

Ante Čičin Šain

## **VANJSKI DUG: Gdje je granica između dužnog opreza i straha?**

*Prof. dr. Ante Čičin-Šain sudjelovao je kao moderator na okruglom stolu o vanjskom dugu u organizaciji HUB-a u Novinarskom domu u Zagrebu 3.12.2007. Za potrebe čitatelja HUB Analiza odlučio je ponuditi osobno viđenje glavnih poruka HUB Analiza br. 7.*

Omjer između iznosa vanjskog duga i BDP-a jedan je od (vrlo) brojnih makroekonomskih pokazatelja. Taj omjer je doista jasan ali i vrlo jednostavan pokazatelj, stoga ga neizbježno prati opasnost brzopletog tj. površnog donošenja odgovarajućih zaključaka. Zbog toga sam taj omjer ne može predstavljati ni krajnji, a ni operativni cilj neke ozbiljne ekonomske politike.

Za ozbiljnu analizu jednog tako važnog problema kao što je vanjski dug potrebno je uzeti u obzir ne samo veličinu BDP već i niz drugih relevantnih čimbenika kao što su: dostignuta razina gospodarskog razvitka, veličina zemlje – mjerena odgovarajućim pokazateljima – njen međunarodni status i kreditni bonitet, njenu povezanost s inozemnim financijskim institucijama te druge relevantne čimbenike.

Ovaj je rad nadasve usmjeren na dva problema. Prvo je kritička metodološka analiza relevantnih analiza samih pokazatelja vanjskog duga da bi se zatim detaljnije razmotrilo zatečeno stanje i aktualna problematika vanjskog duga Hrvatske.

Naime, kada se trezveno analizira i uspoređuje razina vanjskog duga Hrvatske s drugim tranzicijskim zemljama „nove Europe“ dolazi se do (iznenađujućeg!) zaključka da taj dug za Hrvatsku ipak nije previsok. Štoviše, taj se dug – naročito u posljednje vrijeme – postupno stabilizira dok u drugim zemljama nove Europe uglavnom raste.

Analogni zaključak vrijedi i za udjel banaka u vanjskom dugu. Poznata je, naime, svojevrсна zakonitost koja ukazuje na to da uz višu razinu gospodarskog razvitka raste i udjel poslovnih banaka u vanjskom dugu. Ta pravilnost odnosno zakonitost govori o produktivnoj ulozi banaka koja proizlazi iz njihovih sposobnosti racionalnog upravljanja rizicima i urednog pribavljanja nedostajućeg kapitala. Time se osigurava stabilnost čitavog financijskog sistema a temeljem toga i kontinuirani razvitak čitavog gospodarstva.

S obzirom na izvanrednu važnost racionalnog angažiranja i korištenja inozemnog kapitala u procesu gospodarskog razvitka, čitavu problematiku vanjskoga duga besmisleno je uopće razmatrati u kontekstu nekakvih nastojanja za definitivnom otplatom toga duga. Umjesto toga valja se usredotočiti na problematiku urednog servisiranja kako zatečenog tako i svakog budućeg duga. Pri zatečenoj razini ukupnog hrvatskog vanjskog duga – koji iznosi već oko 31 milijardu eura – nameće se potreba da se svake godine osigura pet do šest milijardi eura za uredno servisiranje te razine duga. Analogno drugim zemljama i

uhodanoj praksi u čitavom svijetu i Hrvatska osigurava glavninu za to potrebnih sredstava posredstvom refinanciranja. Ključno je dakle pitanje mogućnosti i uvjeta uz koje se obavlja to refinanciranje. Odgovor na to, doista presudno važno pitanje, pružaju nam svakog radnog dana svima dostupni podaci o kreditnom bonitetu Hrvatske kao cjeline i njenih poduzeća te nekih jedinica lokalne samouprave.

Pouzdana podaci o kreditnom bonitetu Hrvatske i drugih nama sličnih zemalja izravno su uočljivi iz razlika u tzv. „spreadovima“ tj. premijama, dodacima (agio) na dužničke vrijednosne papire (obveznice) usporedivih dužnika i podjednake ročnosti. Svi ti pokazatelji prezentirani u ovom radu nedvojbeno upućuju na zaključak da međunarodna tržišta kapitala unatoč ukupnom obujmu našega vanjskog duga i dalje ocjenjuju Hrvatsku kao dobrog, solidnog i vjerodostojnog dužnika. A baš to je ono što je doista relevantno.

Analiza udjela poslovnih banaka u ukupnom vanjskom dugu Hrvatske nedvojbeno upućuje na zaključak da je njihov udio u tom dugu razmjerno malen u usporedbi s drugim, nama sličnim zemljama. Štoviše, tijekom protekle godine taj se udjel dodatno smanjio, nadasve zbog sve većeg izravnog zaduživanja hrvatskih poduzeća u inozemstvu umjesto kod domaćih poslovnih banaka. Ta je pojava nadasve uvjetovana tekućom regulativom HNB-a kojom se limitiraju plasmani banaka u zemlji.

U završnom dijelu rada posebno se razmatra problematika eventualno moguće opasnosti od izbijanja neke financijske krize, u smislu navodno „neizbježnog bankrota“ i „dužničkog ropstva“ Hrvatske. S tim u vezi analiziraju se pojedini indikatori financijske ranjivosti. Pri tome se – po prirodi stvari – polazi od činjenice da su sve pojave takve ranjivosti izrazito kratkoročnog karaktera. Odgovarajući indikatori financijske ranjivosti Hrvatske, premda definirani krajnje restriktivno, ne ukazuju međutim na to da bi mi u dogledno vrijeme mogli upasti u neku ozbiljniju financijsku krizu, u smislu nesposobnosti urednog servisiranja postojeće razine našeg vanjskog duga. Deficit tekućeg računa platne bilance a posebno deficit državnog proračuna Hrvatske još uvijek ne odskaku u usporedbi s drugim tranzicijskim zemljama. Štoviše, pretežan dio tih zemalja bilježi i znatno veće deficite. Čitavu tu problematiku valja uvijek razmatrati u kontekstu činjenice da je deficit tekućeg računa platne bilance a time i porast inozemnog duga neizbježni pratitelj procesa ubrzanog gospodarskog rasta posebno u uvjetima sve izraženije financijske integracije.

Premda akutni poremećaji na međunarodnim financijskim tržištima nipošto ne smiju biti ignorirani / zanemareni, izgleda da još uvijek nema uvjerljivih razloga za strahovanje da bi oni mogli značajnije usporiti gospodarski rast zemalja nove Europe. No opreza nikad dosta. Kao najdjelotvornije mjere u tom kontekstu valja vidjeti sve ono što vodi k povećanju domaće stope štednje uključivo nastojanja za sustavno ostvarenje fiskalnog suficita.