

III. ANALIZA VANJSKE OSJETLJIVOSTI¹

A. Uvod

72. Sredinom 1990-ih, hrvatski makroekonomski pokazatelji premašili su pokazatelje mnogih drugih regionalnih ekonomija. Tijekom razdoblja od 1993. do 1997. rast je bio velik, inflacija je ostala neznatna, zadržan je državni deficit, a omjeri vanjskog duga prema BDP-u i servisiranja duga prema izvozu ostali su znatno ispod prosjeka ostalih tranzicijskih zemalja u srednjoj i istočnoj Europi. Međutim, u posljednje vrijeme, veliki deficit tekućeg računa i promjena u načinu njegova financiranja, od tokova koji ne stvaraju dugove prema vanjskom zaduživanju, doveli su do naglog povećanja vanjskog duga. Posebice, omjer vanjskog duga prema BDP-u udvostručio se u razdoblju od konca 1995. do sredine 1999.

73. U ovom se poglavlju nastoji procijeniti osjetljivost hrvatske ekonomije na platnobilančne i financijske krize. Ono se osobito osvrće na raspon pokazatelja kojima se sve češće posvećuje pozornost u gospodarstvima s tržištima u razvoju nakon azijske financijske krize, uspoređujući hrvatsku ekonomiju s komparabilnim tranzicijskim zemljama u srednjoj i istočnoj Europi. Osim toga, također su prikazani neki pokazatelji percepcije tržišta.

B. Pokazatelji vanjske osjetljivosti

74. Nakon serije velikih ekonomskih šokova koji su pogodili ekonomije s tržištima u razvoju tijekom posljednjih pet godina, uključujući *tequila* krizu krajem 1994., azijsku krizu koja je započela 1997., te rusku krizu 1998., sve se više posvećuje pozornost načinu na koji se procjenjuje rizik od krize likvidnosti u tim ekonomijama. Nekoliko je studija razmatralo koliko ozbiljnost i učestalost kriza odražava temeljne varijable vezane uz solventnost, te da li i koliko one odražavaju nedostatak likvidnosti.² Te su studije pokušale utvrditi relevantnost ključnih varijabli za utvrđivanje ranih pokazatelja valutnih kriza.

75. Pokazatelji koji su se činili osobito korisnima u tom pogledu uključuju deficit tekućeg računa, rast izvoza, odstupanje realnoga deviznog tečaja od trenda, omjer kratkoročnih dugova i ukupnih likvidnih sredstava prema bruto međunarodnim pričuvama te promjene u pričuvama. Prva tri (deficit tekućeg računa, rast izvoza, odstupanje realnoga deviznog tečaja od trenda) pokazatelji su solventnosti: mali deficit tekućeg računa rezultira manjim potrebama za vanjskim zaduživanjem, veliki rast izvoza osigurava da buduće servisiranje duga kao postotak od vanjskih prihoda bude manje za određeni deficit tekućeg računa, a promjene u realnom tečaju utječu na buduće kretanje deficita tekućeg računa. Preostala tri pokazatelja su pokazatelji likvidnosti: omjer kratkoročnog duga (na osnovi preostalog dospijeca) prema pričuvama ukazuje na sposobnost države da servisiraju svoj dug koji dospijeva tijekom nadolazeće godine, ako je državi onemogućeno vanjsko financiranje, omjer ukupnih likvidnih sredstava prema pričuvama pokazuje mogućnost bijega kapitala iz zemlje od strane rezidenata; dok promjena u pričuvama ukazuje na preostale utjecaje na platnu bilancu.

76. Djelatnici MMF-a su napravili Sustav ranog upozoravanja, koji se zasniva na skupini pokazatelja koji omogućuju rano uočavanje vanjske osjetljivosti država. Osobiti su naponi bili uloženi u poboljšanje analize pitanja likvidnosti *per se* te osobito adekvatnosti međunarodnih pričuva. Tradicionalni mjerni postupak koji uspoređuje pričuve s uvozom ne ukazuje na sposobnost pričuva za ublažavanje šokova na kapitalnom tržištu. Stoga se pozornost usmjerava na omjer pričuva prema kratkoročnom dugu, gdje se kratkoročni dug definira na osnovi preostalog dospijeca. Praksa

¹ Pripremio Joël Toujas-Bernaté. Garry O'Callaghan je svojim radom pomogao u pisanju ovog poglavlja.

² Među tim studijama su: Sachs, Tornell i Velasco (1996), Frankel i Rose (1996), Kaminsky, Lizondo i Reinhart (1998), i Bussière i Mulder (1999).

pokazuje da je taj omjer zaista prilično dobar prognozer učestalosti i ozbiljnosti krize, čak i kada jedan mjerni postupak ne može obuhvatiti sve dimenzije osjetljivosti.

77. Bilo je pokušaja za određivanje polaznih komparativnih vrijednosti koje određena država mora zadovoljiti da bi smanjila osjetljivost na najmanju moguću mjeru. Privlačna polazna komparativna vrijednost "jedan" za omjer pričuva prema kratkoročnom dugu cjelokupnog gospodarstva dobiva empirijsku podršku. Bussiére i Mulder (1999.) su, na primjer, ustanovili da bi omjer koji iznosi barem "jedan", čak i uz skroman deficit tekućeg računa i malo apreciran tečaj, omogućio da rizik od krize ostane malen. Kao sljedeća komparativna vrijednost, predlaže se da bi države trebale upravljati svojom vanjskom imovinom i obvezama tako da mogu opstati bez inozemnog zaduživanja u razdoblju od godinu dana. Prema tom, tzv. Guidottijevu pravilu država je obvezna držati pričuvu ne samo da bi pokrila obveze koje dospijevaju unutar godine dana već i dovoljno pričuva za pokrivanje jednogodišnjeg deficita tekućeg računa. Modificirano Guidottijevo pravilo, kojem je isto tako posvećena pozornost, sastoji se od kratkoročnog duga i deficita tekućeg računa platne bilance umanjenog za izravna strana ulaganja.

78. Razmatrajući mjerne pokazatelje likvidnosti, važno je odrediti točnu definiciju koncepta pričuva i kratkoročnog duga. Posebice, sve terminske obveze moraju se utvrditi kao takve, a dug s opcijom prodaje na određeni datum ili prije toga datuma (*put option*) potrebno je smatrati plativim na najraniji datum kada vjerovnik može zahtijevati otplatu. Isto tako, svaki dio pričuva založen ili iskorišten kao osiguranje potrebno je isključiti iz koncepta raspoloživih pričuva, s obzirom da te pričuve nisu odmah raspoložive u trenutku financijske krize.

C. Vanjska osjetljivost Hrvatske

79. Sredinom 1990-ih, nakon uspješnoga stabilizacijskog programa na kraju 1993., vanjska pozicija hrvatske ekonomije izgledala je vrlo snažno (Tablica 14.): saldo tekućeg računa prosječno je bio u suficitu od 1,2 posto BDP-a u razdoblju od 1993. do 1995.; realni devizni tečaj se stabilizirao; omjer vanjskog duga, uglavnom naslijeđenog od bivše Socijalističke Federativne Republike Jugoslavije (SFRJ), prema BDP-u iznosio je vrlo niskih 20 posto; pozicija međunarodnih pričuva bila je relativno povoljna, s omjerom kratkoročnog duga (na osnovi preostalog dospijeca) prema bruto međunarodnim pričuvama od oko jedne trećine u 1995., a neto međunarodne pričuve su bile identične uvozu robe i nefaktorskih usluga za razdoblje od dva mjeseca. Samo su vrlo skroman rast izvoza i veliko povećanje bankovnih kredita privatnom sektoru tijekom tri prethodne godine upućivali na određeni oprez.

80. Tijekom 1995. i 1996. godine Hrvatska je naglo napredovala u normalizaciji svojih vanjskih odnosa sklapanjem ugovora o reprogramiranju duga s Pariškim i Londonskim klubom. S obzirom na zdravu poziciju dugovanja i pričuva u Hrvatskoj, te povoljne vanjske izgleda, tri kreditne agencije su dodijelile Hrvatskoj rejting zemlje na početku 1997. svrstavajući Hrvatsku među ostale tranzicijske zemlje poput Poljske i Mađarske.³ To je Hrvatskoj omogućilo da brzo stekne pristup kapitalnim tržištima i prijeđe s kratkoročnih priljeva na srednjoročno i dugoročno zaduživanje. Hrvatska je 1997. izdala tri serije euroobveznica, u iznosu od 300 milijuna američkih dolara, 300 milijuna njemačkih maraka i 700 milijuna austrijskih šilinga, i jednu seriju euroobveznica (tzv. *Matador* obveznicu) od 15 milijardi pezeta 1998.⁴

³ Moody's, Standard & Poor's te IBCA dodijelile su Hrvatskoj u siječnju 1997. svoj najniži kreditni rejting za dugoročne devizne obveznice i više rejtinge za kratkoročne obveznice (u stranoj valuti i u kunama). Najviše suzdržanosti izraženo je glede nesigurnosti vezane uz političke procese i moguće fiskalne implikacije restrukturiranja potražnje.

⁴ Eurodolarska obveznica ima rok dospijeca od 5 godina i 7-postotnu kuponsku kamatnu stopu (80 baznih bodova više od američkog rizničkog zapisa s dospijecem od 5 godina, u vrijeme izdavanja); euromarkina obveznica ima dospijec od 7 godina i kuponsku kamatnu stopu 6,125 posto (95 baznih bodova više od referentne (*benchmark*) obveznice njemačke vlade, u vrijeme izdavanja); eurošilinga obveznica ima dospijec od 5 godina i 5,626-postotnu kuponsku kamatnu stopu, a *Matador* obveznica ima dospijec od 3 godine i 6,5-postotnu kuponsku kamatnu stopu.

81. Mnogo veći deficiti tekućeg računa 1997. i 1998., koji su dostigli 11,6, odnosno 7,1 posto BDP-a, uglavnom su se financirali s pomoću novoga vanjskog zaduživanja, zahvaljujući novoostvarenom pristupu kapitalnim tržištima. To je pridonijelo značajnom povećanju vanjskog duga, koji je dostigao oko 37 posto BDP-a na kraju 1998., od čega je javni i javno zajamčeni dug iznosio oko 20 posto BDP-a.⁵ Tako je na kraju 1998. nekoliko pokazatelja solventnosti upućivalo na sve veće slabosti: deficit tekućeg računa u prosjeku je bio 8,2 posto tijekom tri prethodne godine, omjer vanjskog duga prema BDP-u gotovo se udvostručio u tri godine – iako je imao nisku osnovicu, a rast izvoza je ostao vrlo skroman.

82. Što se tiče pokazatelja likvidnosti, neto međunarodne pričuve su povećane za oko 900 milijuna američkih dolara između konca 1995. i 1998., da bi dostigle ekvivalent 2,9-mjesečnog uvoza robe i nefaktorskih usluga. Dok se kratkoročni dug (na osnovi preostalog dospijeca) nešto povećao tijekom razdoblja od 1995. do 1998., njegov omjer prema bruto pričuvama bio je još uvijek relativno malen, oko 37 posto, na kraju 1998. Pokazatelj zasnovan na modificiranom Guidottijevu pravilu, odnosno kratkoročni dug i deficit tekućeg računa platne bilance umanjen za izravna strana ulaganja kao postotak od pričuva, bio je manje povoljan, oko 62 posto na kraju 1998., nakon pada sa svoje nabolje vrijednosti od 119 posto na kraju 1997. Na kraju, omjer ukupnih likvidnih sredstava prema pričuvama se ravnomjerno povećao između konca 1995. i 1998., s 2,4 na 3,2, a oko dvije trećine ukupnih likvidnih sredstava bilo je u obliku deviznih depozita. Tu prividno još povoljnu, iako oslabljenu, poziciju vanjske likvidnosti potrebno je promatrati, međutim, s obzirom na činjenicu da je dio povećanja međunarodnih pričuva odražavao sve veće nakupljanje deviznih obveza mjerodavnih monetarnih tijela prema rezidentima. S provedbom novih propisa o obveznoj pričuvi za devizne depozite u trećem tromjesečju 1998., domaće poslovne banke počele su akumulirati pričuve za devizne depozite kod središnje banke od rujna 1998. do travnja 1999. Središnja je banka isto tako počela izdavati zapise u stranoj valuti u travnju 1998. Te devizne obveze središnje banke iznosile su oko 500 milijuna američkih dolara na kraju 1998. i 740 milijuna američkih dolara sredinom 1999.

83. Važna zabrinjavajuća činjenica sa stajališta osjetljivosti tijekom nekoliko proteklih godina bila je sve veća slabost bankovnog sustava. Slaba ekonomija i presušivanje devizne štednje vraćene u domicilne zemlje stranih ulagača doveli su do insolventnosti skupine banaka s brzim rastom. Središnja je banka morala intervenirati u sve više banaka, a zabrinutost javnosti za zdravo poslovanje bankarskog sektora pridonijela je pritiscima na devizno tržište krajem 1998. i početkom 1999. U isto vrijeme, hrvatske su banke prešle sa značajne kratke pozicije u stranoj valuti krajem 1997. na dugu poziciju u trećem tromjesečju 1999. Iako je to poboljšalo izravnu izloženost banaka prema deprecijaciji valute, to je također povećalo pritiske na devizni tečaj tijekom toga razdoblja. Međutim, vjerojatno je da će neizravna izloženost banaka prema deprecijaciji valute ostati značajna, s obzirom na to da je 50 do 60 posto domaće aktive banaka nominirano u stranoj valuti ili indeksirano prema njoj, za čiji se značajni dio može pretpostaviti da nije pokriven od strane dužnika.⁶

84. Usporedba pokazatelja vanjske osjetljivosti za Hrvatsku s onima za ostala srednjoeuropska gospodarstva potvrđuje stajalište da, usprkos tome što pozicija vanjske likvidnosti još uvijek ostaje povoljna, pozicija Hrvatske u smislu pokazatelja vanjske solventnosti slabi. Pokazatelji vanjske osjetljivosti na kraju 1998. prikupljeni su za 10 zemalja srednje i istočne Europe (vidi Sliku 9.).⁷ Omjer za Hrvatsku kratkoročnog duga i međunarodnih pričuva, te kratkoročni dug i deficit tekućeg računa platne bilance umanjen za izravna strana ulaganja kao postotak od međunarodnih pričuva, nalaze se u središnjem ili donjem dijelu uzorka. Tradicionalnije mjerenje pričuva u mjesecima uvoza svrstava Hrvatsku u prosjek uzorka. Hrvatska je isto tako jedna od malo zemalja u uzorku, zajedno sa

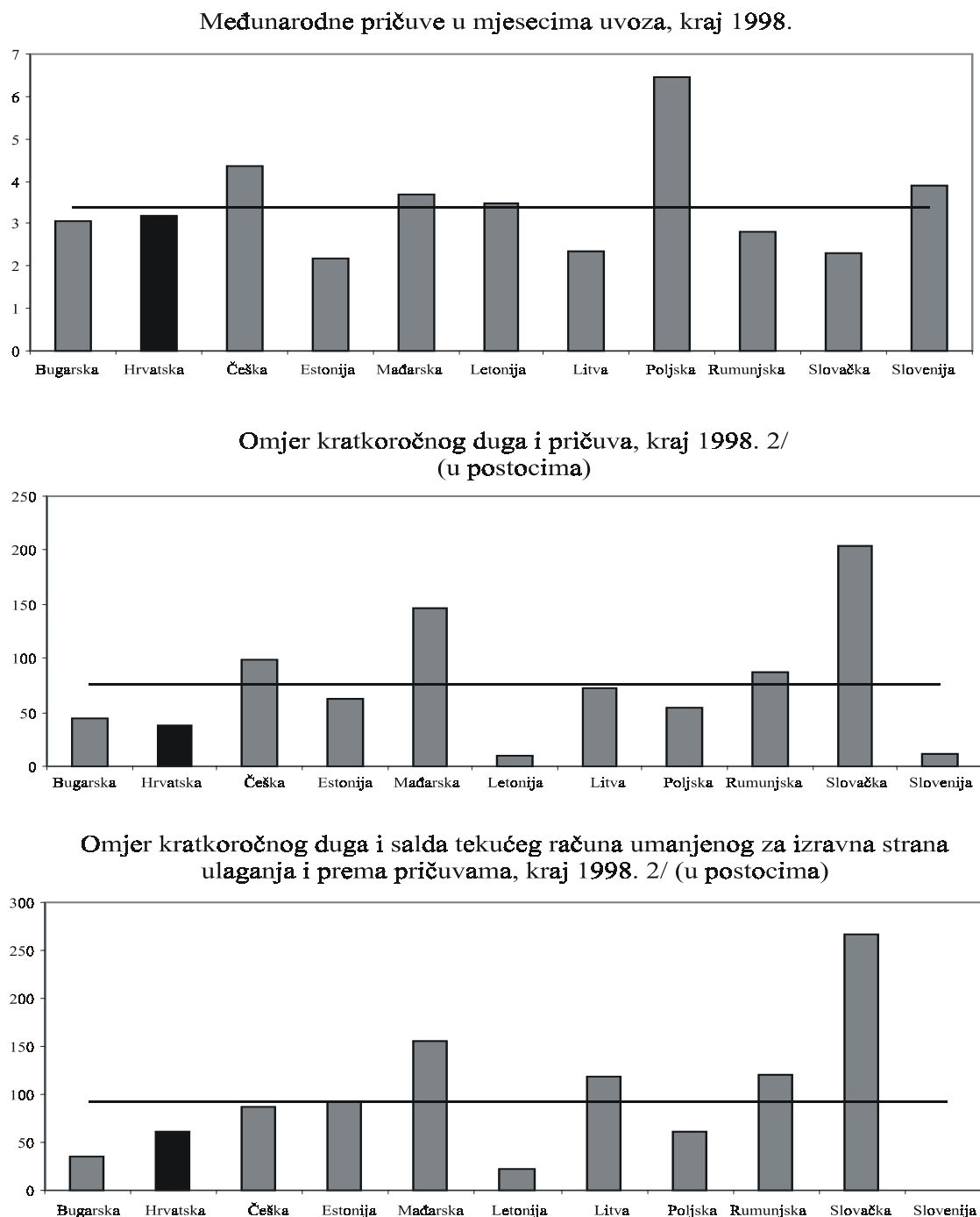
⁵ Na kraju 1998. državni vanjski dug procijenjen je na oko 15 posto BDP-a, a javno zajamčeni vanjski dug iznosio je oko 5 posto BDP-a.

⁶ Vidi poglavlje II. za detaljniju raspravu o nedavnim kretanjima u bankovnom sektoru.

⁷ Uzorak obuhvaća Bugarsku, Češku, Estoniju, Mađarsku, Letoniju, Litvu, Poljsku, Rumunjsku, Slovačku i Sloveniju.

Slovačkom i Slovenijom, koje nisu imale aprecijaciju realnoga deviznog tečaja u posljednje četiri godine.⁸ Međutim, Hrvatska u usporedbi s ostalim državama ima slabiju poziciju što se tiče pokazatelja tekućeg računa, rasta izvoza, gomilanja vanjskoga duga i povećanja kredita bankarskog sektora privatnom sektoru, iako niti u jednom slučaju nije među najlošije rangiranim državama u uzorku.

Slika 9. Hrvatska: Pokazatelji vanjske osjetljivosti zemalja u regiji 1/Pokazatelji likvidnosti



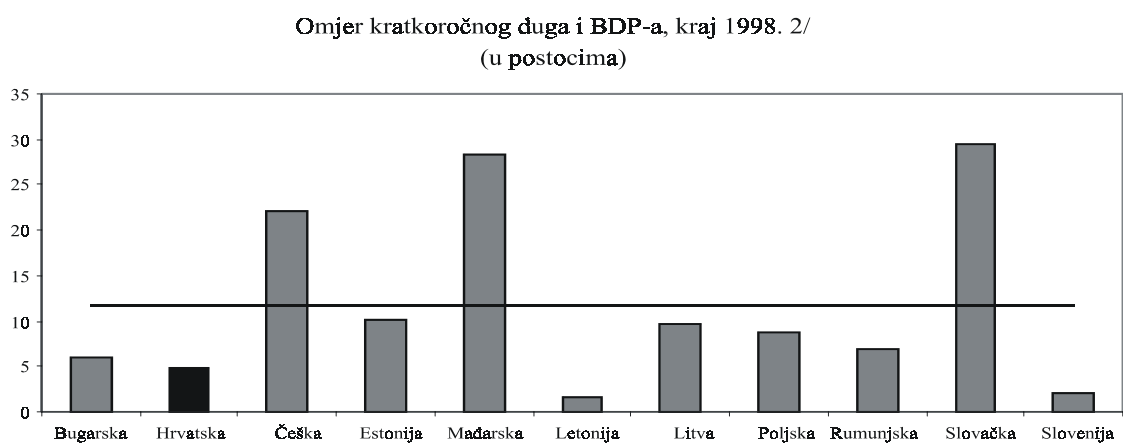
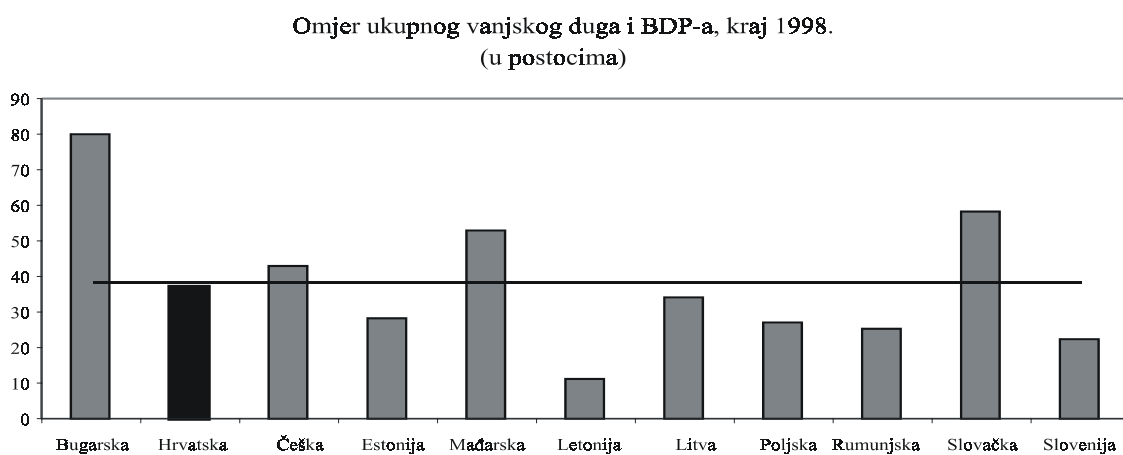
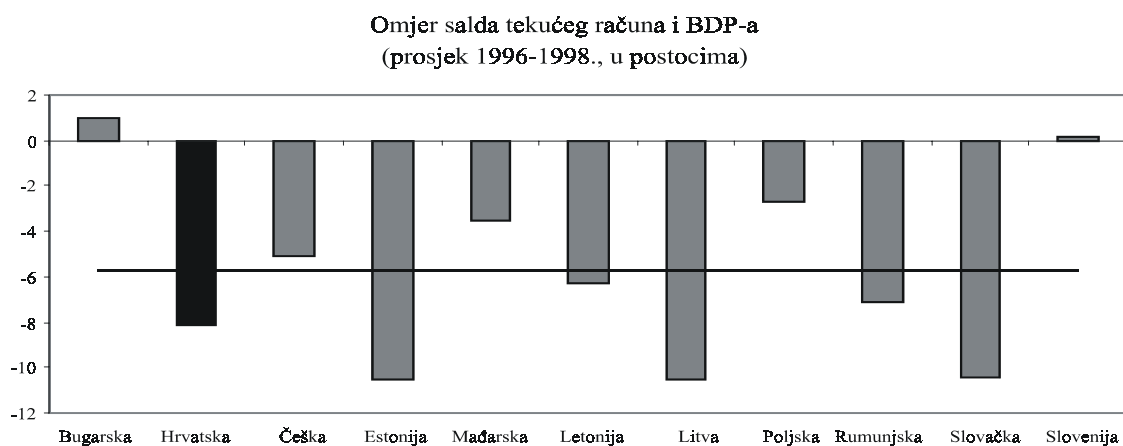
Izvori: Baza podataka WEO-a i International Financial Statistics

1/ U svakom grafikonu prosjek uzorka prikazan je crtom.

2/ Kratkoročni dug prikazan je na osnovi preostalog dospelja.

⁸ Aprecijacija realnoga deviznog tečaja u posljednje četiri godine kod nekih je država dostigla 40 do 80 posto. Vidi također poglavlje IV.

Slika 9. (nastavak) Hrvatska: Pokazatelji vanjske osjetljivosti zemalja u regiji 1/
Pokazatelji solventnosti



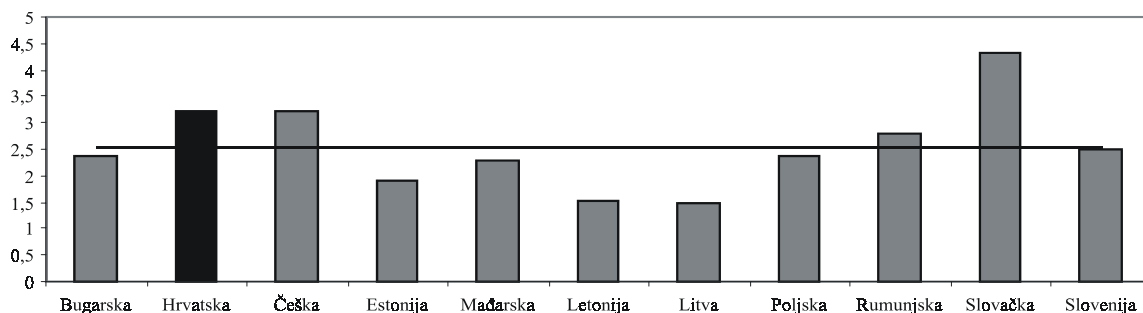
Izvori: Baza podataka WEO-a i International Financial Statistics

1/ U svakom grafikonu prosjek uzorka prikazan je crtom.

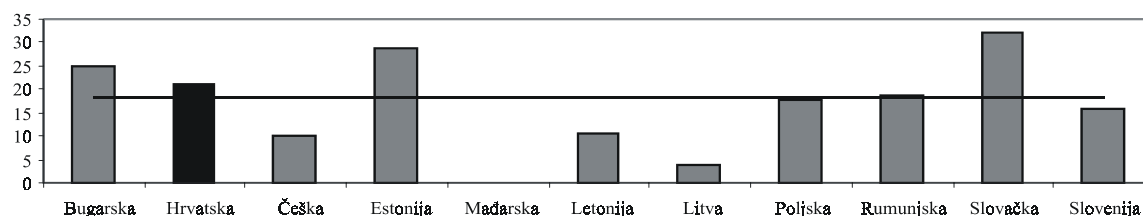
2/ Kratkoročni dug prikazan je na osnovi preostalog dospijeća.

Slika 9. (nastavak) Hrvatska: Pokazatelji vanjske osjetljivosti zemalja u regiji 1/
Pokazatelji solventnosti i ostali pokazatelji

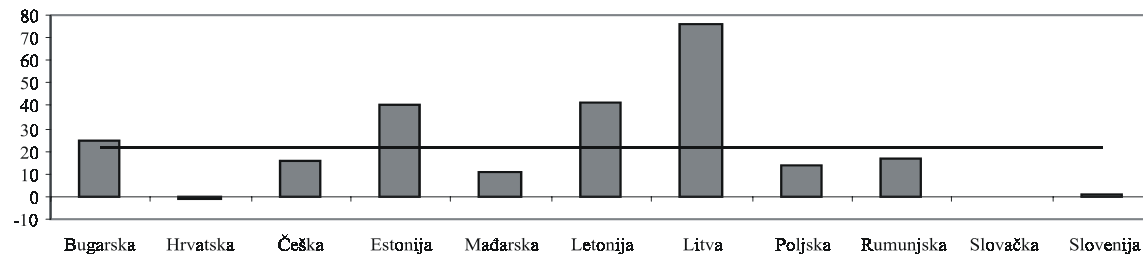
Omjer ukupnih likvidnih sredstava i pričuva, kraj 1998.



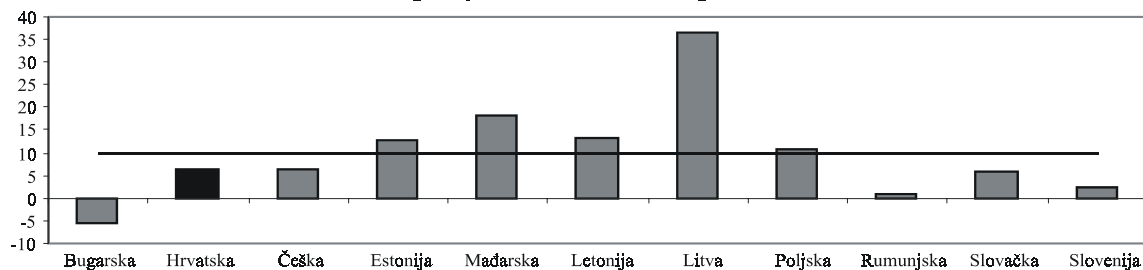
**Kredit bankovnog sektora građanima
(promjena tijekom 1995-1998. kao postotak BDP-a)**



**Aprecijacija realnog efektivnog tečaja
(od kolovoza 1995. do kolovoza 1999., u postocima)**



**Rast izvoza robe i nefaktorskih usluga u USD
(prosjeak 1996-1998., u postocima)**



Izvori: Baza podataka WEO-a, International Financial Statisticsi Sustav informacija MMF-a
1/ U svakom grafikonu prosjek uzorka prikazan je crtom.

D. Percepcija financijskih tržišta

85. Tijekom posljednjih nekoliko godina, sudionici na financijskom tržištu doživljavali su Hrvatsku s određenom zabrinutošću. Nakon azijske financijske krize, kamatne marže na hrvatske devizne obveznice povećale su se više nego u ostalim tranzicijskim zemljama sa sličnim kreditnim rejtingom. Nakon početnog poslovanja s manje od 100 baznih bodova u prvoj polovici 1997., marža na hrvatsku eurodolarsku obveznicu, koja je izdana u veljači 1997. s dospeljećem 2002., dostigla je 300 baznih bodova u siječnju 1998. (Slika 10.). Zbog ruske krize, marža je značajno porasla i dosegla više od 600 baznih bodova u listopadu 1998. Od tada, ona je fluktuirala unutar raspona od 360 do 530 baznih bodova, što je usporedivo s obveznicama država nižega kreditnog rejtinga. Države sa sličnim kreditnim rejtingom kao i Hrvatska, poput Malezije, Južne Koreje ili Tajlanda, trenutačno imaju prihode za oko 350 baznih bodova niže od onih na hrvatske obveznice.

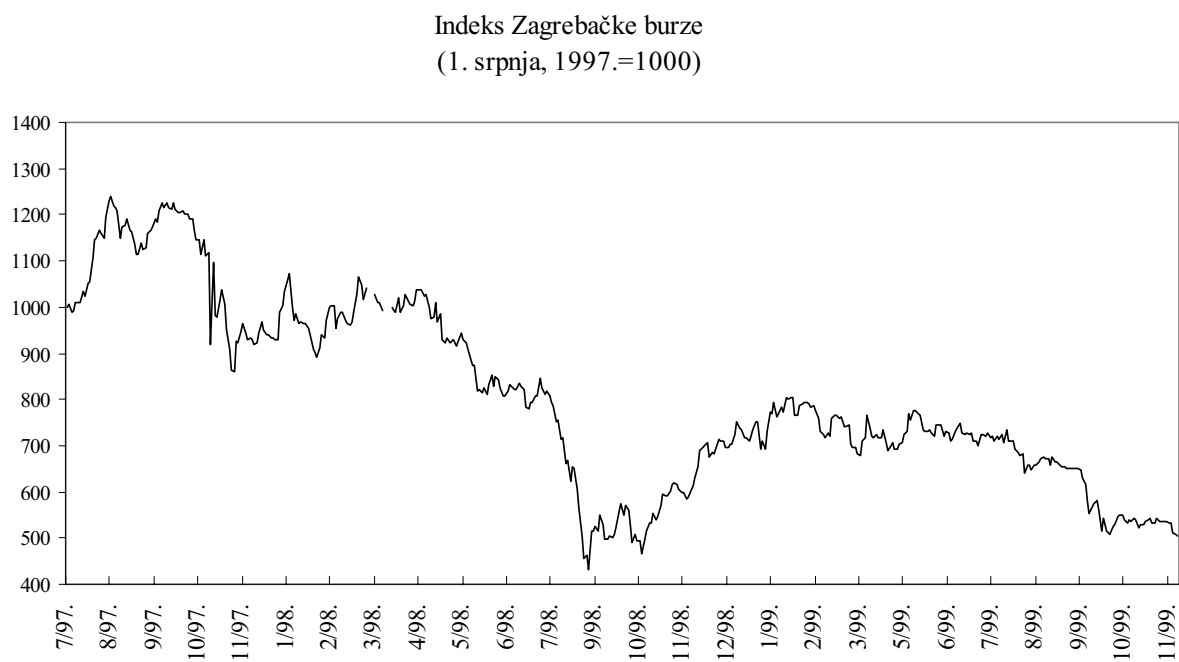
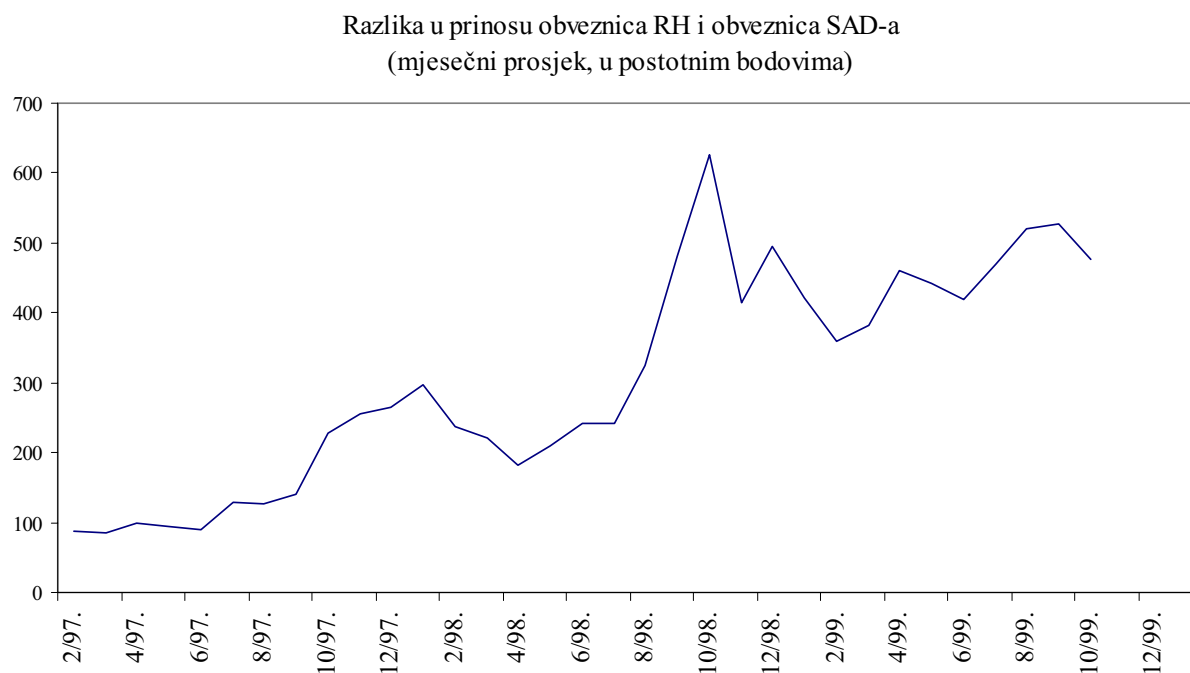
86. Tijekom 1999., agencije koje dodjeljuju kreditni rejting objavile su negativne ocjene. U travnju je Hrvatska izgubila svoj kreditni rejting kod IBCA-a. To se desilo zbog povećanoga fiskalnog deficita i pojačanih pritisaka na tekući račun i banke, u kontekstu prestanka ekonomskog rasta i opće regionalne nesigurnosti vezane uz kosovsku krizu. U lipnju, Standard & Poor's i Moody's promijenili su svoju ocjenu od stabilne perspektive na negativnu perspektivu što se tiče deviznog duga, koja je, međutim, ponovno potvrđena kod dodjele kreditnog rejtinga. Standard & Poor's je dodijelio ocjenu negativne perspektive zbog sve veće nesigurnosti domaćeg političkog okruženja i ozbiljnih problema prilagodbe u bankarskom sektoru i sektoru poduzeća, s obzirom na uvjete pooštrene monetarne politike i smanjenu ekonomsku aktivnost. Moody's navodi velika nadolazeća plaćanja amortizacije i nedostatak konkurentnosti kao glavne razloge za zabrinutost.

87. Negativne ocjene potaknule su mnoga investicijska poduzeća da počnu davati "ispodprosječnu" preporuku za svoje klijente, najčešće navodeći strah od povećanih fiskalnih pritisaka i pritisaka na tekući račun u 2000., nesigurno političko okruženje i predviđanje pogoršanja rejtinga u budućnosti. S druge strane, neka su poduzeća doživjela visoke prihode od hrvatskog duga kao dobru investicijsku priliku.

88. Usprkos toj relativno negativnoj trenutačnoj percepciji, Hrvatska je izdala svoju prvu samurajsku obveznicu od 25 milijardi jena (oko 250 milijuna američkih dolara) na početku prosinca 1999. Iznos je povećan od početnih 20 milijardi jena zbog jake potražnje ulagača, većinom srednje velikih banaka i korporacija iz Tokija i okolice. Ta je obveznica dobila investicijsku ocjenu BBB- od Standard & Poor's te ima kuponsku kamatnu stopu od 4 posto.

89. Kretanja na Zagrebačkoj burzi isto su tako odražavala zabrinutost sudionika na financijskom tržištu. CROBEX indeks je najprije pao za oko 30 posto u listopadu 1997., nakon azijske financijske krize (vidi Sliku 10.). Zatim je, nakon ruske krize, pao za oko 50 posto između travnja i rujna 1998. i dostigao dotad najnižu razinu 1. rujna 1998., prije nego što se donekle oporavio krajem 1998. i početkom 1999. Ponovno odražavajući zabrinutost za situaciju u bankarskom sektoru i sektoru poduzeća, kao i nesigurno političko okruženje, indeks je pao za oko 30 posto između sredine srpnja i konca rujna 1999. Sveukupno gledajući, indeks na Zagrebačkoj burzi izgubio je više od polovine svoje vrijednosti između kolovoza 1997. i konca rujna 1999.

Slika 10. Hrvatska: Pokazatelji financijskih tržišta, 1997-1999.



Izvori: Bloomberg i Zagrebačka burza

E. Zaključak i perspektiva

90. Vanjska pozicija Hrvatske, koja je izgledala snažno sredinom 1990-ih, oslabila je tijekom posljednjih nekoliko godina. Posebice je nekoliko pokazatelja vanjske solventnosti, uključujući deficit tekućeg računa, omjer vanjskog duga prema BDP-u i rast izvoza, pokazalo znakove relativne slabosti i ne mogu se pozitivno uspoređivati s nekim drugim državama u srednjoj i istočnoj Europi. Međutim, Hrvatska je uspjela održati povoljnu poziciju vanjske likvidnosti, s međunarodnim pričuvama koje dobro pokrivaju vanjski kratkoročni dug na osnovi preostalog dospijeca.

91. U srednjoročnoj projekciji koju su pripremili stručnjaci MMF-a, koja se temelji na ponovnom jačanju strukturnih reformi u sektoru poduzeća, smanjenju uloge države u ekonomiji i povećanoj suradnji između Hrvatske i njezinih trgovinskih partnera, očekuje se da će se deficit tekućeg računa postupno smanjiti na oko 3½ posto BDP-a za 5 godina, dok će neto međunarodne pričuve biti ojačane i jednake omjeru, umanjenom za 33 posto, četveromjesečnog uvoza i vanjskog duga prema BDP-u (vidi tablicu niže). Hrvatska bi tako popravila svoju vanjsku snagu. Međutim, s obzirom na velike otplate vanjskog duga koje dospijevaju u razdoblju od 2000. do 2001., djelomično vezane uz otplatu glavnice međunarodnih obveznica, omjer kratkoročnog duga prema pričuvama će se pogoršati u sljedeće dvije godine, nakon čega će se opet oporaviti. Usprkos tome, predviđa se da će bruto raspoložive pričuve u potpunosti pokriti vanjski kratkoročni dug utemeljen na preostalom dospijeću, u projiciranom petogodišnjem razdoblju.

Hrvatska: Srednjoročna projekcija (postotak BDP-a, ako nije navedeno drugačije)						
	1999.	2000.	2001.	2002.	2003.	2004.
Saldo tekućeg računa	-6,5	-5,0	-4,5	-4,0	-3,8	-3,6
Neto izvoz robe i nefaktorskih usluga	-8,2	-7,2	-6,0	-5,5	-4,8	-4,1
Vanjski dug	39,0	36,5	35,2	33,9	33,8	33,1
Neto međunarodne pričuve 1/	3,1	3,2	3,2	3,2	3,5	3,8
Kratkoročni dug kao postotak od bruto raspoloživih međunarodnih pričuva 2/	88,1	85,0	94,1	74,0	64,5	49,2
Deficit tekućeg računa i kratkoročni dug umanjen za izravna strana ulaganja kao postotak od bruto raspoloživih međ. pričuva 2/	83,4	91,7	100,3	82,1	70,4	54,5
Izvori: Procjene MMF-a 1/ U mjesecima izvora robe i nefaktorskih usluga. 2/ Kratkoročni dug prikazan je na osnovi preostalog dospijeca.						

Literatura

Bussière, Matthieu i Christian Mulder, 1999, External Vulnerability in Emerging Market Economies: How High Liquidity Can Offset Weak Fundamentals and the Effect of Contagion, *IMF Working Paper* WP/99/88, Washington

Frankel, Jeffrey A. i Andrew K. Rose, 1996, Currency Crashes in Emerging Markets: an Empirical Treatment, *Journal of International Economics*, vol. 41, str. 351-366.

Kaminsky, Garciela, Saul Lizondo i Carmen Reinhart, 1997, Leading Indicators of Currency Crises, *IMF Staff Papers*, vol. 45, No. 1.

Sachs, Jeffrey, Aaron Tornell i Andres Velasco, 1996, Financial Crises in Emerging Markets: The Lessons from 1995, *Brookings Papers on Economic Activity: I*, Brookings Institution, str. 147-215.

Tablica 14. Hrvatska: Odabrani pokazatelji vanjske osjetljivosti, 1995-1998.
(u postocima, ako nije navedeno drugačije)

	1995.	1996.	1997.	1998.
Aprecijacija realnog efektivnog tečaja (kumulativna tijekom 4 posljednje godine)	...	40,3	-0,1	1,6
Omjer ukupnog vanjskog duga i BDP-a (na kraju razdoblja)	20,8	23,2	31,9	37,1
Omjer kratkoročnog duga i BDP-a (na kraju razdoblja) 1/	3,2	4,7	5,8	4,9
Omjer kratkoročnog duga i pričuva (na kraju razdoblja) 1/	31,6	40,7	45,6	37,8
Omjer krat. duga i tek. rač. umanjenog za izrav. str. ulag. i prema pričuv. (na kraju razdoblja) 1/	102,8	67,2	118,7	61,5
Omjer ukupnih likvidnih sredstava i pričuva (u jedinicama)	2,4	2,8	3,1	3,2
Međunarodne pričuve u mjesecima uvoza robe i usluga i nefaktorskih usluga	2,4	2,8	2,7	3,2
Omjer salda tekućeg računa i BDP-a (trogodišnji prosjek)	1,2	-2,6	-8,4	-8,2
Kredit bankovnog sektora građanima (trogodišnja promjena iskazana kao postotak BDP-a)	43,1	13,3	18,9	21,1
Rast izvoza robe i nefaktorskih usluga (trogodišnji prosjek)	0,6	8,2	4,9	6,6

Izvori: Baza podataka WEO-a, International Financial Statistics i Sustav informacija MMF-a
1/ Kratkoročni dug prikazan je na osnovi preostalog dospeljeća.