka usporavanja repatrijacije deviza stanovništva (1997.) počinje rasti zaduživanje u inozemstvu. Postizanje sporazuma o reprogramiranju duga s Pariškim i Londonskim klubom i stjecanje kreditnog rejtinga omogućilo je državi, bankama i domaćim poduzećima pristup inozemnim tržištima kapitala. S intenziviranjem procesa privatizacije poduzeća u državnom vlasništvu krajem 1990-ih, inozemna izravna ulaganja postaju sve važniji izvor financiranja deficita na tekućem računu. Inozemna izravna ulaganja obično se smatraju najstabilnijim oblikom priljeva jer su vođena dugoročnim promišljanjima i interesima ulagača, koji se u slučaju eventualnih kriza rjeđe povlače iz zemlje. Od ostalih pozitivnih učinaka inozemnih izravnih ulaganja mogu se spomenuti transfer tehnologije i drugih oblika tehnološki naprednih znanja i vještina. Iako se veliki dio deficita na tekućem računu u Hrvatskoj u pojedinim godinama financirao priljevom inozemnih izravnih ulaganja (vidi Sliku 13.), oni su u znatnoj mjeri bili potaknuti privatizacijom poduzeća u uslužnom sektoru (poglavito u bankarstvu i telekomunikacijama). Samo manji dio izravnih ulaganja usmjeren je u tzv. *greenfield* ulaganja, odnosno osnivanje poduzeća čiji bi se proizvodi u budućnosti mogli ponuditi kao hrvatski izvozni proizvodi i tako umanjiti neravnotežu između hrvatskog izvoza i uvoza. Također treba istaknuti da će se, kako se proces privatizacije bude privodio kraju, sve manji dio deficita na tekućem računu moći financirati ovim oblikom priljeva kapitala. Istodobno se u budućnosti očekuje rast izravnih vlasničkih ulaganja koja nisu povezana s privatizacijskim projektima, što odražava činjenicu da su otvoreni pregovori o pristupanju Hrvatske Europskoj uniji, pri čemu bi usklađivanje pravnih propisa RH s pravnom stečevinom EU i provedba nužnih reformi trebali povećati atraktivnost Hrvatske za strane ulagače. U mjeri u kojoj će Hrvatska privući takva izravna vlasnička ulaganja olakšat će se teret financiranja deficita na tekućem računu, odnosno umanjiti potreba za oslanjanjem na inozemno zaduživanje.

Slika 13. Deficit na tekućem računu i priljev inozemnih izravnih ulaganja u razdoblju od 1998. do 2005. godine



Izvor: HNB

3.2. ODRŽIVOST DEFICITA NA TEKUĆEM RAČUNU

Ne postoji jedna općeprihvaćena razina deficita na tekućem računu iznad koje bi se deficit smatrao neodrživim, a i ne znači da će se zemlja uz takvu razinu deficita zasigurno suočiti s krizom platne bilance. Kao što je već spomenuto, u razdoblju od 1998. do 2004. godine prosječni deficit na tekućem računu u Hrvatskoj iznosio je 5,8% BDP-a. U odnosu na zemlje usporedivih ekonomskih značajki, veći prosječni deficit u promatranom razdoblju ostvarila je jedino Mađarska, dok se podjednaki deficiti bilježe u Bugarskoj i Slovačkoj. Sve ostale odabrane zemlje imaju znatno niže deficite na tekućem računu.

Tablica 9. Saldo na tekućem računu platne bilance odabranih zemalja, u % BDP-a

	1998.	1999.	2000.	2001.	2002.	2003.	2004.	Prosjek razdoblja
HRVATSKA	-6,8	-7,0	-2,5	-3,7	-8,6	-7,1	-5,1	-5,8
Češka	-2,1	-2,5	-4,9	-5,4	-5,7	-6,3	-5,2	-4,6
Mađarska	-4,9	-7,8	-8,5	-6,1	-7,1	-8,7	-8,8	-7,4
Poljska	-4,0	-7,4	-5,8	-2,8	-2,6	-2,1	-4,1	-4,1
Slovenija	-0,6	-3,3	-2,8	0,2	1,5	-0,3	-2,1	-1,1
Slovačka	-9,6	-5,7	-3,5	-8,4	-8,0	-0,9	-3,5	-5,6
Bugarska	-0,4	-5,1	-5,5	-7,3	-5,6	-8,5	-7,5	-5,7
Rumunjska	-6,9	-4,0	-3,7	-5,5	-3,3	-5,5	-8,4	-5,3
Turska	1,0	-0,8	-4,9	2,4	-0,9	-3,3	-5,2	-1,7

Izvori: Eurostat; DZS; HNB

Osim što je Hrvatska ostvarila nešto veći deficit na tekućem računu u usporedbi s prosjekom promatranih zemalja, dodatno se nameće pitanje strukture njezina deficita. Naime, zemlje s jačim izvoznim sektorom mogu lakše servisirati inozemni dug jer je za otplatu duga potrebno izdvojiti manji dio ukupnih deviznih priljeva ostvarenih izvozom robe i usluga. Prema udjelu uvoza robe i usluga izraženom u postotku BDP-a Hrvatska je otprilike na razini prosjeka promatranih zemalja, dok prema relativnom pokazatelju izvoza robe i usluga blago zaostaje. Istodobno, Hrvatska se ističe kao predvodnica u izvozu usluga, ali i kao zemlja s najnepovoljnijim rezultatima kad je riječ o samome robnom izvozu (izuzevši Tursku).

Tablica 10. Prosječni izvoz robe i usluga odabranih zemalja od 1998. do 2004. godine, u % BDP-a

	IZVOZ			UVOZ		
	Roba	Usluge	Roba i usluge	Roba	Usluge	Roba i usluge
HRVATSKA	22,6	23,4	46,0	43,9	10,0	53,8
Češka	51,7	10,8	62,4	55,2	9,0	64,2
Mađarska	54,1	11,6	65,7	58,4	10,0	68,5
Poljska	23,4	5,3	30,7	28,6	4,9	34,2
Slovenija	45,5	9,8	55,3	49,1	7,5	56,7
Slovačka	58,8	10,6	69,4	65,2	9,4	74,6
Bugarska	36,4	15,6	52,0	46,3	12,4	58,7
Rumunjska	27,3	4,5	31,8	33,5	5,0	38,6
Turska	19,4	9,0	29,1	25,7	4,2	30,4

Izvori: Eurostat; DZS; HNB

Nastavljajući se na pitanje robnoga izvoza, u radovima koji se bave pitanjem vanjske konkurentnosti Hrvatske, često se, uz dinamičan rast robnog uvoza koji je poglavito generiran potražnjom za proizvodima široke potrošnje, ističe činjenica da Hrvatska blago, ali postupno gubi svoj tržišni udio na tržištu EU, što se može objasniti nedostatnom podudarnosti i slabom usklađenosti strukture hrvatskog izvoza sa strogim zahtjevima tržišta EU. Uzroke nezadovoljavajućih rezultata u robnoj razmjeni treba, između ostaloga, tražiti u relativno malim investicijama u nove izvozne proizvode zasnovane na znanju i tehnologiji, ali i nizu ostalih činitelja koje vezujemo uz konkurentnost u sferi užeg i šireg poslovnog okružja (nedostatak "zahtjevnijega" domaćeg tržišta, plitki industrijski klasteri) te samoga sektora poduzeća (kvaliteta upravljanja). Isto tako valja spomenuti kako Hrvatska još uvijek nije članica Paneuropskog sustava kumulacije podrijetla robe, što je djelomice prepreka hrvatskome robnom izvozu.

U nadolazećem srednjoročnom razdoblju nastavak integracijskih procesa s Europskom unijom trebao bi se povoljno odraziti na ostvarenje hrvatskoga robnog izvoza, čemu bi trebao pripomoći očekivani nastavak restrukturiranja domaćih poduzeća i daljnje povećanje proizvodnosti rada. Također se očekuje nastavak, odnosno daljnji rast prihoda od usluga pruženih u turizmu, kao rezultat povećanja smještajnih kapaciteta, produljenja turističke sezone te očekivanog nastavka ulaganja u promotivne aktivnosti i predstavljanja Hrvatske na inozemnim tržištima. S obzirom na navedeno, u onoj mjeri u kojoj uz rast prihoda od turizma budu rasli i prihodi od izvoza robe, manjak na tekućem računu platne bilance postupno će se sve bolje uklapati u dugoročno održive okvire. S druge strane, bude li nastavljena dosadašnja dinamika rasta hrvatskog neto robnog uvoza, teško je očekivati značajnije korekcije vanjske neravnoteže u tekućim transakcijama Hrvatske s inozemstvom u bliskoj budućnosti.

3.3. OCJENA MOGUĆIH UČINAKA DEPRECIJACIJE TEČAJA KUNE PREMA EURU NA HRVATSKO GOSPODARSTVO

Kod pitanja konkurentnosti hrvatskoga robnog izvoza zna se isticati i pitanje tečajne politike središnje banke, pri čemu se navodi da je tečaj kune prema euru precijenjen. Potrebno je spomenuti da tečaj kune prema euru određuju silnice i na strani ponude i na strani potražnje na deviznome tržištu, pri čemu središnja banka intervenira samo na naglašene kratkoročne oscilacije tečaja. Iako bi slabiji tečaj kune vjerojatno mogao utjecati na cjenovnu konkurentnost hrvatskih proizvoda na inozemnim tržištima nakon određenog razdoblja, pitanje konkurentnosti najvećim dijelom ipak ovisi o strukturnim nedostacima hrvatskoga gospodarstva. Istodobno, brojni zagovornici deprecijacije tečaja kune pridaju nedovoljnu važnost jednoj od fundamentalnih značajki hrvatskoga gospodarstva, imanentnoj samom gospodarstvu, a to je visok stupanj euroizacije.

Naime, unatoč tome što su u posljednjih desetak godina zabilježene stope inflacije u Hrvatskoj bile među najnižim u odnosu na zemlje usporedivih ekonomskih značajki, inozemna se valuta tijekom cijelog razdoblja koristila kao dominantno sredstvo očuvanja vrijednosti financijske imovine. Razloge tomu treba tražiti u teškim ekonomskim posljedicama inflacije iz daljnje ekonomske prošlosti Hrvatske, koje su rezultirale obezvrjeđivanjem ili gotovo potpunim gubitkom vrijednosti novčane imovine. Zbog spomenutih razloga, ali i zbog činjenice da je većina financijskih obveza ekonomskih subjekata u Hrvatskoj izravno ili neizravno vezana uz tečaj, svaka naglašenija promjena vrijednosti domaće valute bila bi praćena i znatnim troškovima. Na tome bi tragu svaki

prijedlog promjene vrijednosti domaće valute u kontekstu poboljšanja ukupne gospodarske aktivnosti (prije svega konkurentske pozicije izvoznika) trebao ponuditi sveobuhvatnu analizu učinaka ukupnih promjena. Problem pritom predstavlja ekonomski znanstveno utemeljeno kvantificiranje neto učinaka znatnije promjene tečaja, odnosno istodobno prebijanje pozitivnih učinaka na kretanje izvoza s negativnim učincima na kretanja uvoza robe i usluga, ali i, možda još važnije, učincima deprecijacije na devizne i indeksirane kunske depozite domaćih sektora i njihove istovrsne kredite kod banaka te mogućnosti daljnjeg urednog izvršavanja deviznih ili indeksiranih kunskih obveza.

Utjecaj deprecijacije tečaja kune prema euru na vanjskotrgovinski saldo proizlazi iz činjenice da promjena tečaja utječe na promjenu odnosa domaćih i inozemnih cijena, odnosno na promjenu inozemne potražnje za domaćim proizvodima i na promjenu domaće potražnje za uvoznim proizvodima. Pritom se naglašava Marshall-Lernerov teorem, prema kojem će devalvacija domaće valute imati pozitivan utjecaj na vanjskotrgovinsku bilancu pojedine zemlje ako je zbroj elastičnosti potražnje za izvozom pojedine zemlje i njezine potražnje za uvozom veći od 1.

U svojem radu o determinantama vanjskotrgovinskih tokova RH, Mervar (2003.) je ekonometrijskim putem nastojala ocijeniti dohodovnu i cjenovnu elastičnost hrvatskog izvoza te uvoza. Rezultati rada pokazuju da relativne cijene, aproksimirane indeksom realnoga efektivnog tečaja, nemaju znatnu ulogu u determiniranju izvoza (ocjena dugoročne cjenovne elastičnosti za robni izvoz iznosi samo 0,1), dok je njihov utjecaj nešto naglašeniji kod uvoza robe (1,7). Drugim riječima, deprecijacija domaće valute dugoročno bi mogla samo neznatno pridonijeti intenziviranju rasta hrvatskoga robnog izvoza, dok bi robni uvoz bio nešto jače korigiran. Ipak, zbog postojanja različitih ograničenja, poput nedovoljno dugih vremenskih serija i učestalih metodoloških promjena, dobivene rezultate potrebno je interpretirati s velikim oprezom.

Ekonomska teorija i rezultati brojnih stručnih radova također ukazuju na činjenicu da deprecijacija tečaja u kratkom roku obično rezultira pogoršanjem vanjskotrgovinske bilance (tzv. J-krivulja), na što prije svega utječe dužina roka na koji su se sklopili ugovori, pa navike potražnje i sl. Kada je riječ o Hrvatskoj, u stručnome radu Stučke (2003.) pokazano je da bi se, zbog 1%-tne trajne deprecijacije domaće valute, kratkoročno pogoršanje trgovinskog deficita kao posljedica učinka J-krivulje moglo kretati između 2% i 3,3%. S druge strane, tek nakon približno 2,5 godine moglo bi doći do poboljšanja trgovinske bilance, a kvantifikacije pokazuju da bi se poboljšanje kretalo u granicama između 0,9% i 1,3%.

Iz dosada spomenutoga razvidno je da je iznimno teško ponuditi odgovor o učincima deprecijacije tečaja na vanjskotrgovinsku bilancu koji bi uključivao dinamičku komponentu. Za potrebe ove analize inozemne zaduženosti stoga je napravljena vrlo pojednostavljena simulacija kojom se pokušalo izračunati trenutačne učinke deprecijacije tečaja kune prema euru od 10% na uzorku za 2005. godinu. Statički pristup pokazuje da bi hrvatski izvoznici robe i usluga u 2005. godini, *ceteris paribus*, dobili 11,3 mlrd. kuna više, dok bi vlasnici deviznih i kunskih depozita uz valutnu klauzulu na kraju 2005. godine bili bogatiji za 10,0 mlrd. kuna. S druge strane, uvoznici robe i usluga morali bi platiti 12,9 mlrd. kuna više, dug domaćih sektora prema poslovnim bankama u Hrvatskoj bio bi veći za 12,2 mlrd. kuna, a inozemne obveze države i poduzeća porasle bi za 12,0 mlrd. kuna. Ova pojednostavljena analiza, koja, vrijedi još jednom ponoviti, počiva na brojnim ograničenjima, upućuje na zaključak da bi neto učinak inicijalne deprecijacije tečaja kune prema euru od 10% u Hrvatskoj bio izrazito negativan i kretao bi se oko 15,8 mlrd. kuna ili približno 7% BDP-a za 2005. godinu.

Tablica 11. Učinak 10%-tne deprecijacije domaće valute na financijsku poziciju domaćih sektora u 2005. godini izveden aproksimativno-statičkim pristupom, u milijunima kuna

	Početna pozicija	Pozicija uz deprecijaciju od 10%	Promjena
Vrijednost izvoza robe i usluga	113.190,9	124.510,0	11.319,1
Vrijednost uvoza robe i usluga	129.217,3	142.139,0	12.921,7
Razlika	-	-	-1.602,6
Stanje deviznih depozita i kunskih depozita uz valutnu klauzulu	100.186,3	110.205,0	10.018,6
Stanje deviznih kredita i kunskih kredita uz valutnu klauzulu	121.628,4	133.791,3	12.162,8
Razlika	-	-	-2.144,2
Stanje inozemnog duga države i poduzeća	120.230,8	132.253,9	-12.023,1
Ukupan neto učinak	-	-	-15.769,9

Napomena: Vrijednosti tokova odnose se na cijelu, a stanja na kraj 2005. godine.

Izvor: HNB

Promatrajući moguće utjecaje deprecijacije tečaja kune prema euru po pojedinim sektorima, valja reći da bankarski sustav u cjelini nije izložen valutnom riziku, barem ne izravno, što potvrđuju pokazatelji dopuštene izloženosti banaka izravnom valutnom riziku koje propisuje središnja banka, pa stoga on nije uključen u Tablicu 11. Međutim, poslovne banke izložene su indirektnom valutnom riziku preko svojih komitenata kojima su odobrile kredite uz valutnu klauzulu, dok se primanja tih njihovih klijenata najvećim dijelom ostvaruju u domaćoj valuti (više o tome u poglavlju Kreditna aktivnost banaka i rizici koji je prate). Nameće se stoga pitanje kakvi bi bili učinci deprecijacije na poslovne rezultate i teret otplate klijenata domaćih poslovnih banaka.

Mogući utjecaj deprecijacije kune na poslovne rezultate poduzetnika i na teret otplate duga stanovništva može se aproksimirati na osnovi podataka o poslovanju poduzetnika, obveznika financijskog izvještavanja (Fina) i DZS-ovih anketnih podataka o kućanstvima¹⁰. Prema tim podacima neto agregirani prihodi poduzetnika za 2004. godinu (nekonsolidirani) iznosili su 13,6 mlrd. kuna¹¹. Pod pretpostavkom 10%-tne deprecijacije kune, odnosno odgovarajućeg rasta njihovih inozemnih prihoda i rashoda, neto prihodi poduzetnika iznosili bi 9,1 mlrd. kuna, tj. bili bi za jednu trećinu ili 2,1% BDP-a manji. Prosječni teret otplate duga stanovništva u 2004. godini iznosio je 6%, a predstavlja omjer između otplate glavnice i kamata na zajmove i kredite (6 mlrd. kuna) i njihova raspoloživog dohotka, koji je u 2004. godini iznosio 100 mlrd. kuna. Ako pretpostavimo da su sva primanja kućanstava bila u kunama, a da su im ukupne obveze u cijelosti bile vezane uz valutnu klauzulu, 10%-tna deprecijacija rezultirala bi rastom tereta otplate duga stanovništva za 0,6%-tnih bodova ili za 596 mil. kuna u 2004., pa bi se preostali bruto raspoloživi dohodak stanovništva smanjio za 0,3% BDP-a.

Još je nekoliko činitelja koji bi se zbog deprecijacije kune prema euru mogli negativno odraziti na stabilnost domaćega gospodarstva. Prvo, moguće je "prelijevanje" deprecijacije domaće valute na inflaciju (tzv. *pass-through*), pri čemu bi rast domaćih cijena mogao utjecati na aprecijaciju realnog tečaja. U uvjetima relativno visoke uvozne ovisnosti domaće proizvodnje ne može se zanemariti ni

¹⁰ Osnovne karakteristike potrošnje i primanja kućanstava od 2002. do 2004. godine iz Ankete br. 13.2.1. od 30.6.2005.

¹¹ Ukupni prihodi iznosili su 484,1 mlrd. kuna, a ukupni rashodi 470,5 mlrd. kuna.

mogući utjecaj deprecijacije kune na rast uvoznih cijena intermedijarnih proizvoda. Isto tako, rast uvoznih i izvoznih cijena može dovesti do pogoršanja domaćega realnog dohotka, a preusmjeravanje resursa iz sektora nerazmjenljivih u sektor razmjenljivih dobara do rasta jaza između plaća u tim sektorima. Ujedno, s obzirom da bi se zbog deprecijacije kune znatno povećao teret plaćanja inozemnih obveza države (uključujući i domaće obveze vezane uz valutnu klauzulu), smanjenje državne potrošnje, do koje bi došlo kako bi se osigurala sredstva za uredno izvršavanje povećanih obveza, moglo bi imati negativne posljedice na cijelo gospodarstvo.

4. STABILIZIRANJE INOZEMNOG DUGA RH

Iako je u razmatranju relativnih pokazatelja i pokazatelja toka inozemne zaduženosti već spomenuto da ne postoje univerzalne granice koje bi upućivale na prag iza kojeg neizbježno slijedi dužnička kriza i razorne ekonomske posljedice za zemlju koja nije na vrijeme obuzdala rast svojega inozemnog duga, nedvojbeno je da **dinamika kojom inozemni dug Hrvatske u proteklih nekoliko godina raste nije ekonomski održiva**. Središnja je banka svjesna toga, kao i činjenice da se može vrlo teško i samo privremeno ograničiti priljev kapitala izravno u poduzeća, pa posljednjih nekoliko godina pokušava nizom mjera usporiti rast inozemnog zaduživanja domaćih poslovnih banaka, pri čemu te mjere ne smiju ugroziti nastavak pozitivnih trendova u realnom sektoru gospodarstva.

4.1. MJERE HNB-a ZA USPORAVANJE DOMAĆE KREDITNE EKSPANZIJE FINANCIRANE INOZEMNIM ZADUŽIVANJEM BANAKA U 2003. I 2004.

Na kraju prosinca 2002. krediti banaka odobreni stanovništvu bili su za 43%, a poduzećima za 22,7% veći nego na kraju prosinca 2001. godine. Ukupni godišnji porast kredita, odobrenih stanovništvu i poduzećima, u 2002. godini iznosio je 21,6 mlrd. kuna ili 31,2%. Istodobno su depozitni novac te štedni i devizni depoziti kod banaka porasli zajedno samo za 9 mlrd. kuna ili 9,2%, pa je rast plasmana, koji nije mogao biti financiran priljevom depozita, financiran iznimno snažnim povećanjem sredstava inozemne pasive banaka. Inozemne obveze banaka porasle su u 2002. godini za 13,2 mlrd. kuna ili 60,2%, a banke su istodobno još smanjile svoju inozemnu aktivu, tj. svoja sredstva u inozemstvu, za 6,8 mlrd. kuna ili 20,8%. Takva snažna kretanja kreditnih i monetarnih agregata potaknula su HNB na donošenje energičnih mjera za usporavanje nagloga kreditnog rasta banaka, koji je bio financiran zapravo neograničenim inozemnim izvorima sredstava. Savjet HNB-a na svojoj je sjednici 15. siječnja 2003. ocijenio da bi nastavak takve kreditne ekspanzije, u situaciji u kojoj ne postoji potpuna kontrola nad proračunskim manjkom i nad deficitom na tekućem računu platne bilance, mogao narušiti makroekonomsku stabilnost zemlje.

Na temelju očekivanoga gospodarskog rasta i očekivanog rasta ukupnih likvidnih sredstava banaka u 2003. godini rukovodstvo središnje banke ocijenilo je da bi već i rast plasmana banaka nebankarskom sektoru u 2003. godini po godišnjoj stopi od 16% bio dovoljan da podrži daljnji gospodarski rast. Uz takvu stopu rasta kredita inozemna pozicija države i ostvarena

makroekonomska stabilnost ne bi se dalje pogoršavale. U skladu s takvim zaključcima guverner HNB-a donio je 15. siječnja 2003. dvije odluke, kojima su uvedene nove mjere monetarne i devizne politike namijenjene ograničavanju kreditne ekspanzije banaka (NN, br. 10/2003.).

Prva od dvije odluke, **Odluka o obveznom upisu blagajničkih zapisa HNB-a** ili "odluka o 16%", obvezivala je banke kod kojih plasmani nebankarskom sektoru prebrzo rastu u jednom tromjesečju, da nakon svršetka tog tromjesečja upišu obvezne blagajničke zapise HNB-a na rok od 91 dana. Prebrzi rast plasmana pokazivala je ostvarena stopa rasta kredita koja je bila viša od 4% na kraju prvoga, 8% na kraju drugoga, 12% na kraju trećega, odnosno viša od 16% na kraju četvrtoga tromjesečja, u odnosu prema kraju prethodne godine. Banka je morala upisati obvezne blagajničke zapise HNB-a u vrijednosti dvostrukog iznosa prekomjerno odobrenih kredita, tj. rasta njezinih plasmana koji je prekoračio propisanu stopu. Drugom odlukom, **Odlukom o minimalno potrebnim deviznim potraživanjima** ili "odlukom o 35%", bankama je bilo propisano da u likvidnim inozemnim deviznim potraživanjima dnevno održavaju barem 35% vrijednosti svojih izvora deviznih sredstava, koji ulaze u osnovicu za obračun obvezne pričuve.

Mjere HNB-a bile su koncipirane tako da preko mehanizma dobiti djeluju na banke. Neto povrat na nove plasmane nebankarskom sektoru trebao je biti to manji što je bilo veće prekoračenje utvrđenih tromjesečnih stopa rasta plasmana, odnosno što je udio deviznih/inozemnih izvora u ukupnim izvorima banaka bio veći. Također, mjere su trebale djelovati heterogeno, kako bi najsnažnije djelovale na one banke čija je poslovna politika najviše ugrožavala namjeru središnje banke da u 2003. godini rast plasmana bude umjeren, a kontinuitet inozemne likvidnosti nastavljen.

Prema podacima za kraj 2003. godine mjerama HNB-a ostvarene su njezine namjere. Znatno se smanjila godišnja stopa rasta ciljanih plasmana domaćih banaka privatnom nefinancijskom sektoru, sa 33,6% na kraju 2002. na 11,3% na kraju 2003.¹² Povećala se i devizna likvidnost banaka, kako je ona definirana "odlukom o 35%", te je porasla sa 31% krajem 2002. na 38% krajem 2003. godine.

Međutim, mjere HNB-a nisu uspjele spriječiti nastavak nepovoljnih kretanja u vanjskoj poziciji zemlje. Snažan neto porast inozemnog duga svih domaćih sektora, a posebice banaka, tijekom 2003. godine doveo je do najvećeg godišnjeg neto porasta ukupnoga hrvatskog inozemnog duga do tada, kako u apsolutnom tako i u relativnom smislu (u odnosu na BDP). Štoviše, oko polovice iznosa neto porasta ukupnoga inozemnog duga ostvarenog u 2003. godini, izraženog u kunama, odnosilo se na neto porast inozemnog duga banaka, koji je na kraju 2003. bio gotovo dvostruko veći nego na kraju 2002. i gotovo osam puta veći nego na kraju 2001. godine.

Najvjerojatniji uzrok ovakvog kretanja bila je činjenica da je bankama domaće financiranje bilo dovoljno samo za ostvarivanje planiranog rasta plasmana nefinancijskom sektoru, a ne i za financiranje dodatne devizne likvidnosti banaka radi usklađivanja s "odlukom o 35%". Međutim, banke nisu željele promijeniti svoje politike sve nižih kamatnih stopa i sve blažih uvjeta za utvrđivanje kreditne sposobnosti dužnika, posebice u segmentu kreditiranja stanovništva, koje je tek postajalo novo i vrlo profitabilno područje tržišnog nadmetanja banaka. Stoga su banke za financiranje ostalih potreba, uključujući i potrebu udovoljavanja monetarnim mjerama, posegnule

¹² Ostvareni rast ciljanih plasmana, kako su oni definirani Odlukom o 16%, u 2003. godini stvarno je iznosio 11,3%. No, budući da za prethodne godine nisu raspoloživi podaci o njihovom rastu, promatran je rast bliskog supstituta, koji je u 2003. godini porastao za 9,8%. Taj supstitut čine plasmani iz "odluke o 16%" prije uvećanja za prenesena potraživanja i prije umanjavanja za kredite iz sredstava HBOR-a.

za sredstvima iz dodatnog, inozemnog, zaduživanja. Kretanja su rezultirala time da su plasmani obuhvaćeni "odlukom o 16%" u 2003. godini porasli za 11,3%, pri čemu su krediti odobreni sektoru stanovništva porasli čak za 28%.

Prema proračunu koji je bio proveden tijekom 2004. godine, postotni porast inozemnih obveza banaka u 2003. godini mogao je biti za 79% manji da su banke kreditnu ponudu stanovništvu spustile na razinu koja bi omogućila 16%-tni rast tih kredita tijekom godine, što je bio cilj monetarnih vlasti za 2003. godinu. Provedena analiza upozorila je i na to da su se banke prilagođavale mjerama HNB-a restrukturiranjem plasmana obuhvaćenih "odlukom o 16%". Raščlamba plasmana obuhvaćenih tom odlukom pokazala je da se ta prilagodba odvijala uglavnom pomoću relativnog smanjenja portfelja rizičnih vrijednosnica i pomoću vrlo malog relativnog povećanje klasičnih izvanbilančnih stavki¹³, čime je bio stvoren prostor za porast plasmana, prvenstveno sektoru stanovništva. Uz to bilo je ostvareno neočekivano veliko usporavanje rasta kredita banaka domaćim trgovačkim društvima, koje se sa 32% u 2002. godini smanjilo na 9% u 2003. godini, znatno ispod razine od 16%.

Drugi modalitet prilagođavanja mjerama HNB-a bio je također zaokret banaka ka kunkskim izvorima financiranja, kako bi se ublažio utjecaj "odluke o 35%" na cijenu financiranja banaka. Tijekom 2003. godine snažno se intenzivirao trend povećanja udjela kunkskih u ukupnim oročenim depozitima i primljenim kreditima, što se odrazilo i na pasivne kamatne stope banaka na kunske izvore sredstava, koje su se osjetno povećale u drugom dijelu te godine. Došlo je do dotad nezabilježenog porasta oročenih kunkskih depozita i primljenih kredita s valutnom klauzulom. Tako je prvi put u deset godina rast kunkskih oročenih depozita i primljenih kredita (s valutnom klauzulom i bez nje) nadmašio rast deviznih oročenih depozita i kredita u izvorima banaka.

Konačno, banke su se prilagođavale mjerama HNB-a i prebacivanjem kreditnih poslova na vlasnički povezana poduzeća. Iako su bankovni krediti ostali uvjerljivo najvažniji izvor financiranja privatnog sektora, a posebice njegova podsektora stanovništva, tijekom 2002. i 2003. godine značajno je ojačala uloga poduzeća koja nude lizing te uloga izravnoga inozemnog zaduživanja domaćih poduzeća. Vlasnici najvećih poduzeća za lizing mahom su postali vlasnici domaćih banaka – strane banke. Slijedom navedenoga, pri ocjeni učinaka mjera HNB-a za usporavanje kredita domaćem nefinancijskom privatnom sektoru tijekom 2003. godine, nužno je ocijeniti i porast ponude nebankovnih izvora financiranja. U tom smislu pad stope rasta plasmana nefinancijskom sektoru, koji uključuju plasmane domaćih i inozemnih banaka te plasmane poduzeća za lizing, s približno 26% u 2002. na 18% u 2003. godini, može se smatrati uspjehom mjera monetarne politike, ukoliko se u takvom padu ne ogleda sama korekcija prethodno nabujale potražnje za kreditima, koja je bila djelomično suspregnuta slabijom kreditnom ponudom banaka u prethodnom razdoblju.

Nažalost, uspjeh mjera monetarne politike u 2003. godini bio je znatno izraženiji kod kredita poduzećima nego kod kredita stanovništvu. Taj uspjeh kod sektora poduzeća ne umanjuje ni uključivanje kredita koje su plasirala poduzeća za lizing. Mjere HNB-a koje su omogućile ovo usporavanje ukupne domaće kreditne aktivnosti sa sobom su donijele i pozitivna kretanja u valutnoj strukturi pasive banaka. Njezin se kunkski dio u 2003. godini povećao u iznosu približno jednakom iznosu povećanja deviznog dijela, što u relativnom smislu čini znatno veće povećanje kunske

¹³ Klasične izvanbilančne stavke čine: garancije, akreditivi, mjenice i obveze financiranja uključujući odobrene, a neiskorištene kreditne linije.

komponente pasive banaka. S druge strane, smanjenje rasta kredita banaka nefinancijskom privatnom sektoru nije dovelo do poboljšanja vanjske pozicije zemlje. Naprotiv, u 2003. godini došlo je do nezabilježeno snažnog porasta inozemnog zaduživanja svih domaćih sektora.

Dakle, do kraja 2003. godine usporavanje kreditnog rasta banaka nije donijelo i očekivanu stabilizaciju relativne veličine inozemnog duga zemlje. Također, taktike banaka za zaobilaženje monetarnih mjera znatno su umanjile djelotvornost "odluke o 16%", pa se ona nakon 2003. više nije primjenjivala. S druge strane, "odluka o 35%", koja je osigurala bankama jastuk devizne likvidnosti za slučaj neočekivanih kapitalnih odljeva, postigla je svoj cilj, pa je ostala na snazi i nakon 2003. Zbog toga je sredinom 2004. godine HNB analizirao dodatne mjere koje bi mogao uvesti radi usporavanja inozemnog zaduživanja banaka.

Te analize počivale su na pretpostavci da inozemni dug raste zbog razlike u kamatnim stopama između nižih inozemnih i viših domaćih kamatnih stopa. Razlika između kamatnih stopa u prvom je redu realni, a ne monetarni fenomen: kapital je u Hrvatskoj relativno oskudniji nego u inozemstvu, očekuje se postupno približavanje i pridruživanje Hrvatske Europskoj uniji, a ujedno je i gospodarski rast u Hrvatskoj veći nego u EU, što sve zajedno privlači inozemni kapital u Hrvatsku. Budući da se ne radi o monetarnom nego o realnom fenomenu, smatralo se da bi konvencionalne mjere monetarne politike mogle imati vrlo male, možda i nikakve učinke.

Nadalje, utvrđeno je da su inozemnim financiranjem domaćih plasmana hrvatske banke u vlasništvu stranih banaka ostvarivale značajnu dobit na račun velike razlike između kamatnih stopa koje te banke plaćaju na izvore sredstava u inozemstvu i kamatnih stopa po kojima ta sredstva plasiraju na domaćem tržištu. Primjerice, u 2003. i 2004. godini domaće banke u vlasništvu stranih banaka zaduživale su se kod svojih banaka majki (ili drugih stranih banaka s kojima su vlasnički povezane preko banke majke) po prosječnoj kamatnoj stopi jednakoj 6-mjesečnom EURIBORU uvećanom za 0,40 do 1,50 postotnih bodova (2,5% do 4%). Istodobno, vagane kamatne stope ostvarene na kunske kredite sektoru stanovništva i sektoru poduzeća kretale su se od 9,85% do 11,5%.

HNB je razmotrio moguće učinke sljedećih mjera: promjene instrumenta obvezne pričuve i minimalne devizne likvidnosti, uvođenja kapitalskih kontrola i granične obvezne pričuve te povećanja stope adekvatnosti kapitala putem dodatnih rezervacija za izloženost klijenta banke valutnom riziku. Rezultati analize pokazali su da bi najveći učinak na usporavanje inozemnog zaduživanja banaka trebalo imati uvođenje granične obvezne pričuve, mjere koju odlikuje spoj poželjnih značajki obvezne pričuve, minimalne devizne likvidnosti i kapitalskih kontrola. **Granična obvezna pričuva** je neremunerirani obvezni devizni depozit položen na neodređeni rok na devizni račun kod središnje banke. Iznos depozita određuje se kao postotak od osnovice koju čini kumulativni porast inozemne pasive banke u odnosu na bazno razdoblje.

Prednosti granične obvezne pričuve pred ostalim mogućim mjerama činile su se višestruke. Prvo, kako cilja samo na porast inozemne pasive, a ne na njezino stanje, mjera je vrlo izravna, što olakšava ocjenu njezine djelotvornosti. Drugo, zadržavanje depozita na računu kod središnje banke onemogućilo bi u prošlosti uobičajene jednostavne taktike zaobilaženja "odluke o 35%". Treće, neodređeni rok trajanja ove mjere omogućuje središnjoj banci kontrolu nad neto inozemnim zaduživanjem banaka dok god ona procjenjuje da postoje pritisci da se ono povećava. I četvrto, promjenom postotka izdvajanja granične obvezne pričuve središnja banka može fino prilagoditi mjeru kako bi ona postigla optimalni učinak, a da istodobno ne dođe do neželjenih posljedica koje često rezultiraju prilagođivanjem šire definiranih klasičnih oblika obvezne pričuve.

Da bi granična obvezna pričuva postigla navedene učinke, bilo je potrebno odrediti optimalni postotak izdvajanja. Uzimajući kao zadane postojeće mjere i instrumente monetarne politike HNB-a, kao i njezine prethodno opisane ciljeve, te na temelju podataka o relevantnim kamatnim stopama, određen je postotak izdvajanja od 24%, tako da uvjet minimalne devizne likvidnosti (35%) na porast inozemne pasive banaka bude u potpunosti zadovoljen sredstvima izdvojenim na račun devizne obvezne pričuve (11%) i na račun granične obvezne pričuve kod središnje banke (24%). Dakle, u početku je utjecaj GOP-a na likvidnost banaka bio neutralan. Međutim, sam oblik te mjere upućivao je dovoljno jasan signal bankama da je HNB spreman bez oklijevanja reagirati na nepovoljna kretanja u inozemnoj pasivi banaka povećanjem stope izdvajanja GOP-a iznad neutralne razine od 24%.

4.2. MJERE HNB-a ZA USPORAVANJE INOZEMNOG ZADUŽIVANJA BANAKA OD 2005. NADALJE

Nažalost, poslovne politike banaka nisu se prilagodile ciljevima monetarne politike, pa je i nakon uvođenja GOP-a veličina formiranoga inozemnog duga nastavila zabrinjavati jednako kao i brzina njegova rasta: dug se povećao sa 61,5% BDP-a na kraju 2002. na 80,2% BDP-a na kraju 2004. godine. Zbog toga je stopa izdvajanja GOP-a u veljači 2005. povećana sa 24% na 30%. Povremeni daljnji skokovi razine inozemnog duga tijekom 2005. potaknuli su HNB da nastavi dizati stopu izdvajanja GOP-a, prvo na 40% u svibnju, a zatim i na konačnih 55% uz proširenje osnove u prosincu. Značenje stope izdvajanja GOP-a od 55% jest u tome da je, još u inicijalnoj analizi koja je prethodila uvođenju GOP-a sredinom 2004. godine, ona identificirana kao stopa pri kojoj je bankama inozemno zaduživanje na granici isplativosti. Zbog toga je razumno očekivati da će granična obvezna pričuva svoje prave rezultate dati tek u 2006. godini. Razlog za postupno povećanje ove stope s početne razine od 24% na sadašnjih 55% pak treba tražiti u činjenici da bi naglo uvođenje ovako radikalne mjere zasigurno destabilizirajuće djelovalo na kreditnu ponudu banaka, što bi se negativno odrazilo na cjelokupnu gospodarsku aktivnost.

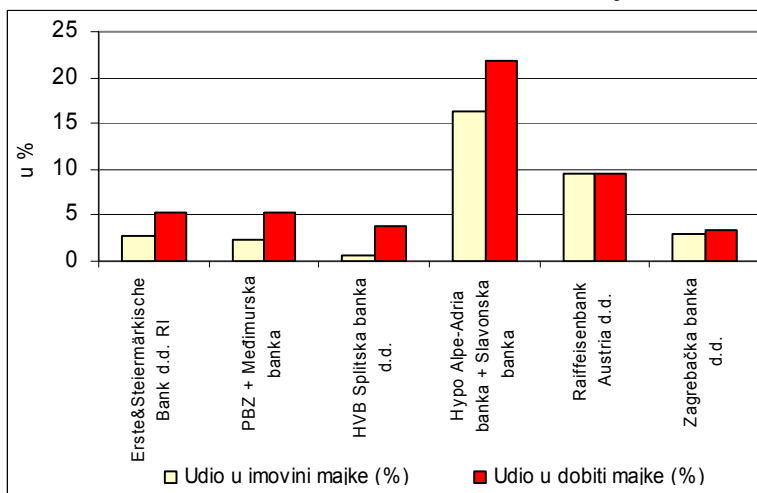
Osim što je povećao stopu izdvajanja GOP-a na 55%, uz proširenje osnove na koju se obračunava, HNB je početkom 2006. spustio stopu minimalne devizne likvidnosti sa 35% na 32% kako bi omogućio domaće zaduživanje države radi podmirivanja njezinih inozemnih obveza, uz angažiranje postojećih deviznih sredstava banaka. Banke su tako mogle kreditirati državu bez dodatnog zaduživanja u inozemstvu.

Dakle, pri dostignutoj, najvećoj planiranoj stopi izdvajanja GOP-a od 55%, tijekom 2006. godine HNB će pribjegavati i drugim dosad neiskorištenim mjerama za suzbijanje rasta inozemnog duga, a prvenstveno inozemnog duga banaka. HNB će provoditi i mjere s ciljem suzbijanja taktika banaka za izbjegavanje postojećih mjera monetarne politike uključujući GOP. Tako je već u 2006. godini središnja banka donijela odluku o 55%-tnom izdvajanju posebne obvezne pričuve na sredstva banaka prikupljena izdavanjem vrijednosnih papira u zemlji i izdvajanju te pričuve beskamratno na račun kod HNB-a. Tom je mjerom središnja banka preduhitila najave poslovnih banaka da će izdavati dužničke vrijednosne papire na domaćem tržištu. Naime, odmah je postalo jasno da bi prodajom tih vrijednosnica svojim klijentima koji su se u tu svrhu zaduživali kod stranih banaka, odnosno prodajom vrijednosnica stranim bankama na sekundarnom tržištu, banke na relativno jeftin

način izbjegle obvezu plaćanja granične obvezne pričuve na sredstva koja su zapravo pribavljena iz inozemstva.

Optimizam glede uspjeha monetarnih mjera tijekom 2006. godine temelji se na nekoliko opažanja, od kojih se prvo tiče već spomenutog povećanja stope izdvajanja GOP-a na razinu koja eliminira profit kao jedan od dva motiva nastavka agresivnog priljeva inozemnoga kapitala u hrvatske banke. Dakle, jedini preostali motiv bankama jest povećanje tržišnog udjela (uz izravne trenutačne gubitke) kako bi se zauzela povoljna pozicija prije nekog budućeg popuštanja monetarne politike, nakon kojeg bi se banke mogle vratiti visoko profitabilnom poslovanju. Zato bi ova mjera trebala biti učinkovita za sve one banke koje vode računa o tekućoj profitabilnosti. Za one druge bit će potrebne dodatne mjere jer, ako se uspoređi profitabilnost izabranih šest najvećih hrvatskih (grupa) banaka i profitabilnost stranih grupacija banaka kojima one pripadaju, vidljivo je da hrvatske banke i dalje pokazuju bolju profitabilnost. Pet, od šest promatranih hrvatskih banaka, ima udio u dobiti svoje grupacije veći od udjela u imovini grupacije, a kod jedne preostale banke odnos tih dvaju udjela je podjednak (Slika 14.). To nekim bankama ipak ostavlja prostora za dodatno povećanje tržišnog udjela na teret profitabilnosti.

Slika 14. Udio velikih banaka u dobiti i imovini njihovih vlasničkih grupa u 2005. godini



Izvori: internetske stranice banaka; izračun HNB-a

Jedan od razloga visoke profitabilnosti (Tablica 12.) velikih hrvatskih banaka u stranom vlasništvu jest činjenica da se kvaliteta bankarskog portfelja u posljednjih nekoliko godina znatno poboljšala, a taj se trend usporio tek 2005. godine. U strukturi se plasmana s aspekta naplativosti udio potpuno nadoknadivih plasmana tijekom 2005. povećao za 0,6 postotnih bodova te je na kraju godine iznosio 96% ukupnih plasmana. Istodobno su se smanjile i rezervacije banaka za rizične plasmane. Drugi uzrok visoke profitabilnosti ovih banaka mogao bi biti i u svojevrsnoj oligopolskoj strukturi bankarskog tržišta jer šest navedenih (grupa) banaka ima u ukupnoj imovini bankarskog sustava udio od 85%.

Tablica 12. Neki pokazatelji poslovanja šest najvećih hrvatskih (grupa) banaka i vlasničkih grupa kojima one pripadaju

	Udio u imovini majke (%)	Udio u dobiti majke (%)	ROA (%)	ROA (%) majka	ROE (%)	ROE (%) majka
Erste&Steiermärkische Bank	2,70	5,24	1,55	0,80	20,15	19,00
Privredna banka Zagreb + Međimurska banka	2,34	5,29	2,03	0,90	17,64	18,10
HVB Splitska banka	0,64	3,90	1,58	0,26	18,24	6,33
Hypo Alpe-Adria-Bank + Slavonska banka	16,21	21,92	1,31	0,97	10,39	18,68
Raiffeisenbank Austria	9,56	9,51	1,39	1,40	19,50	14,03
Zagrebačka banka	2,95	3,43	1,86	1,60	16,13	23,10

Izvori: internetske stranice banaka; izračun HNB-a

Treći i povijesno vjerojatno najvažniji faktor visoke profitabilnosti stranih banaka u Hrvatskoj jesu vrlo visoke aktivne kamatne stope koje su još uvijek više nego u zemljama iz kojih potječu banke vlasnice hrvatskih banaka. U posljednje vrijeme kamatne stope u Hrvatskoj se smanjuju što uzrokuje i smanjivanje razlike između aktivnih i pasivnih kamatnih stopa, odnosno marže banaka, no te su razlike i dalje dovoljno velike za profitabilno poslovanje (Tablica 13.). Također, treba napomenuti da su u Hrvatskoj kao i u zemljama iz kojih potječu banke vlasnice hrvatskih banaka kamatne stope na kredite stanovništvu primjetno više nego na kredite poduzećima. No, za depozite to ne vrijedi. Naime, u Hrvatskoj su kamatne stope na depozite poduzeća znatno manje nego na depozite stanovništva, dok su u Europi te stope ujednačenije.

Tablica 13. Odabrane aktivne i pasivne kamatne stope banaka u prosincu 2005. godine

	EMU	Italija	Austrija	Hrvatska
Depoziti:				
Stanovništva oročeni preko 2 godine	2,2	3,36	2,67	4,85
Poduzeća oročeni preko 2 godine	3,53	-	3,66	2,51
Kreditni:				
Stanovništvu preko 5 godina	4,01	4,67	4,74	6,95
Poduzećima preko 5 godina	3,93	3,51	3,63	5,02
Razlika (kreditni - depoziti):				
Stanovništva oročeni preko 2 godine	1,81	1,31	2,07	2,1
Poduzeća oročeni preko 2 godine	0,4	-	-0,03	2,51

Napomene: Uspoređuju se dugoročne kamatne stope na kredite i depozite nominirane u eurima. Za Hrvatsku su prikazane stope za kredite i depozite s dospelom preko tri godine.

Izvori: internetske stranice središnjih banaka; HNB

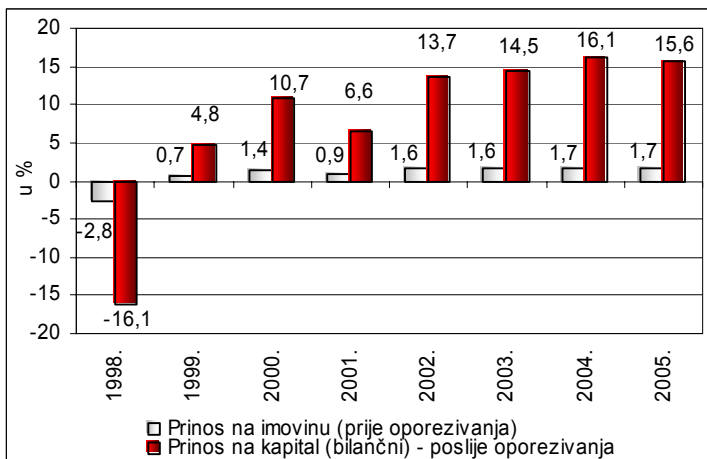
Konačno, velike razlike između poslovanja stranih banaka u Hrvatskoj i u zemljama iz kojih su one došle sve do prije nekoliko godina odnosile su se i na zahtjeve koji su stavljani pred zajmoprimce. Naime, prema rezultatima ankete banaka koju HNB redovito provodi svake 2,5 godine, hrvatske su banke sve donedavno prilikom odobravanja kredita tražile sigurnost u rigidnijim mjerama osiguranja plasmana, pa su tako kod kreditiranja stanovništva brojni jamci i velike hipoteke bili uobičajena pojava. S vremenom, a pogotovo pod utjecajem snažne konkurencije, hrvatske su banke olabavile kriterije za odobravanje kredita i instrumente osiguranja kredita, pa dio kreditnog rasta kod sektora stanovništva treba pripisati i sve većoj dostupnosti kredita. Konkretno, kod kreditiranja stanovništva zamjetno je postupno izumiranje instituta kreditnog jamca kao uobičajeno bitnog elementa osiguranja bankovnog kredita u Hrvatskoj. Isto tako, omjer zaloga materijalne imovine i iznosa kredita znatno se smanjio pa danas iznosi tek nešto više od jedan.

Što se tiče kreditiranja poduzeća, može se reći da su hrvatske banke počele stavljati veći naglasak na kvalitativne pokazatelje zajmoprimaca. Tako se na primjer sve više cijene dugoročni odnosi koje poduzeća razvijaju s bankama. Od poduzeća se također traži duža vremenska serija financijskih izvješća, a ako se radi o financiranju određenog projekta, investicijska studija postaje nezaobilazan instrument osiguranja.

Drugo opažanje koje govori u prilog očekivanju stabiliziranja inozemne zaduženosti banaka do kraja 2006. godine, jest tržišno očekivanje da će se zaustaviti pad aktivnih kamatnih stopa domaćih banaka tijekom 2006., a možda čak i njihov porast, što će preko smanjenja potražnje pridonijeti nastavku usporavanja kreditnog rasta banaka koji je tijekom 2005. nakratko prekinut. Naime, analiza triju glavnih čimbenika kamatnih stopa banaka govori u prilog zaustavljanju pada kamatnih stopa hrvatskih banaka do kraja 2006.

Prvi čimbenik kamatnih stopa, tržišno natjecanje banaka, zasigurno će i dalje poticati pad kamatnih stopa banaka na kredite. To je zato što, kako je već navedeno, agregatna profitabilnost bankarskog sustava još uvijek ostavlja dovoljno prostora za cjenovnu konkurenciju na aktivnoj strani poslovanja: to je između ostalog vidljivo i iz porasta neto kamatnih prihoda u 2005. godini, u odnosu na 2004. godinu za 9,3% te istodobnog porasta dobiti nakon oporezivanja za 11%. Međutim, može se očekivati i da će ovaj utjecaj nastaviti slabjeti jer su mjere relativne agregatne profitabilnosti banaka tijekom 2005. godine prvi put stagnirale: banke su u 2005. ostvarile prinos na prosječno angažirani kapital (ROAE) od 15,6%, što je za pola postotnog boda manje nego u 2004. Prinos na prosječnu imovinu (ROAA) također je neznatno smanjen, sa 1,68% u 2004. na 1,67% u 2005. To znači da bi nastavak dosadašnjeg trenda kamatnih stopa ubrzo mogao početi nagrizati profitabilnost bankarskog sustava (Slika 15.).

Slika 15. Agregatna profitabilnost imovine i kapitala bankarskog sektora



Izvor: HNB

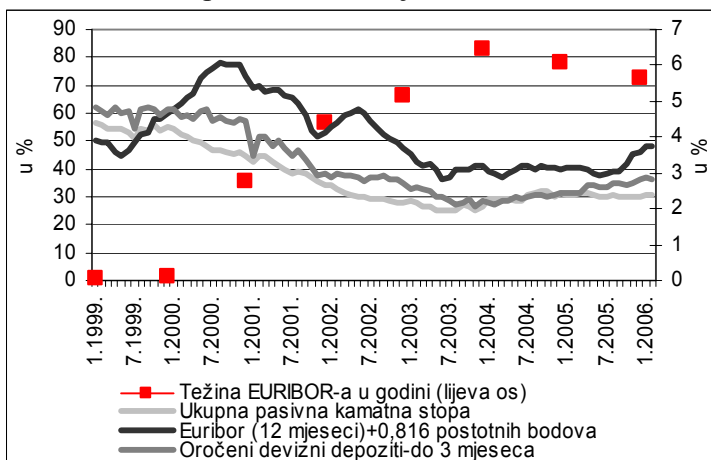
Drugi čimbenik kamatnih stopa, smanjenje rizičnosti klijenata banaka, najvjerojatnije će imati neutralan utjecaj na kamatne stope, zato što svi pokazatelji rizičnosti plasmana banaka pokazuju stagnaciju ili usporavanje trenda smanjenja. Udio procijenjenih gubitaka banaka po plasmanima privatnim poduzećima više se nego prepolovio od kraja 2000. godine, kada je iznosio oko 23%, do kraja 2003. godine kada je iznosio oko 9%. Do kraja 2005., kada je iznosio nešto više od 6%, ovaj se pokazatelj smanjivao znatno sporije. Kod stanovništva udio procijenjenih gubitaka u ukupnim

plasmanima banaka, nakon znatnijeg smanjenja od kraja 2000. do kraja 2002. godine, u sljedeće je tri godine stagnirao iznad 3%, a na kraju 2005. smanjio se na 2,8%.

No treći čimbenik, očekivano povećanje europskih kamatnih stopa i daljnje restriktivno djelovanje monetarnih vlasti, sasvim će sigurno imati pozitivan utjecaj na rast kamatnih stopa. Naime, iako oprezne izjave dužnosnika ESB-a s početka godine upućuju na to da se ESB ne namjerava ugledati na američku središnju banku i započeti dulji niz podizanja svoje glavne kamatne stope, stopa inflacije iznad ciljane stope već je potaknula ESB da nakon povisivanja glavne kamatne stope za 25 baznih bodova u prosincu 2005. na 2,25% isto ponovi i u ožujku, a tržište očekuje i daljnji rast europskih kamatnih stopa prema razini od 3% do kraja godine. To bi značilo da bi inozemno zaduživanje banaka tijekom 2006. poskupjelo za cijeli postotni bod jer je nakon 2000. godine EURIBOR počeo dominirati kao referenta kamatna stopa za zaduživanje hrvatskih banaka u inozemstvu.

Prema dostupnim podacima HNB-a za prosinac 2005. banke su najčešće od banaka majki pozajmljivale sredstva po formuli EURIBOR + marža. Iznos marže u prosjeku je iznosio 0,927 postotnih bodova, a vagani prosjek iznosi 0,816 postotnih bodova, s time da se ta marža obično kreće ispod 2 postotna boda. Iako je EURIBOR trenutačno najkorištenija kamatna stopa u zaduživanju banaka kod njihovih vlasnika, neke banke od svojih majki dobivaju kredite bez kamata, neke naplaćuju i dalje po formuli LIBOR + marža, a neke naplaćuju fiksnu stopu.

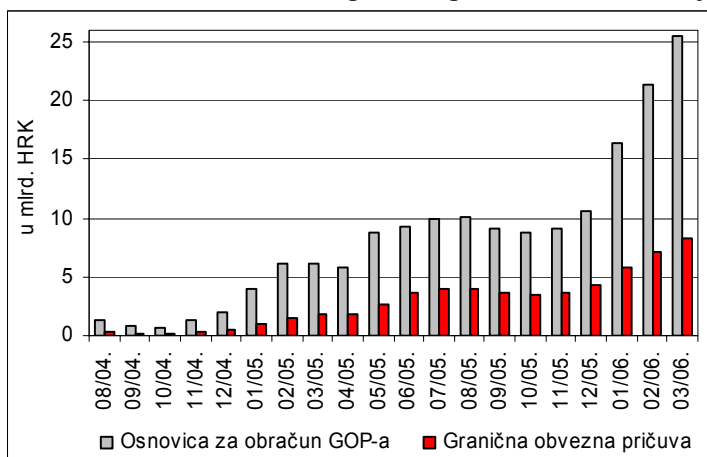
Slika 16. Prikaz najčešće korištene kamatne stope pri zaduživanju hrvatskih banaka kod njihovih banaka vlasnica nakon 2001. godine, usporednih kamatnih stopa te težine (pondera) EURIBOR-a kao referente stope za zaduživanje banaka



Izvor: HNB

U istom smjeru kao i monetarna politika ESB-a, na kamatne stope banaka u 2006. djelovat će i monetarna politika HNB-a. Naime, HNB je više puta objavio da je još 2003. definirao svoje ciljeve povezane s obuzdavanjem prekomjerne kreditne ekspanzije banaka financirane primarno inozemnim zaduživanjem. Kada se dakle utvrde svi glavni čimbenici koji utječu na određivanje kamatnih stopa banaka u Hrvatskoj, nameće se zaključak da bi tijekom 2006. godine trebalo doći do stagnacije trenda njihova smanjenja.

Slika 17. Granična obvezna pričuva prema tekućem tečaju



Izvor: HNB

Posljednje povećanje granične obvezne pričuve povećava kamatnu stopu koju poslovne banke moraju obračunavati kako bi ostvarile pozitivni povrat na sredstva pribavljena iz inozemstva. Tako su uz stopu GOP-a od 40% banke morale ostvarivati povrat na inozemne izvore sredstava u eurima od oko 8%, kako bi pokrile trošak odnosno kamate koje plaćaju na sredstva pribavljena iz inozemstva. Povećanjem stope izdvajanja GOP-a na 55% minimalan povrat na plasirana sredstva pribavljena iz inozemstva trebao bi iznositi oko 12%. Stoga je u prva dva mjeseca 2006. godine zabilježeno povećanje aktivnih kamatnih stopa. Tako je vagana kamatna stopa na kratkoročne kunske kredite stanovništvu bez valutne klauzule smanjena sa 14,19% u prosincu 2004. godine na 11,26% u prosincu 2005., no u siječnju je znatno porasla – na 12,84%, a u veljači je tek blago smanjena. Slično kretanje bilježi se za vagane kamatne stope na kratkoročne kredite bez valutne klauzule poduzećima. Istodobno je kamatna stopa na oročene devizne depozite zadržana na razini s kraja prošle godine što je njezina najviša razina u protekle dvije godine. Kamatne stope na kunske depozite, posebice depozite poduzeća s valutnom klauzulom, bilježe ubrzanje u prva dva mjeseca 2006. godine.

Ipak, daljnje kretanje kamatnih stopa nije potpuno izvjesno jer se može očekivati i da skupina većih banaka koje se i dalje bore za povećanje svog tržišnog udjela, u početku takvog djelovanja pooštrenih mjera ne bude previše osjetljiva na kratkoročne negativne učinke na profitabilnost koje bi im ta borba mogla donijeti. Eventualne dodatne mjere HNB-a tijekom 2006. godine trebale bi biti usmjerene upravo na takve banke.

Zaključno, čini se da postoje izgledi da će zaustavljanje trenda ublažavanja uvjeta za dokazivanje kreditne sposobnosti pridonijeti usporavanju potražnje za kreditima, dok bi porast kamatnih stopa mogao nakon duljeg vremena ponovno potaknuti brži porast domaće štednje. Ako se ta prognoza i ostvari, ona bi iz dva kuta povoljno djelovala na usporavanje inozemnog zaduživanja banaka: preko manje potrebe banaka za financiranjem kreditnog rasta i preko manje potrebe banaka za inozemnim financiranjem. Međutim, to ne znači da u međuvremenu HNB treba djelovati samo monetarnim mjerama koje će pojačati te utjecaje. Naime, vanjska ranjivost zemlje zbog velike razine inozemnog duga vrlo vjerojatno nije jedina posljedica snažnoga kreditnog rasta banaka tijekom protekle četiri godine. Preciznije, budući da su inozemni izvori sredstava banaka u pravilu devizni i s promjenljivom kamatnom stopom koja je izvan utjecaja domaćih banaka, njihov veći udio u obvezama banaka trebao bi banke činiti izloženijima valutnom i kamatnom riziku. Međutim,

hrvatski je bankarski sektor specifičan po tome što su domaće banke gotovo cijeli valutni i kamatni rizik generiran njihovim inozemnim zaduživanjem prenijele na svoje klijente.

Tablica 14. Učinak granične obvezne pričuve na potrebnu kamatnu stopu na plasmane banaka u Hrvatskoj prema vrsti izvora

IZVORI SREDSTAVA	Kamatna stopa na izvore (%)	Pričuve kod HNB-a na 100 jedinica		Likvidna devizna potraživanja	Raspoloživo jedinica za plasiranje	Potrebna kamatna stopa*
		OP	GOP			
Inozemna pasiva (EUR)	3,5	17	55	0	28	12
<i>Inozemna pasiva (EUR), GOP 40%</i>	<i>3,5</i>	<i>17</i>	<i>40</i>	<i>0</i>	<i>43</i>	<i>7,8</i>
Inozemna pasiva (CHF)	1,5	17	55	0	28	4,9
Kunski depozit stanovništva	4,1	17	0	0	83	4,8
Devizni depozit stanovništva (EUR)	3,2	13,6	0	26,9	59,5	3,8

Napomene: Procjena izrađena na temelju dodatnog izvora financiranja (primjenjuje se GOP od 55%). Trošak izvora odražava procjenu trenutnih kamatnih stopa prema pojedinim vrstama izvora. Likvidna devizna potraživanja čine kratkoročnu deviznu aktivu koju banke moraju držati prema Odluci o minimalno potrebnim deviznim potraživanjima. Potreban povrat je kamatna stopa koju poslovne banke moraju ostvariti kako bi pokrile trošak izvora, uz postojeće mjere HNB-a. Pritom u izračun nisu uključeni ostali troškovi poslovanja.

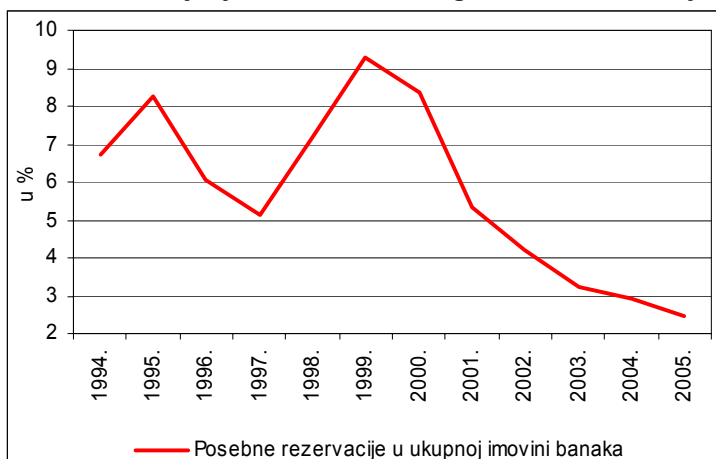
*Kamatna stopa na raspoloživa sredstva koja pokriva trošak izvora sredstava.

Izvor: HNB

Naime, oko 88% vrijednosti svih kredita banaka čine krediti nominirani u devizama i krediti s valutnom klauzulom, a taj udio i dalje raste. Također, udio kredita sa stalnom kamatnom stopom u ukupnim kreditima banaka tijekom 2005. godine stabilizirao se oko niske razine od 15%. Tako su, prenošenjem valutnog i kamatnog rizika na svoje dužnike, domaće banke osigurale znatno stabilnije prihode i jednostavnije upravljanje rizicima dok god su kamatne stope i devizni tečaj relativno stabilni, tj. dok njihova kretanja ne utječu na urednost otplate kreditnih obveza dužnika banaka. Također, udio loših u ukupnim plasmanima i potencijalnim obvezama banaka od 1999. godine, kad je iznosio visokih 10,3%, iz godine u godinu sve je manji do danas. Dakle, navedeni rizici kojima su banke izložene izravno ili posredno preko svojih klijenata nisu došli do izražaja u razdoblju pojačane kreditne aktivnosti banaka u protekle tri godine, ali oni i dalje postoje.

Razloge zbog kojih u tako dugom razdoblju nije zabilježeno pogoršanje pozicije dužnika banaka treba tražiti prvenstveno u tome što je u tom razdoblju nastavljen solidan gospodarski rast u relativno stabilnom političkom i makroekonomskom okruženju, koje se također razvijalo u skladu s potrebama približavanja Hrvatske europskim integracijama. Međutim, glavni rizik koji prijete iz uljuljanosti u opisana pozitivna kretanja pokazatelja loših plasmana banaka najbolje se može prikazati kretanjem udjela posebnih rezervacija, koje banke formiraju za pokriće tih loših plasmana, u ukupnoj imovini banaka. Smanjenje udjela posebnih rezervacija kakvo je zabilježeno nakon 1999. godine po svom smjeru kretanja vrlo je slično onom iz 1996. i 1997. godine koje se u kasnijem razdoblju poremećaja u bankarskom sektoru i recesiji iz 1998. i 1999. godine (Slika 18.) pokazalo neutemeljenim.

Slika 18. Smanjenje relativne razine posebnih rezervacija banaka prije i nakon 1999. godine



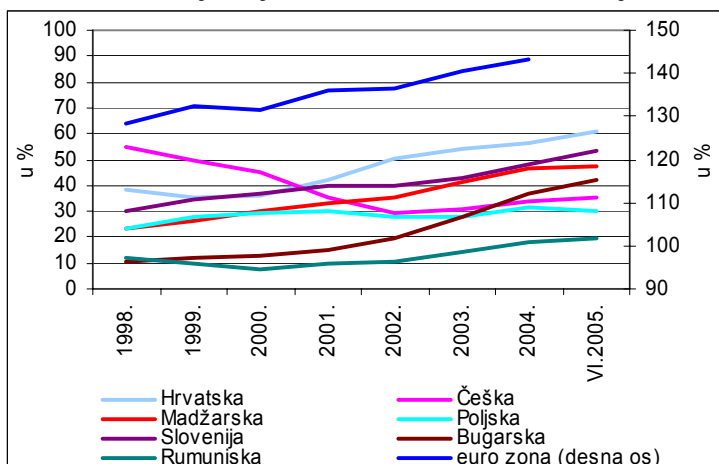
Izvor: HNB

Zbog toga je Savjet HNB-a u prosincu 2005. donio promjene i dopune odluka o adekvatnosti kapitala i o klasifikaciji plasmana i potencijalnih obveza banaka, koje uz usklađivanje s međunarodnim računovodstvenim standardima obvezuju banke na veću brigu o izloženosti valutno induciranom kreditnom riziku (kreditnom riziku kojem je banka izložena zbog valutnog rizika kojem su izloženi njezini dužnici s obvezama nominiranim u devizama i prihodima nominiranim u kunama). To, uz ostalo, uključuje i primjenu povećanja pondera rizičnosti deviznih kredita i kredita s valutnom klauzulom, koji su odobreni dužnicima čiji su devizni prihodi manji od 80% njihovih deviznih obveza, za 25 postotnih bodova. HNB je time obvezao banke i na to da do sredine 2006. godine u svoje kreditne politike ugrade procedure za mjerenje, praćenje i ograničavanje valutno induciranoog kreditnog rizika za svoj kreditni portfelj.

Uspoređujući integriranost i razvijenost našega bankarskog sustava s bankarskim sustavima drugih sličnih zemalja, prema standardnim značajkama poput veličine udjela kredita i veličine udjela depozita u bruto domaćem proizvodu, možemo konstatirati da on odskače po razini razvijenosti i integriranosti i da se po relativnim pokazateljima približava onima iz eurozone.

Veličina udjela kredita banaka odobrenih svim sektorima osim financijskom sektoru (skraćeno nefinancijski sektor, vidi Sliku 19.) u vrijednosti BDP-a u razdoblju od 1998. do lipnja 2005. godine kod Hrvatske je, u odnosu na zemlje usporedivih značajki, tijekom gotovo cijeloga promatranog razdoblja bila najveća. Početna razina ovog udjela, ako izuzmemo Češku, bila je najviša upravo u Hrvatskoj i ta se razlika u odnosu na druge zemlje zadržala i u idućim godinama. Primjetan je trend rasta udjela ukupnih kredita u BDP-u u svim zemljama jer je kreditni bum prisutan kod većine novih članica EU i zemalja kandidatkinja za pristupanje EU.

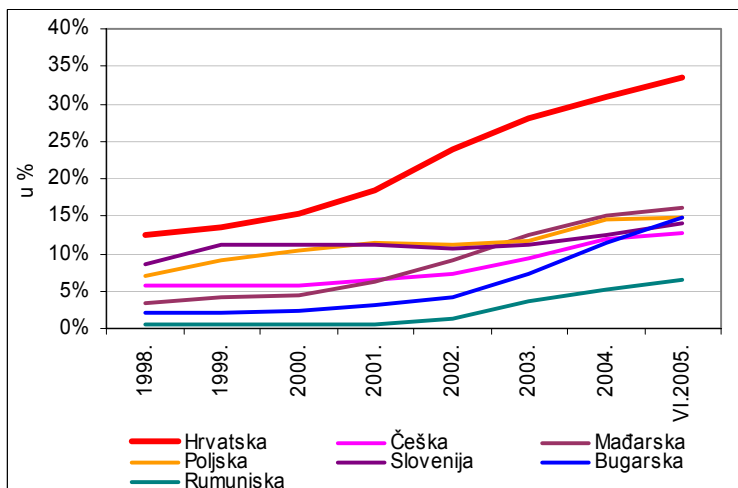
Slika 19. Kretanje udjela kredita banaka nefinancijskom sektoru u BDP-u



Napomena: Podaci za Hrvatsku odnose se na cijelu 2005. godinu.
Izvori: IFS; internetske stranice središnjih banaka; HNB

U 2005. godini udio kredita banaka nefinancijskom sektoru u BDP-u u Hrvatskoj je iznosio 56,8%. Taj je udio još uvijek znatno niži od prosjeka u eurozoni gdje se kreće iznad 140%. Hrvatska posebno odskoče od drugih zemlja po veličini kredita odobrenih sektoru stanovništva. Udio bankarskih kredita odobrenih stanovništvu u Hrvatskoj doseže razinu od jedne trećine vrijednosti BDP-a i dvostruko je viši od pokazatelja drugih zemalja usporedivih značajki, dok taj pokazatelj za eurozonu iznosi 55%.

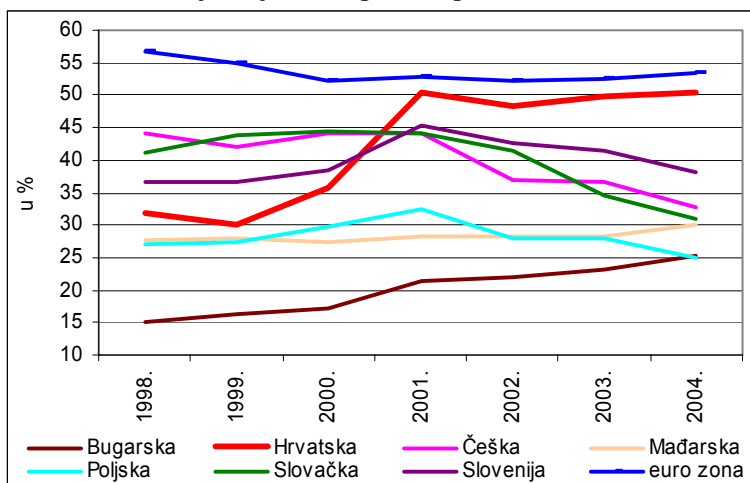
Slika 20. Kretanje udjela kredita banaka stanovništvu u BDP-u



Napomena: Podaci za Hrvatsku odnose se na cijelu 2005. godinu.
Izvori: internetske stranice središnjih banaka; HNB

Kako Hrvatsku karakterizira visoka razina udjela kredita u BDP-u, u usporedbi s drugim sličnim zemljama, tako je i razina udjela ukupnih depozita, tj. domaće štednje također viša nego kod tih zemalja, a približava se razini eurozone. U 2004. godini veličina udjela ukupnih depozita u vrijednosti BDP-a u Hrvatskoj je prešla 49%, a jasno je vidljiv visok skok udjela depozita u 2001. godini kada se odvijao proces uvođenja eura (jesen 2001./proljeće 2002.).

Slika 21. Kretanje udjela ukupnih depozita u BDP-u



Izvor: IFS

S druge strane, trenutačna očekivanja glede kretanja tržišnih parametara koji utječu na dužničku poziciju klijenata banaka, upućuju na to da bi, nakon dugo vremena, u bliskoj budućnosti moglo doći do slabljenja tendencije. Naime, dva **povećanja ključnih kamatnih stopa ESB-a** krajem 2005. i početkom 2006. godine **najavljuju već dugo očekivani porast europskih kamatnih stopa**, što bi poskupilo inozemna sredstva banaka.

Tablica 15. Odabrani pokazatelji poslovanja bankarskog sektora¹⁴
u % ako nije drukčije navedeno

Pokazatelj	2001.	2002.	2003.	2004.	2005.
Broj banaka	43	46	41	37	34
Imovina (u milijunima kuna)	148.455	174.139	204.043	229.305	260.594
Prinos na prosječnu imovinu (ROAA) ^a	0,9	1,6	1,6	1,7	1,7
Prinos na prosječni kapital (ROAE) ^b	6,6	13,7	14,1	16,1	15,6
Prilagođeni ROAA ^c	1,5	1,6	1,5	1,7	1,7
Pokazatelj neto operativnog prihoda ^d	1,6	1,9	1,9	2	1,9
Pokazatelj neto kamatnog prihoda ^e	3,6	3,3	3,4	3	2,9
Pokazatelj općih administrativnih troškova i amortizacije ^f	3	2,7	2,6	2,3	2,2
Udio kamatnih prihoda na kredite u prosječnim kreditima	11,3	9,6	8,7	8,1	7,6
Udio kamatnih troškova za depozite u prosječnim depozitima	3,2	2,8	2,5	2,4	2,5
Udio razlike između kamatnih prihoda na kredite i kamatnih troškova za depozite u prosječnoj imovini	2,9	2,7	2,9	2,7	2,7
Udio ispravaka vrijednosti u ukupnom iznosu kredita financijskim institucijama	5,1	3,1	2,1	0,4	0,2
Udio ispravaka vrijednosti u ukupnom iznosu kredita stanovništvu	4,1	3,4	3,4	3,3	2,8
Udio ispravaka vrijednosti u ukupnom iznosu kredita ostalim trgovačkim društvima	16,1	11,6	9	7,7	6,3
Udio posebnih rezervacija u ukupnom iznosu izvanbilančnih rizika	2,7	0,8	0,4	0,4	0,2
Omjer danih deviznih kredita i primljenih deviznih depozita i kredita	8,3	11,3	10,2	11,2	15,6
Omjer ukupne devizne imovine i ukupnih deviznih obveza	51,8	44,5	49,3	50,5	50,7
Udio duge devizne pozicije u jamstvenom kapitalu	11,3	12,8	13,9	12,1	8,4
Udio kratke devizne pozicije u jamstvenom kapitalu	4,8	2,7	1,4	0,8	1,7
Omjer dospjelih nenaplaćenih potraživanja i posebnih rezervacija po kreditima ostalim trgovačkim društvima	121,2	128,7	131,5	128,2	129,4
Omjer dospjelih nenaplaćenih potraživanja i posebnih rezervacija po kreditima stanovništvu	113,9	116,3	105,6	109,9	102,7
Omjer dospjelih nenaplaćenih potraživanja i posebnih rezervacija po kreditima i depozitima	108,4	117,5	117,2	112,1	113,6
Udio depozita i kredita primljenih od nerezidenata u ukupnim obvezama	15,4	21,8	26,7	28,4	28,1
Stopa adekvatnosti kapitala	18,5	17,4	16,5	15,3	13,4
Omjer bilančnoga kapitala i bilančne imovine	9,2	9,5	8,9	8,6	9
Omjer temeljnoga kapitala i rizičnih izloženosti	16,9	15,2	14,1	13,1	11,8
Udio danih kratkoročnih kredita u zbroju kratkoročnih primljenih depozita i danih kratkoročnih kredita	32,2	37	35,5	35	34,3
Omjer danih kredita i primljenih depozita i kredita	58	65,7	65	65,3	69,6
Udio kredita primljenih od HNB-a i domaćih banaka u ukupno primljenim depozitima i kreditima	7,6	8,7	20,2	14,3	27,3

Izvor: HNB

¹⁴ Prema nekonsolidiranim privremenim Statističkim izvješćima banaka za 31. prosinca 2005. i nekonsolidiranim revidiranim izvješćima za prethodna razdoblja dostupnim na dan 8. ožujka 2006. (bez banaka u likvidaciji). Svi su pokazatelji izračunati na osnovi agregiranih nekonsolidiranih podataka za bankarski sektor na neto načelu (vrijednosti stavki imovine umanjene su za pripadajuće posebne rezervacije). Kod pokazatelja koji se računaju na osnovi prosječnog stanja neke od stavki, prosjeci su izračunati kao aritmetička sredina stanja s početka i stanja s kraja naznačenog razdoblja.

4.3. UVOĐENJE OPERACIJA NA OTVORENOM TRŽIŠTU – RAZLOZI, UČINCI I UPRAVLJANJE LIKVIDNOŠĆU

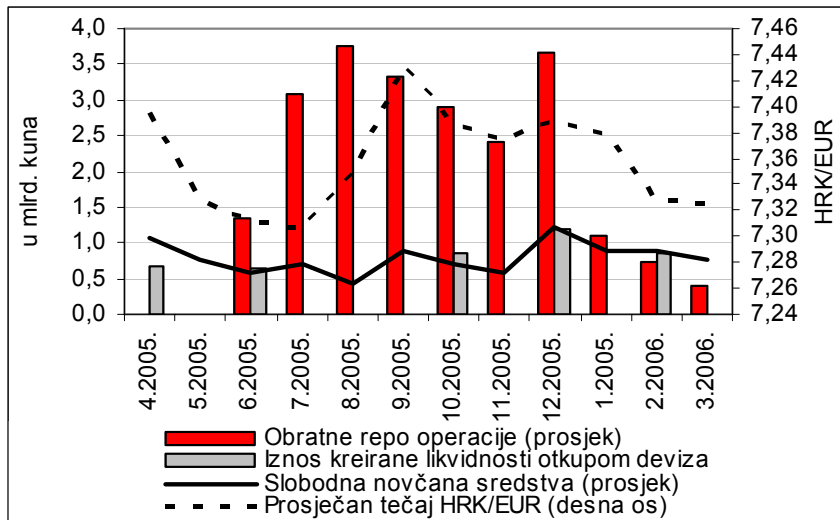
U travnju 2005. godine započela je primjena novoga okvira za provođenje monetarne politike pri čemu se, uz tečaj, veći naglasak stavlja na upravljanje domaćom likvidnošću i kamatnim stopama, nego što je to bilo proteklih nekoliko godina. S obzirom na visoku razinu euroizacije, monetarna politika temeljila se na održavanju stabilnosti tečaja putem intervencija na deviznom tržištu kako pretjerane oscilacije tečaja ne bi dovele u pitanje ostvarenje primarnog cilja HNB-a – stabilnosti cijena. Istodobno su visoki priljevi kapitala iz inozemstva poticali središnju banku da otkupom deviza od poslovnih banaka kreira primarni novac, a viškove kreirane likvidnosti trebalo je onda sterilizirati instrumentom obvezne pričuve. U takvim uvjetima upravljanje likvidnošću bilo je u drugome planu, a kamatne stope na novčanom tržištu bile su iznimno volatilne. Sve to onemogućavalo je središnju banku da vodi monetarnu politiku utječući na kamatnu stopu odnosno na cijenu novca, te da kamatnim kanalom utječe na kretanja na financijskom tržištu i na gospodarstvo kao što je to slučaj u visokorazvijenim ekonomijama.

Novi provedbeni okvir monetarne politike u prvi plan stavio je operacije na otvorenom tržištu, te je sukladan onome kojim se koristi ESB. Kratkoročni je cilj uvođenja operacija na otvorenom tržištu bilo stabiliziranje prekonoćne kamatne stope te stvaranje referentne kamatne stope na novčanom tržištu. Dugoročni je cilj uspostaviti transmisijski mehanizam koji uključuje kamatni kanal monetarne politike. Uvođenje operacija na otvorenom tržištu zahtijevalo je redefiniranje postojećih instrumenata monetarne politike i uvođenje novih.

U dosadašnjem provođenju operacija na otvorenom tržištu glavni instrument koji se koristio pri kreiranju kunske likvidnosti, bile su redovite obratne repo aukcije. One se održavaju jednom tjedno (svake srijede), a HNB privremeno kupuje trezorske zapise MF-a od poslovnih banaka čime se kreira likvidnost u sustavu. Poslovne banke obvezuju se da će za tjedan dana ponovno otkupiti iste zapise i platiti kamate po ugovorenoj repo stopi. HNB zadržava diskrecijsko pravo da odbija pristigle ponude banaka te da određuje graničnu repo stopu ispod koje ne prihvaća, tj. ne odobrava prekomjerno kreiranje likvidnosti čime direktno upravlja količinom potrebne likvidnosti u sustavu. Potrebno je naglasiti da se u operacijama kao kolateral koriste trezorski zapisi MF-a što povećava potražnju poslovnih banaka za kratkoročnim dugom središnje države na domaćem tržištu.

Iako na samome početku uvođenja ove vrste redovitih aukcija nije postojao interes poslovnih banaka zbog izrazito visoke razine likvidnosti u sustavu, njihova prava vrijednost došla je do izražaja tijekom ljetnih mjeseci 2005. godine. Naime, razdoblje turističke sezone sa sobom nosi značajan porast domaćih izvora sredstava te priljev deviza u poslovne banke. Dio deviznih priljeva banke su prijašnjih godina prodavale HNB-u i na taj način osiguravale potrebnu kunsku likvidnost. Značajan čimbenik za otkup deviza poslovnih banaka uobičajeno je bila i namjera središnje banke da se ublaže aprecijacijski pritisci. No visoku potražnju za kunama tijekom ljetnih mjeseci 2005. godine HNB je zadovoljio isključivo putem obratnih repo operacija, dok su devizne intervencije izostale. Tako su sredstva kreirana obratnim repo aukcijama dosegala vrijednost od gotovo 5,0 mlrd. kuna, a potražnja banaka za kunkskim sredstvima nije jenjavala do kraja 2005. godine. Na ukupno 39 obratnih repo aukcija u 2005. godini promet je zabilježen na njih 32 te je prosječno iznosio 2,8 mlrd. kuna.

Slika 22. Kreiranje kunske likvidnosti obratnim repo operacijama i otkupom deviza od poslovnih banaka

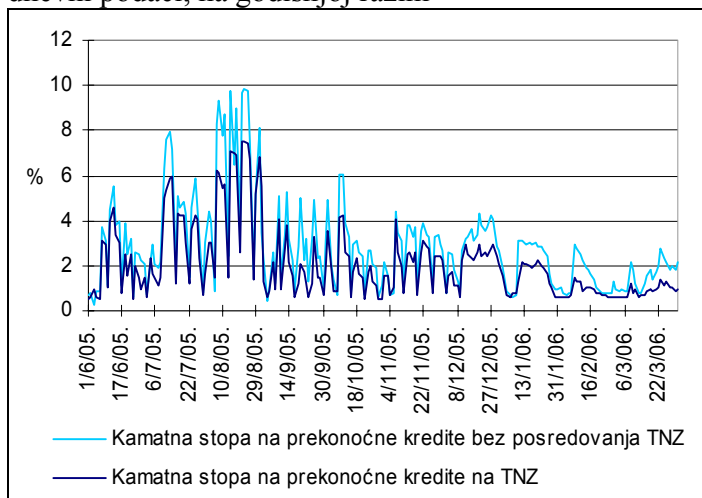


Izvor: HNB

Kraj 2005. i početak 2006. godine obilježila je vrlo visoka likvidnost bankarskog sustava, koja je bila potaknuta visokom potražnjom banaka za kunama zbog potrebe financiranja središnje države, ali i nastavka kreditiranja ostalih sektora. Aprecijacijski pritisci na tečaj domaće valute primorali su središnju banku da intervenira na deviznom tržištu čime je kreirana kunska likvidnost, a spuštanjem stope obvezne pričuve sa 18% na 17% bankama su oslobođena dodatna sredstva. Stoga je početkom 2006. godine HNB prvi put od početka razdoblja intenzivnijeg korištenja redovitih obratnih repo aukcija (sredina 2005. godine) uveo odbijanje do 50% vrijednosti pristiglih ponuda banaka na obratnim repo aukcijama. Razdoblje dobre kunske likvidnosti s početka godine nastavilo se i u ožujku, kada se potražnja banaka na aukcijama znatno smanjila, a ostvareni promet iznosio je prosječno 0,6 mlrd. kuna. Tako je nakon intenzivnog korištenja obratnih repo operacija u drugoj polovici 2005. godine, u prvom tromjesečju 2006. godine njihovo značenje bilo smanjeno. Buduća korištenja ovisit će i dalje o manjku likvidnosti u sustavu.

Što se tiče utjecaja operacija na otvorenom tržištu na smanjenje volatilnosti kamatnih stopa na novčanom tržištu, možemo ustvrditi da su redovite obratne repo operacije HNB-a te aktivnije i fleksibilnije upravljanje kunkskom likvidnošću u sustavu pridonijeli stabiliziranju prekomjerne kamatne stope, posebice pri kraju 2005. godine i na početku 2006. godine (Slika 23.). Operacije na otvorenom tržištu još nisu rezultirale stvaranjem referentne kamatne stope na novčanom tržištu, tako da monetarna politika još ne djeluje putem kamatnog kanala.

Slika 23. Prosječne kamatne stope na novčanom tržištu dnevni podaci, na godišnjoj razini



Izvor: HNB

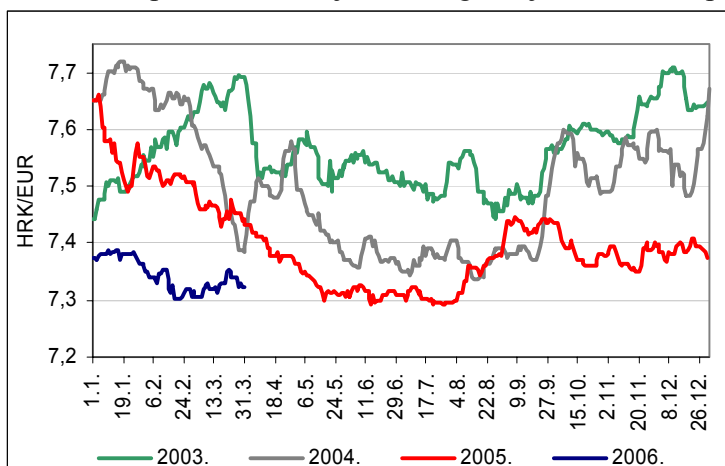
Konačno, treba naglasiti da novi okvir za provođenje monetarne politike HNB-a ne odstupa od vođenja politike stabilnog tečaja domaće valute na osnovi sprječavanja njegove kratkoročne volatilnosti, već nadopunjava politiku upravljanja tečajem s intenzivnijim upravljanjem likvidnosti monetarnog sustava. HNB će stoga nastaviti intervenirati na deviznom tržištu prema potrebi, kako bi sprječavao nagle oscilacije tečaja kune prema euru, u skladu s politikom koju je provodio posljednjih desetak godina. Tako devizne intervencije i nadalje ostaju glavni instrument monetarne politike, dok će prostor za korištenje ostalih instrumenata u najvećoj mjeri ovisiti o kapitalnim priljevima i pritiscima na tečaj.

4.4. UTJECAJ INOZEMNOG ZADUŽIVANJA POSLOVNIH BANAKA NA KRETANJE TEČAJA

U proteklim godinama kretanje tečaja kune imalo je jasnu sezonsku komponentu, međutim u posljednje dvije godine, a osobito na kraju 2005. godine i početkom 2006. godine, snažni aprecijacijski pritisci, koji su između ostalog bili potaknuti priljevom deviza zbog pojačanoga inozemnog zaduživanja banaka, djelovali su na promjenu uobičajenog kretanja tečaja.

Na aprecijaciju tečaja kune prema euru u 2005. godini utjecalo je nekoliko bitnih čimbenika: povećana ponuda deviza zbog nastavka financiranja domaće kreditne aktivnost banaka sredstvima pribavljenim u inozemstvu, rast potražnje za kunama zbog ulaganja u nova izdanja državnih obveznica na domaćem tržištu, aprecijacijska očekivanja tržišnih sudionika zbog početka pristupnih pregovora Europskoj uniji, povećani interes stranih ulagača za plasman sredstava u domaće vrijednosne papire i solidan priljev deviza od izvoza robe i usluga te doznaka iz inozemstva. No, čini se da je upravo pojačano inozemno zaduživanje poslovnih banaka pri kraju 2005. godine utjecalo na promjenu sezonalnosti kretanja tečaja.

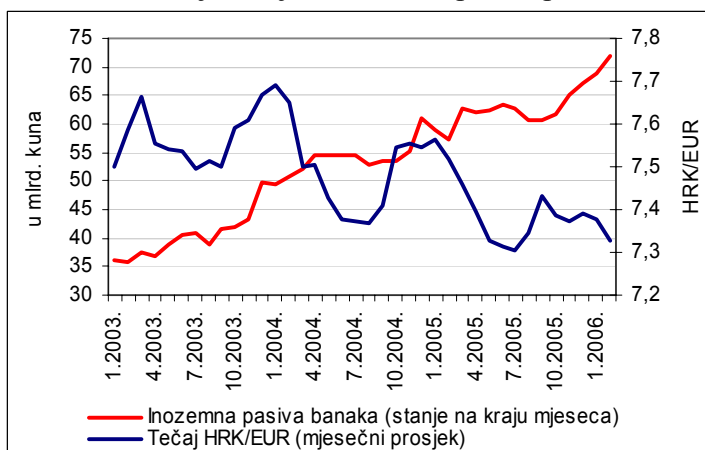
Slika 24. Usporedba kretanja dnevnog tečaja HRK/EUR po godinama



Izvor: HNB

Na početku 2006. godine tečaj se kretao vrlo stabilno, uz trajne aprecijacijske pritiske. Inozemna pasiva poslovnih banaka nastavila je snažno rasti što je rezultiralo dodatnom ponudom deviza na domaćem deviznom tržištu. Otkup deviza od poslovnih banaka ponovno je zabilježen u veljači, čime je ionako dobra kunska likvidnost nadalje povećana. Takva visoka razina kunske likvidnosti omogućava poslovnim bankama da nastave svoju kreditnu aktivnost pojačanim plasiranjem sredstava nebankovnom sektoru, ali i da zadrže ključnu ulogu u financiranju središnje države na domaćem tržištu. Visoka kunska likvidnost koja se ogleda u snažnom rastu primarnog novca, osobito naglašava specifičnost prisutnih aprecijacijskih pritisaka.

Slika 25. Kretanje tečaja i inozemne pasive poslovnih banaka



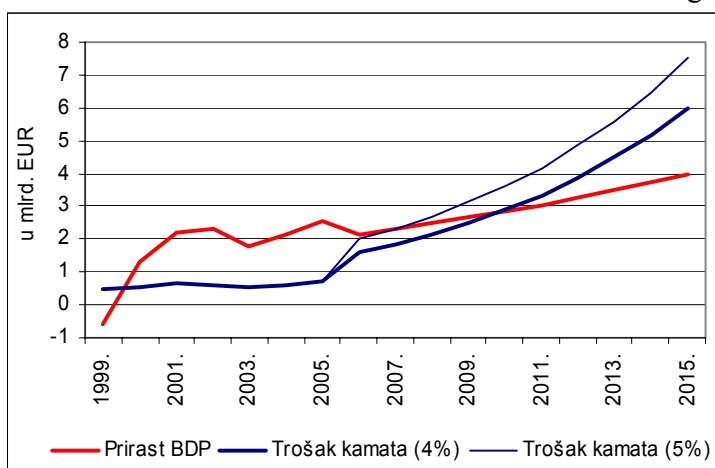
Izvor: HNB

4.5. ŠTO MOŽEMO OČEKIVATI AKO SE NE USPORI DINAMIKA RASTA INOZEMNOG DUGA?

Imamo li na umu dosadašnju dinamiku rasta inozemnog duga i BDP-a, postavlja se pitanje kada bi teret plaćanja kamata mogao premašiti nominalni prirast BDP-a, čime bi relativni pokazatelji inozemne zaduženosti definitivno počeli slijediti neodrživu (eksplozivnu) putanju koja bi dovela do dužničke krize.

Pojednostavnjeni izračuni pokazuju da bi prema scenariju 1, koji se temelji na prosječnim ostvarenjima¹⁵ i kamatnoj stopi od 4%, već (prijelomne) 2010. godine trošak otplate kamata mogao premašiti godišnji prirast BDP-a. Očekivani porast kamatnih stopa u inozemstvu dodatno pogoršava ovaj odnos, te bi uz prosječni kamatnjak na inozemni dug od 5%, trošak kamata prema scenariju 2 premašio prirast BDP-a već u 2007. godini.

Slika 26. Prirast BDP-a i trošak kamata na inozemni dug (scenariji 1 i 2)

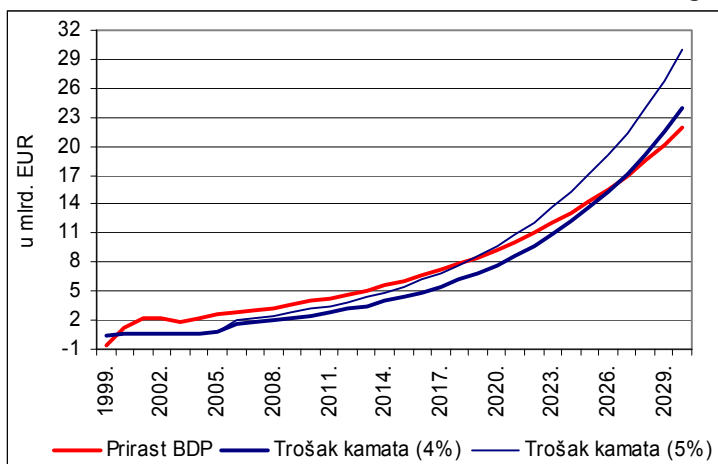


Izvor: HNB

Ako se pretpostavi da dinamika rasta BDP-a i inozemnog duga odgovaraju vrijednostima zabilježenim u 2005. godini, kada se hrvatski BDP u eurskoj protuvrijednosti povećao čak za 9%, dok je inozemni dug porastao za 12%, situacija je nešto povoljnija. Naime, tako bi trošak kamata na inozemni dug premašio prirast BDP-a tek u 2027. godini. Kada bi se kamatna stopa zadržala na nešto višoj razini (5%), do toga bi došlo 2019. godine.

¹⁵ U razdoblju od 1999. do 2005. godine prosječan godišnji rast inozemnog duga RH iznosio je 15,7%, a nominalan rast BDP-a 7,0%. Oba pokazatelja izvedena su iz eurskih vrijednosti.

Slika 27. Prirast BDP-a i trošak kamata na inozemni dug (scenariji 5 i 6)



Izvor: HNB

U Tablici 15. dan je sažet prikaz 6 odabranih mogućih scenarija i rezultirajućih prijelomnih godina, koji su izvedeni iz različitih pretpostavki o nominalnom rastu BDP-a, rastu inozemnog duga i kamatnoj stopi.

Tablica 16. Pregled pretpostavki i rezultirajuće prijelomne godine

Scenarij	Rast inozemnog duga	Rast BDP-a	Kamatna stopa	Prijelomna godina
1	15,7%	7,0%	4,0%	2010.
2	15,7%	7,0%	5,0%	2007.
3	12,0%	7,0%	4,0%	2013.
4	12,0%	7,0%	5,0%	2008.
5	12,0%	9,0%	4,0%	2027.
6	12,0%	9,0%	5,0%	2019.

Izvor: HNB

5. ZAKLJUČAK

Tijekom posljednjih nekoliko godina zabilježen je vrlo visok rast plasmana banaka koji prate visoki rast osobne potrošnje i visoki rast investicija. Rast domaće potražnje omogućio je ostvarenje visokog rasta BDP-a uz pogoršanje odnosa u platnoj bilanci. Rast plasmana banaka bio je prije svega omogućen i potaknut sredstvima inozemnih vlasnika domaćih banaka i drugim inozemnim ulaganjima koje je privukla mogućnost ostvarivanja puno viših stopa prinosa na hrvatskom tržištu (rast domaćih izvora banaka bio je upola manji). Zato je došlo i do brzog rasta inozemnog duga. Brzina kojom se povećava dug prema inozemstvu nesumnjivo je jedan od glavnih ekonomskih problema Hrvatske. U razdoblju od 1999. do 2005. godine inozemni dug gospodarstva u cjelini rastao je prosječno za 16% na godinu. Kako je rast službeno izmjerenog nominalnog BDP-a tijekom istog razdoblja bio znatno sporiji i iznosio je prosječno oko 7% na godinu, Hrvatska se prema pokazatelju omjera inozemnog duga prema BDP-u premjestila iz srednjezaduženih u visokozadužene zemlje.

Pomno razmatranje šireg skupa pokazatelja inozemne zaduženosti pokazuje da je inozemni dug još uvijek u granicama održivosti, ali i da nastavljanje dosadašnjih tendencija može vrlo brzo dovesti do dužničke krize. Unatoč vrlo visokom omjeru inozemnog duga prema BDP-u ocjena zaduženosti Hrvatske postaje povoljnija kad se u obzir uzmu visoke međunarodne pričuve i operativne devizne pričuve banaka, kad se gleda teret servisiranja inozemnog duga u odnosu na sposobnost zemlje da zarađuje devize putem izvoza robe i usluga ili kad se promotri struktura inozemnog duga, koja pokazuje da se tek manji dio duga odnosi na eksplicitne izravne ili potencijalne obveze države. S druge strane, nastavljanje dosadašnjih tendencija izravni je put u dužničku krizu i pad životnog standarda. Uz zadržavanje dosadašnjih tendencija teret plaćanja kamata mogao bi ubrzo nadmašiti prirast BDP-a.

Brzi rast inozemne zaduženosti donosi navedene potencijalne rizike, ali izravno smanjuje i učinkovitost monetarne politike. Zbog konstantnih aprecijacijskih pritisaka kojima je izložena domaća valuta uslijed snažnog priljeva inozemnoga kapitala, koji na domaćem tržištu traži više stope prinosa, manevarski prostor monetarne politike i tečajne politike bitno je sužen. Monetarna je politika suočena s povećanim inflacijskim rizicima vrlo visoke likvidnosti, koju je HNB prisiljen održavati kako bi spriječio aprecijaciju. Ujedno mu je onemogućeno brže reformiranje instrumentarija monetarne politike pri čemu je posebno naglašen problem smanjenja vrlo visoke stope obvezne pričuve. Dapače, umjesto da postupno smanjuje stopu obvezne pričuve i svede je prije ulaska u EU na jednoznamenaste razine, HNB je suočen s nužnošću uvođenja i drugih oblika obvezne pričuve u nastojanju da smanji atraktivnost ulaganja stranih izvora u domaći kreditni rast.

Osim učinaka navedenih aprecijacijskih pritisaka, postoje i druga ograničenja: u visoko euroiziranom gospodarstvu poput hrvatskog deprecijacija tečaja ne bi se mogla iskoristiti kao instrument kojim bi se poboljšala situacija u platnoj bilanci. Objavljena i dostupna empirijska istraživanja o utjecaju tečaja na kretanja u platnoj bilanci upućuju na vrlo malu cjenovnu elastičnost hrvatske razmjene s inozemstvom i dugo razdoblje potrebno za pozitivne učinke devalvacije kune. Tome treba pridodati imovinske učinke deprecijacije koji se u tim istraživanjima ne razmatraju. Izravni negativni imovinski učinci deprecijacije višestruko bi nadmašili njezine izravne pozitivne učinke i doveli bi do pogoršavanja svih pokazatelja zaduženosti. Zbog toga bi deprecijacija uzrokovala i povećanje udjela obveza koje nisu uredno servisirane. Empirijski je vrlo teško unaprijed procijeniti koliko bi se povećao udio neurednih inozemnih i udio domaćih neurednih

valutno indeksiranih i drugih kunskih dugova. U svakom slučaju, što bi bila veća deprecijacija, veći bi bio i udio neurednih dugova.

U povijesti inozemnog zaduživanja Hrvatske razlikuje se razdoblje do kraja 2001. godine u kojem je dominirao rast inozemnog duga javnoga sektora. Od 2002. godine to je obilježje zamijenio trend pojačanog zaduživanja privatnoga sektora (poglavito banaka) koji je svoje potrebe za inozemnom štednjom namirivao iz privatnih inozemnih izvora. Budući da središnja banka od početka 2003. godine donosi mjere kojima pokušava usporiti inozemno zaduživanje banaka, banke su dio svojeg poslovanja preusmjerile na područja za koja HNB nema ovlaštenja (a to su njihova vlasnički povezana poduzeća) i pri tome se također bilježi izraziti rast inozemnog duga spomenutih poduzeća.

Prodaja banaka vodećim regionalnim bankama donijela je niz koristi i kupcima i Hrvatskoj, ali i ekonomske probleme. Ulazak na hrvatsko tržište omogućio je stranim bankama prvo, rast poslovanja koji ne bi mogle ostvariti na znatno konkurentnijim zapadnim tržištima i drugo, veću profitabilnost zahvaljujući kamatnim stopama koje su u Hrvatskoj više nego u inozemstvu. Osnovne koristi za Hrvatsku bile su smanjenje barijera između inozemnih tržišta i domaćega financijskog tržišta te lakši uvoz inozemnoga kapitala i nastavak tendencije smanjivanja kamatnih stopa, koji je započeo još 1997. godine tijekom sanacije banaka. U samom bankarskom sektoru vidljiv je niz poboljšanja na području organizacije poslovanja i smanjenja općih troškova. No, nakon prodaje hrvatskih banaka stranim bankama došlo je i do snažnog rasta kredita banaka klijentima i do naglašenog rasta potrošnje. U razdoblju od kraja 2000. do kraja 2005. prosječna godišnja stopa rasta plasmana banaka stanovništvu iznosila je 26,6%. Kreditiranje stanovništva postalo je najznačajniji posao poslovnih banaka.

Ponašanje banaka rezultat je njihova nastojanja da kratkoročno maksimiziraju svoju dobit. Glavninu odobrenih kredita banke zasad uredno naplaćuju. Banke također vode računa i o mogućim rizicima, odnosno o mogućim problemima naplate kredita u slučaju promjene tržišnih okolnosti i imaju velik vlastiti kapital. Većina odobrenih kredita, posebice stanovništvu, osigurana je kvalitetnim instrumentima osiguranja naplate. Hrvatske su banke također vrlo male u usporedbi s maticama i čine manje od jedan posto imovine konsolidiranih banaka matica, dok svake godine ostvaruju povrat na uloženi kapital iznad vrijednosti od 15%, koja se smatra iznimno dobrom. Naličje te priče jest činjenica da mala izloženost i visoka dobit otvaraju prostor rizičnim ulaganjima i rizičnom poslovanju banaka.

Nastavak sadašnjih tendencija kretanja inozemnog duga s jedne je strane mogući put u dužničku krizu, a s druge strane smanjuje učinkovitost monetarne i tečajne politike te ih je nužno zaustaviti. Vlada Republike Hrvatske i HNB imaju na raspolaganju određene mjere kojima to mogu učiniti. Mjere koje im nisu na raspolaganju kapitalne su kontrole jer pristupanje EU podrazumijeva postupno i potpuno ukidanje svih kapitalnih kontrola do dana pristupanja Hrvatske Ekonomskoj i monetarnoj uniji. Vlada pod svojom izravnom kontrolom ima mogućnost i obvezu uskladiti svoju potrošnju sa svojim tekućim primanjima, tj. treba smanjiti proračunski manjak. Do sada se u Hrvatskoj trend smanjivanja proračunskog manjka i provedba fiskalne konsolidacije kroz fiskalnu politiku nisu dovoljno brzo odvijali. U nadležnosti je Vlade i cijeli niz drugih mjera kojima ona može neizravno utjecati na potrošnju stanovništva. Primjerice, Vlada može povećati trošarine na određene proizvode te može predložiti zakone koji neće pogodovati daljnjem rastu zaduživanja. Konačno, iako su u nadležnosti Vlade i različite reforme koje mogu pozitivno djelovati na rast BDP-a, treba naglasiti da se problem inozemne zaduženosti ne može riješiti ni isključivim

oslanjanjem na strukturne reforme. Naime, hrvatska prosječna realna stopa rasta BDP-a od 4,6% dvostruko je veća od prosječne stope rasta zemalja članica EU (iznosi oko 2%), pri čemu zemlje jugoistočne Europe, ali i napredne tranzicijske zemlje koje su nedavno integrirane u EU, ostvaruju rast sličan Hrvatskoj.

HNB je već poduzeo niz mjera kojima nastoji zaustaviti inozemno zaduživanje banaka. Uobičajena mjera koju poduzimaju središnje banke u slučaju neodrživoga rasta inozemnoga duga jest podizanje kamatne stope. Međutim, u Hrvatskoj takva mjera nema smisla i samo bi povećala priljev inozemnoga kapitala i aprecijacijske pritiske. Stoga se HNB pri ograničavanju inozemne zaduženosti uglavnom oslanjao na druge mjere koje bankama povećavaju troškove poslovanja, što im smanjuje početnu razliku između (viših) domaćih kamatnih stopa i (nižih) inozemnih, zbog kojih su banke u stranom vlasništvu uopće stigle na ovo područje. Najvažnija mjera, uvedena u srpnju 2004. godine, jest granična obvezna pričuva. Tom mjerom bankama se nameće obveza da kod HNB-a beskamatno deponiraju dio novoga inozemnog zaduživanja. Stopa granične obvezne pričuve postupno se povećavala, a od siječnja 2006. godine iznosi 55%. Tako sada banke moraju beskamatno deponirati kod HNB-a 55% vrijednosti svojega novoga inozemnog zaduživanja, a ostatak sredstava mogu plasirati svojim klijentima. Nadalje, HNB također pojačava minimalne zahtjeve koje banke trebaju ostvariti pri upravljanju kreditnim rizicima vezanim uz stranu valutu. Od prvog tromjesečja 2006. godine bankama je propisana obveza da utvrđuju koliko su njihovi klijenti izloženi valutnom riziku. Također je promijenjen način izračunavanja adekvatnosti kapitala banaka, što će vjerojatno adekvatnost kapitala većih banaka sniziti i približiti zakonski propisanom minimumu. Pri izračunavanju adekvatnosti kapitala rizičnost svih deviznih plasmana i svih plasmana odobrenih uz valutnu klauzulu, koji su odobreni klijentima koji nisu zaštićeni od gubitaka na osnovi promjene deviznog tečaja, povećana je za 25 postotnih bodova. Smanjenje adekvatnosti kapitala banaka očekuje se zbog toga što plasmane odobrene stanovništvu banke vjerojatno neće tretirati kao plasmane odobrene klijentima zaštićenima od valutnog rizika.

Ima naznaka da bi posljednje promjene stope i obračuna granične obvezne pričuve mogle početi davati rezultate. Njima se znatno povećava kamatna stopa koju poslovne banke moraju obračunavati kako bi ostvarile pozitivan povrat na sredstva pribavljena iz inozemstva. Od početka godine primjećuje se zaustavljanje trenda smanjenja aktivnih kamatnih stopa i blagi porast kamatnih stopa banaka na depozite. Zaustavlja se i trend daljnjeg ublažavanja uvjeta pri odobravanju kredita. Takva kretanja mogu upućivati na usporavanje kreditne ekspanzije u nastavku godine, a time i na usporavanje rasta inozemnog zaduživanja.

Središnja banka svojim mjerama istodobno podržava nastojanja Vlade da manjak opće države financira bez pribjegavanja novom inozemnom zaduživanju. U veljači 2005. godine smanjena je minimalno propisana devizna likvidnost sa 35% na 32%, čime je omogućeno refinanciranje dospjelih inozemnih euroobveznica države dugoročnim zaduživanjem Ministarstva financija kod domaćih banaka. U 2005. godini također je uveden novi instrument monetarne politike nazvan operacije na otvorenom tržištu, koji se za sada primjenjuje isključivo u obliku tzv. obratnih repo poslovima s trezorskim zapisima Ministarstva financija. Ekonomski je smisao tih poslova održavanje likvidnosti banaka i kratkoročno kreditiranje banaka na osnovi zaloga trezorskih zapisa Ministarstva financija. Uvođenjem toga monetarnog instrumenta olakšano je zaduživanje Ministarstva financija na domaćem financijskom tržištu i povećana je potražnja banaka za trezorskim zapisima Ministarstva financija. HNB je nastavio provoditi slične mjere u 2006. godini. Nove promjene regulative o minimalnoj likvidnosti banaka omogućile su kratkoročno refinanciranje euroobveznica države koje su dospjele u 2006. godini. U siječnju 2006. smanjena je i

stopa opće obvezne pričuve sa 18% na 17%, čime je bila formirana visoka likvidnost i podržano je izdavanje kunkskih obveznica Ministarstva financija u prosincu 2005. i veljači 2006. godine.

Mjere HNB-a usmjerene su na to da se inozemno zaduživanje i kreditna aktivnost banaka uspore, a ne da se zaustave, te da se usklade s veličinama za koje se vjeruje da će omogućiti nastavak gospodarskog rasta bez daljnjeg pogoršavanja situacije u platnoj bilanci i bez daljnjega inozemnog zaduživanja. U Projekciji monetarne politike za 2006. godinu, dokumentu koji je analitička podloga za recentne mjere HNB-a, predviđen je rast plasmana banaka odobrenih poduzećima u rasponu od 12% do 13%, veličina deficita na tekućem računu u visini od oko 6% vrijednosti BDP-a uz stagnaciju inozemnog duga, a godišnja stopa gospodarskog rasta realno od 4% do 4,5%. Smatramo da bi se bez recentnih mjera tendencije iz 2005. godine nastavile: rast plasmana banaka od oko 20% na godinu, uz pogoršanje situacije u platnoj bilanci i nastavak rasta inozemnog duga.

Potrebno je naglasiti da je središnja banka dosadašnjim mjerama postigla polovične rezultate, što se, bez cjelovitije podrške ostalih nositelja ekonomske politike, moglo očekivati. Važeće mjere trebat će postupno usklađivati s regulativom koja postoji u sklopu zajedničke monetarne politike EU pa se nameće zaključak da nositelji fiskalne politike, uz podršku i pomoć središnje banke, moraju što prije preuzeti aktivniju i izravniju ulogu kako bi se problem eksterne neravnoteže i ranjivosti Hrvatske na vrijeme i bez težih posljedica sanirao.

6. POPIS LITERATURE

Babić, A. (2003.): *Prijedlog ekonomske politike 2003-01.: Mogućnosti uvođenja kontrole kapitala u Hrvatskoj*, Hrvatska narodna banka

Babić, M. i Babić, A. (2003.): *Međunarodna ekonomija*, VI. dopunjeno i izmijenjeno izdanje, Mate, Zagreb

Égert, B. (2005.): *Equilibrium Exchange Rates in Southeastern Europe, Russia, Ukraine and Turkey: Healthy or (Dutch) Diseased?*, William Davidson Institute Working Paper Number 770

Hrvatska narodna banka, *Godišnja izvješća Hrvatske narodne banke*, razna godišta, <http://www.hnb.hr>

Hrvatska narodna banka, *Tromjesečna izvješća Hrvatske narodne banke*, razni brojevi, <http://www.hnb.hr>

Hrvatska narodna banka (2004.), *Liberalizacija kapitalnih transakcija s posebnim osvrtom na tržište nekretnina*

Kačan, A. (2000.) *Analiza inozemnog duga Republike Hrvatske*, Pregledi Hrvatske narodne banke, P-4, <http://www.hnb.hr>

Mervar, A. (2003.): *Determinante vanjskotrgovinskih tokova RH – Ekonometrijski pristup*, rad u okviru studije Ekonomskog instituta "Analitičke osnove za vođenje monetarne politike tijekom procesa pridruživanja Europskoj uniji", pripremljene za potrebe HNB-a

Mihaljek, D. (2003.): *Analiza održivosti javnog i vanjskog duga Hrvatske pomoću standardnih financijskih pokazatelja*, Privredna kretanja i ekonomska politika, god. 13, br. 97

Mikić, M. i Lukinić, G. (2004.): *Using Trade Statistics to Gauge Croatian Competitiveness*, rad predstavljen na konferenciji "An Enterprise Odyssey: Building Competitive Advantage", Zagreb, 2004.

Rohatinski, Ž. (2003.): *Aktualna ekonomska situacija i mjere monetarne politike*, tekst izlaganja pripremljenog za savjetovanje Hrvatskog društva ekonomista o ekonomskoj politici u 2004. godini, Opatija, 2003.

Rohatinski, Ž. (2004.): *Monetarna politika*, tekst izlaganja pripremljenog za savjetovanje Hrvatskog društva ekonomista "Ekonomska politika Hrvatske u 2005.", Opatija, 2004.

Škuflić, L. i Jurlin, K. (2003.): *Trgovinske integracije i konkurentnost hrvatskog gospodarstva*, rad u okviru studije Ekonomskog instituta "Analitičke osnove za vođenje monetarne politike tijekom procesa pridruživanja Europskoj uniji", pripremljene za potrebe HNB-a

Sporazum o stabilizaciji i pridruživanju, <http://www.mei.hr>

Stučka, T. (2003.): *The Impact of Exchange Rate Changes on the Trade Balance in Croatia*, Croatian National Bank Working Paper, W-11

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

Zakon o deviznom poslovanju, NN, br. 96/2003.