

# Analiza održivosti inozemne zaduženosti Republike Hrvatske

---

**Rezo, Robert**

**Master's thesis / Diplomski rad**

**2023**

*Degree Grantor / Ustanova koja je dodijelila akademski / stručni stupanj:* **University of Zagreb, Faculty of Economics and Business / Sveučilište u Zagrebu, Ekonomski fakultet**

*Permanent link / Trajna poveznica:* <https://um.nsk.hr/um:nbn:hr:148:462571>

*Rights / Prava:* [Attribution-NonCommercial-ShareAlike 3.0 Unported/Imenovanje-Nekomercijalno-Dijeli pod istim uvjetima 3.0](#)

*Download date / Datum preuzimanja:* **2024-07-05**



*Repository / Repozitorij:*

[REPEFZG - Digital Repository - Faculty of Economics & Business Zagreb](#)



**Sveučilište u Zagrebu**

**Ekonomski fakultet**

**Integrirani preddiplomski i diplomski sveučilišni studij**

**Poslovna ekonomija - smjer Financije**

**ANALIZA ODRŽIVOSTI INOZEMNE ZADUŽENOSTI  
REPUBLIKE HRVATSKE**

**Diplomski rad**

**Robert Rezo**

**Zagreb, rujan 2023.**

**Sveučilište u Zagrebu**

**Ekonomski fakultet**

**Integrirani preddiplomski i diplomski sveučilišni studij**

**Poslovna ekonomija - smjer Financije**

**ANALIZA ODRŽIVOSTI INOZEMNE ZADUŽENOSTI  
REPUBLIKE HRVATSKE**

**ANALYSIS OF EXTERNAL DEBT SUSTAINABILITY IN THE  
REPUBLIC OF CROATIA**

**Diplomski rad**

**Robert Rezo, 0067544826**

**Mentor: Izv. Prof. dr. sc. Hrvoje Jošić**

**Zagreb, rujan 2023.**

## SAŽETAK

Tema diplomskog rada je “Analiza održivosti inozemnog duga Republike Hrvatske”. Svrha ovog diplomskog rada je utvrditi i analizirati trenutnu situaciju po pitanju inozemne zaduženosti Republike Hrvatske, te napraviti projekciju kretanja i održivosti vanjskog duga u budućem razdoblju.

U radu je definiran inozemni dug i njegove osnovne karakteristike, te uzroci zbog kojih dolazi do inozemnog zaduživanja. Objašnjena je struktura inozemnog duga, te razlika između javnog duga i inozemnog duga. Struktura inozemnog duga biti će promatrana prema sektorima dužnika i kreditorima. Biti će definirani pokazatelji inozemne zaduženosti, koje dijelimo na pokazatelje stanja duga i pokazatelje tijeka duga. Ti će pokazatelji biti analizirani na primjeru Hrvatske i usporedno sa odabranim zemljama Srednje i Jugoistočne Europe. Prema navedenoj analizi zemlje će biti svrstane u tri razreda zaduženosti, odnosno visoko zadužene, umjereno zadužene i manje zadužene zemlje. Zatim slijedi projekcija otplate inozemnog duga prema domaćim sektorima, a to su sektor opće države, središnja banka, druge monetarne financijske institucije, ostali domaći sektori i izravna ulaganja. Posljednji korak je scenario analiza održivosti inozemnog duga, gdje se analizira dinamika kretanja udjela inozemnog duga u bruto domaćem proizvodu kroz različite scenarije šokova ključnih makroekonomskih varijabli. To uključuje scenario šoka stope rasta realnog BDP-a, scenario šoka kamatnih stopa, scenario šoka tekućeg računa bilance plaćanja, scenario šoka deprecijacije eura prema dolaru i scenario kombinacije šokova.

Provođenje ovakve analize nužno je kako bi se utvrdio utjecaj inozemnog zaduživanja na rast i razvoj gospodarstva. Pretjeranim inozemnim zaduživanjem država dolazi u stanje prezaduženosti, što uzrokuje smanjenje stope rasta gospodarstva te umanjuje mogućnost za pravovremeno vraćanje duga. Međutim, ukoliko je inozemno zaduživanje kontrolirano, ono može pozitivno utjecati na gospodarstvo.

Ključne riječi: inozemni dug, pokazatelji inozemne zaduženosti, struktura inozemnog duga

## ABSTRACT

This thesis is “The analysis of external debt sustainability in the Republic of Croatia”. The purpose of this thesis is to determine and analyze the current situation regarding the external debt of the Republic of Croatia, and to make a projection of the current trends and sustainability of the external debt in the future period.

The paper defines external debt and its basic characteristics, as well as the causes of foreign borrowing. The structure of external debt is explained, as well as the difference between public debt and external debt. The structure of external debt will be observed according to defined sectors of debtors and creditors. Indicators of foreign indebtedness will be defined and divided into debt status indicators and debt flow indicators. These indicators will be analyzed on the example of Croatia and compared with a number of countries based in Central and Southeastern Europe. Then follows the projection of foreign debt repayment according to domestic sectors, namely the general government sector, the central bank, other monetary financial institutions, other domestic sectors and direct investments. The final step is the scenario analysis of the external debt sustainability, where the dynamics of the share of external debt in the gross domestic product will be analyzed through different shock scenarios of key macroeconomic variables. These include the real GDP growth rate shock scenario, the interest rate shock scenario, the current account of the balance of payments shock scenario, the euro depreciation against the dollar scenario, and the combined shock scenario.

Conducting such analysis is necessary in order to determine the impact of foreign borrowing on the growth and development of the economy. Due to excessive foreign borrowing, the state becomes over-indebted, which causes a decrease in the growth rate of the economy and reduces the possibility of timely repayment of the debt. However, if foreign borrowing is controlled, it can have a positive effect on the economy.

Keywords: external debt, external debt indicators, external debt structure

## IZJAVA O AKADEMSKOJ ČESTITOSTI

Izjavljujem i svojim potpisom potvrđujem da je diplomski rad / seminarski rad / prijava teme diplomskog rada isključivo rezultat mog vlastitog rada koji se temelji na mojim istraživanjima i oslanja se na objavljenu literaturu, a što pokazuju korištene bilješke i bibliografija.

Izjavljujem da nijedan dio rada / prijave teme nije napisan na nedozvoljen način, odnosno da je prepisan iz necitiranog izvora te da nijedan dio rada / prijave teme ne krši bilo čija autorska prava.

Izjavljujem, također, da nijedan dio rada / prijave teme nije iskorišten za bilo koji drugi rad u bilo kojoj drugoj visokoškolskoj, znanstvenoj ili obrazovnoj ustanovi.



---

(vlastoručni potpis studenta)  
Zagreb, 12.9.2023.

---

(mjesto i datum)

## STATEMENT ON THE ACADEMIC INTEGRITY

I hereby declare and confirm by my signature that the final thesis is the sole result of my own work based on my research and relies on the published literature, as shown in the listed notes and bibliography.

I declare that no part of the thesis has been written in an unauthorized manner, i.e., it is not transcribed from the non-cited work, and that no part of the thesis infringes any of the copyrights.

I also declare that no part of the thesis has been used for any other work in any other higher education, scientific or educational institution.



---

(personal signature of the student)  
Zagreb, 12.9.2023.

---

(place and date)

## SADRŽAJ

<b>1. UVOD.....</b>	<b>1</b>
1.1. Predmet i cilj rada .....	1
1.2. Izvori podataka i metode prikupljanja .....	1
1.3. Sadržaj i struktura rada .....	1
<b>2. OBILJEŽJA INOZEMNOG DUGA.....</b>	<b>3</b>
2.1. Definicija inozemnog duga .....	3
2.2. Uzroci zaduživanja.....	4
2.3. Institucionalna struktura inozemne zaduženosti .....	5
2.4. Razlika između javnog duga i vanjskog duga.....	6
<b>3. POKAZATELJI INOZEMNE ZADUŽENOSTI .....</b>	<b>7</b>
3.1. Pokazatelji stanja duga.....	7
3.2. Pokazatelji tijeka duga .....	10
<b>4. INOZEMNA ZADUŽENOST REPUBLIKE HRVATSKE .....</b>	<b>14</b>
4.1. Struktura inozemnog duga prema sektorima dužnika.....	14
4.2. Struktura inozemnog duga prema kreditorima.....	16
4.3. Analiza pokazatelja zaduženosti Republike Hrvatske .....	17
4.3.1. Odnos ukupnog inozemnog duga i BDP-a.....	18
4.3.2. Odnos inozemnog duga i izvoza robe i usluga.....	19
4.3.3. Odnos otplate inozemnog duga i izvoza robe i usluga.....	20
4.4. Komparativna analiza pokazatelja zaduženosti Hrvatske i odabranih zemalja.....	22
4.5. Projekcija otplate bruto inozemnog duga po domaćim sektorima .....	26
4.6. Scenario analiza održivosti inozemnog duga Republike Hrvatske .....	28
4.6.1. Osnovni srednjoročni scenario .....	29
4.6.2. Scenario povijesnih prosjeka .....	31
4.6.3. Scenario šoka stope rasta realnog BDP-a.....	33
4.6.4. Scenario šoka kamatnih stopa .....	34
4.6.5. Scenario šoka tekućeg računa bilance plaćanja .....	35
4.6.6. Scenario šoka deprecijacije eura prema dolaru.....	36
4.6.7. Scenario kombinacije šokova.....	37
4.7. Ocjena osjetljivosti inozemnog duga Republike Hrvatske .....	38
<b>5. ZAKLJUČAK .....</b>	<b>40</b>
<b>POPIS LITERATURE .....</b>	<b>41</b>
<b>POPIS GRAFIKONA.....</b>	<b>43</b>

<b>POPIS TABLICA.....</b>	<b>44</b>
<b>POPIS PRILOGA .....</b>	<b>44</b>
<b>ŽIVOTOPIS .....</b>	<b>53</b>



## **1. UVOD**

### **1.1. Predmet i cilj rada**

Cilj ovog diplomskog rada je pojmovno definirati inozemni dug i objasniti njegova obilježja, te prikazati i objasniti pokazatelje inozemne zaduženosti. Inozemni dug Republike Hrvatske također će biti analiziran. To podrazumijeva prikaz i analizu strukture zaduženosti prema sektorima dužnika i kreditora te analizu pokazatelja inozemne zaduženosti. Pokazatelje inozemne zaduženosti dijelimo na pokazatelje stanja duga i pokazatelje tijeka duga. Za potrebe analize odabrana su 3 najbitnija pokazatelja, a to uključuje odnos ukupnog inozemnog duga i BDP-a, odnos inozemnog duga i izvoza robe i usluga te odnos otplate inozemnog duga i izvoza robe i usluga. Kretanje ukupne razine inozemnog duga te pokazatelja zaduženosti biti će promatrano kroz razdoblje od zadnjih 10 godina (2012. - 2022.). Nakon analize uslijediti će prikaz projekcije plana otplate bruto inozemnog duga Republike Hrvatske u narednih deset godina (2023. - 2032.). Scenario analiza održivosti inozemnog duga posljednji je korak, te uključuje osnovni srednjoročni scenario kretanja duga, scenario povijesnih prosjeka i 5 scenarija šokova različitih makroekonomskih varijabli. Rezultati analize će pokazati održivost vanjskog duga Republike Hrvatske u srednjem i dugom roku.

### **1.2. Izvori podataka i metode prikupljanja**

Prilikom pisanja rada korištena je literatura u tiskanom i u elektroničkom obliku. Od tiskane literature korištene su stručne knjige dostupne u knjižnici Ekonomskog fakulteta Zagreb, dok je internet korišten za pristup znanstvenim radovima i člancima dostupnim u elektroničkom obliku. Najviše se ističu službene web stranice Hrvatske narodne banke i Međunarodnog monetarnog fonda

### **1.3. Sadržaj i struktura rada**

Rad se sastoji od pet poglavlja, pri čemu prvo i posljednje poglavlje podrazumijevaju uvod i zaključak. U drugom poglavlju je definiran pojam inozemnog duga i njegova obilježja. Objašnjena je struktura inozemne zaduženosti, te razlika između inozemnog duga i javnog duga. U trećem poglavlju prikazani su pokazatelji zaduženosti koji se dijele na pokazatelje stanja i pokazatelje

tijeka. Četvrto poglavlje osvrće se na stanje inozemne zaduženosti u Republici Hrvatskoj koje se promatra kroz strukturu inozemnog duga prema sektorima dužnika i kreditorima, također će biti analizirani pokazatelji zaduženosti koji će biti komparativno analizirani sa odabranim zemljama. U konačnici će biti prikazana projekcija otplate bruto inozemnog duga Republike Hrvatske uz analizu održivosti vanjskog duga kroz scenarije šokova različitih makroekonomskih varijabli. Rezultati analize će pokazati srednjoročno i dugoročno kretanje inozemnog duga te ukazati na to koliko je zapravo održiv.

## 2. OBILJEŽJA INOZEMNOG DUGA

### 2.1. Definicija inozemnog duga

Inozemna zaduženost zemlje uzrokovana je ekonomskim transakcijama svih domaćih sektora prema inozemstvu. Definicija inozemnog duga prema MMF-u glasi: “stanje tekućih i bezuvjetnih obveza koje zahtijevaju plaćanje glavnice i kamata koje dužnik rezident duguje nerezidentu u određenom trenutku”.<sup>1</sup>

Inozemni dug je ukupan dug neke zemlje, državni i privatni, prema inozemnim kreditorima. Kreditore u najvećem broju slučajeva određuju uvjete u ugovorima o kreditu, koji su obično podložni nadležnosti stranih vjerovnika ili međunarodnom pravu.<sup>2</sup>

Temeljni razlog zbog kojeg dolazi do zaduživanja kod banaka, monetarne vlasti i države je neravnoteža između štednje i investicija u domaćem gospodarstvu. Unutarnjom neravnotežom štednje i investicija uzrokovana je vanjska neravnoteža, odnosno deficit platne bilance. Suplementiranje povećanih potreba uvoza robe i usluga zaduživanjem u konačnici povećava obveze otplate inozemnog duga. Alternativno, pozajmljivanje inozemnih sredstava može doprinijeti financiranju investicijskih projekata koji potencijalno mogu pozitivno utjecati na kretanje bruto domaćeg proizvoda, izvoza dobara i usluga, te ukupne zaposlenosti i plaća.<sup>3</sup>

Razlikujemo bruto inozemni dug i neto inozemni dug. Pod bruto inozemni dug spadaju ukupne obveze rezidenata sa osnove dužničkih vrijednosnih papira koji su izdani na vanjskim tržištima (prema nominalnoj vrijednosti), depoziti primljeni od nerezidenata, krediti, repo ugovori, trgovinski krediti neovisno o ugovorenom dospjeću i obveze rezidenata prema ulaganjima nerezidenata u dužničke vrijednosne papire koji se izdaju na domaćem tržištu.<sup>4</sup> Neto inozemni dug čini zbroj prethodno navedenih stavki, odnosno ukupan bruto inozemni dug, od kojeg se oduzimaju transakcije rezidenata prema inozemstvu koje se odnose na posuđivanje sredstava nerezidentima, što predstavlja imovinu rezidenata.

---

<sup>1</sup> Grgić, M. i Bilas, V. (2008) Međunarodna ekonomija, Lares plus, Zagreb str.576.

<sup>2</sup> Reinhart, C.; Rogoff, K.: This time is Different, Princeton University Press 2009 str. 9.

<sup>3</sup> Jošić, Hrvoje. (2008). Komparativna analiza pokazatelja vanjske zaduženosti Republike Hrvatske i tranzicijskih zemalja. The Proceedings of Zagreb Faculty of Economics and Business; Vol.6 No.1.

<sup>4</sup> Hrvatska narodna banka (2022) Metodologija – stanje bruto inozemnog duga, Dostupno na: <https://www.hnb.hr/statistika/statisticki-podaci/sektor-inozemstva/stanje-bruto-inozemnog-duga>

Održivost duga može biti definirana kao mogućnost dužnika da dugoročno otplaćuje svoje financijske obveze prema kreditorima, uz ekonomski prihvatljiv saldo prihoda i rashoda. Ukoliko dug raste većom stopom nego što je dužnik sposoban otplaćivati, tada postaje neodrživ.<sup>5</sup>

## 2.2. Uzroci zaduživanja

Uzrok makroekonomske neravnoteže u zemlji mogu biti pogreške u primjeni makroekonomske politike, ali i promjene uvjeta na svjetskim tržištima, pa stoga uzroke zaduženosti dijelimo na endogene/interne i egzogene/eksterne.<sup>6</sup> Interni su posljedica ekonomske politike, koju zemlja sama donosi te je odgovorna za nju. Eksterni su oni na koje zemlja nije mogla utjecati s obzirom da nastaju na vanjskom tržištu u vremenu od uzimanja zajma do same otplate.

Endogeni faktori:<sup>7</sup>

- visoka razina sveukupne potrošnje u gospodarstvu te pretjeran uvoz robe i usluga
- provođenje razvojne politike putem neodržive razine investicija koje nadmašuju štednju, što vodi do financiranja investicija kroz pozajmljena inozemna sredstva
- narušene političke i ekonomske prilike u zemlji, čime se podupire bijeg kapitala u inozemstvo

Egzogeni faktori:<sup>8</sup>

- šokovi kamatnih stopa na svjetskim tržištima kapitala
- varijacije kreditnog rejtinga zemlje, što utječe na visinu margine koja se dodaje na referentnu kamatnu stopu
- deprecijacija domaće valute u odnosu na valutu prema kojoj je zaključen dug
- promjene u potražnji za robom i uslugama u inozemstvu

---

<sup>5</sup> Mihaljek, D. (2003). Analiza održivosti javnog i vanjskog duga Hrvatske pomoću standardnih financijskih pokazatelja, *Privredna kretanja i ekonomska politika*, 13 (97), 29-75, Dostupno na: <https://hrcak.srce.hr/18578>

<sup>6</sup> Babić, M i Babić, A. (2008) *Međunarodna ekonomija*. Zagreb: Mate, str. 481.

<sup>7</sup> Grgić, M. i Bilas, V. (2008) *Međunarodna ekonomija*, Lares plus, Zagreb str.576.

<sup>8</sup> Ibid, str. 576.

### 2.3. Institucionalna struktura inozemne zaduženosti

Institucionalnu strukturu inozemne zaduženosti čine bankovni sektor, sektor države, sektor monetarne vlasti i ostali sektori<sup>9</sup>. U nastavku su navedene karakteristike pojedinih sektora.

**Bankovni sektor** - Sadrži komercijalne banke, Hrvatsku banku za obnovu i razvoj (HBOR) i stambene štedionice. Može sadržavati i poštanske štedionice ili druge štedionice koje spadaju pod ingerenciju vlade Republike Hrvatske, pod uvjetom da su samostalne institucije odvojene od vlade. Banke svojim zaduživanjem na međunarodnom tržištu zapravo kreditiraju prodaju proizvoda koji se uvoze na domaće tržište.

**Sektor države** - Sadrži središnju državu i lokalnu državu. Središnja država predstavlja najvišu razinu fiskalne vlasti, dok je djelovanje lokalne države ograničeno na manja geografska područja kao što su županije, gradovi i općine. Ministarstvo financija daje određene mjere za smanjenje vanjskog duga države, što podrazumijeva orijentaciju na domaće tržište, privatizaciju, smanjenje deficita opće države, usporavanje daljnjeg zaduživanja HBOR-a te ograničenje izdavanja jamstava države.

**Sektor monetarne vlasti** - Sadrži središnju banku ili valutni odbor, monetarnu agenciju te druge vladine institucije i komercijalne banke koje povremeno izvode određene operacije koje se pripisuju središnjoj banci. Operacije središnje banke uključuju provedbu monetarne i fiskalne politike, upravljanje međunarodnim pričuvama, izdavanje novca, nadzor kreditnih institucija i vođenje njihovih računa, kontrola platnog prometa te zakonom propisani poslovi za Republiku Hrvatsku

**Ostali sektori** - Sadrži stanovništvo, neprofitne institucije te financijske institucije i nefinancijska poduzeća koja se ne bave bankarskim poslovima. Banke su prebacile dio svog poslovanja na različita nebankarska poduzeća. Dio takvih poduzeća se izravno zadužuje na inozemnom tržištu, što se uglavnom obavlja putem dugoročnih kredita.

---

<sup>9</sup> Jošić, H. (2011) 'Dinamička analiza održivosti vanjskog duga Republike Hrvatske', doktorska disertacija, Ekonomski fakultet, Zagreb.

## 2.4. Razlika između javnog duga i vanjskog duga

Javni dug predstavlja ukupan iznos novčanih sredstava koja pozajmljuje država, odnosno sveukupna potraživanja vjerovnika prema državi u određenom trenutku. Svrha ovakvog zaduživanja je pokrivanje proračunskih manjaka koji nastaju proračunski rashodi nadmašuju proračunske prihode.

Javni dug možemo klasificirati po šest različitih kriterija. To podrazumijeva institucionalni obuhvat, podrijetlo vjerovnika, ročnu strukturu, valutnu strukturu, strukturu kamatne stope i instrumente zaduživanja.<sup>10</sup>

Za potrebe ovog rada bitan je kriterij podrijetla vjerovnika, jer tu dolazimo do pojma inozemnog duga. Prema tom kriteriju javni dug dijelimo na vanjski i unutarnji javni dug. Unutarnji dug podrazumijeva izravne obveze države prema domaćim vjerovnicima, primjerice bankama ili osiguravajućim kućama. Vanjski dug za razliku od unutarnjeg javnog duga podrazumijeva samo zaduženja koja dolaze iz inozemstva.

Dakle razlika javnog duga i vanjskog duga je u tome što javni dug u stručnoj literaturi predstavlja širi pojam od vanjskog duga. Vanjski dug je komponenta javnog duga koju promatramo kroz klasifikaciju javnog duga prema kriteriju podrijetla vjerovnika.

---

<sup>10</sup> Žorž, J. (2017). 'Ekonomski aspekti javnog i vanjskog duga RH', Završni rad, Sveučilište u Splitu, Ekonomski fakultet, Dostupno na: <https://urn.nsk.hr/urn:nbn:hr:124:035443>

### 3. POKAZATELJI INOZEMNE ZADUŽENOSTI

U postupku ocjenjivanja vanjske zaduženosti neke zemlje, jedini način donošenja kvalitetne konačne ocjene je promatranje velikog broja pokazatelja zaduženosti. Te pokazatelje svrstavamo u dvije skupine, odnosno pokazatelje stanja inozemnog duga i pokazatelje tijeka inozemnog duga.<sup>11</sup>

#### 3.1. Pokazatelji stanja duga

Pokazatelji stanja duga ukazuju na način kojim su financirane trenutne dugovne obveze. Razlikujemo ukupno 5 pokazatelja stanja duga:<sup>12</sup>

- a) Odnos ukupnoga inozemnog duga i bruto domaćeg proizvoda – D/BDP
- b) Odnos ukupnog duga i izvoza robe i usluga – D/X
- c) Odnos međunarodnih pričuva i ukupnog inozemnog duga – R/D
- d) Odnos kratkoročnog i ukupnog inozemnog duga – KD/D
- e) Odnos multilateralnog prema ukupnom inozemnom dugu – MD/D

##### *a) Odnos ukupnoga inozemnog duga i bruto domaćeg proizvoda – D/BDP*

Pokazuje u kojoj mjeri inozemni dug (D) opterećuje tekuće ekonomske aktivnosti. Ukoliko dođe do povećanja tog pokazatelja, to upućuje na mogućnost nesolventnosti zemlje, te nemogućnosti otplate duga. Svjetska banka klasificira zemlje u sljedeće razrede:

- $D/BDP \leq 48\%$  manje zadužena zemlja
- $48\% \leq D/BDP \leq 80\%$  srednje zadužena zemlja
- $D/BDP > 80\%$  visoko zadužena zemlja

---

<sup>11</sup> Andrijević – Matovac V., Jošić H., Održivost vanjskog duga Republike Hrvatske, Zbornik Ekonomskog fakulteta u Zagrebu, Vol.8, Br. 1., lipanj 2010., str. 193. 209. dostupno na: [http://hrcak.srce.hr/index.php?show=clanak&id\\_clanak\\_jezik=87518](http://hrcak.srce.hr/index.php?show=clanak&id_clanak_jezik=87518)

<sup>12</sup> Grgić, M. i Bilas, V. (2008) Međunarodna ekonomija, Lares plus, Zagreb str.581.

Promatrajući promjene ovog pokazatelja u određenom vremenskom periodu, moguće je utvrditi ukoliko se zaduženost zemlje povećava ili smanjuje. Ukoliko inozemni dug raste po stopi koja nadmašuje stopu promjene BDP-a, to može ugroziti sposobnosti otplate duga.

*b) Odnos ukupnog duga i izvoza robe i usluga – D/X*

Pokazuje koliki je dio ukupnog inozemnog duga (D) pokriven glavnim izvorom prihoda, odnosno izvozom robe i usluga (X). Ukoliko ukupan izvoz nadmašuje ukupan uvoz u promatranom razdoblju, država će lakše podmirivati dug s obzirom na pozitivan saldo vanjskotrgovinske bilance.<sup>13</sup> Klasifikacija je sljedeća:

- $D/X \leq 132\%$  manje zadužena zemlja
- $132\% < D/X \leq 220\%$  srednje zadužena zemlja
- $D/X > 220\%$  visoko zadužena zemlja

U zemljama gdje tekući transferi iz inozemstva (T) predstavljaju važnu stavku tekućeg računa platne bilance, prilikom računanja omjer se uvećava za tekuće transfere,  $D/XT$ .

*c) Odnos međunarodnih pričuva i ukupnog inozemnog duga – R/D*

Prikazuje u kojoj mjeri međunarodne pričuve (R) pokrivaju ukupni inozemni dug, ujedno je i važan pokazatelj prilikom ocjenjivanja solventnosti zemlje i njezinog boniteta prema inozemstvu. U slučaju da domaći dužnici nisu u stanju podmiriti obveze prema inozemnim kreditorima, dospjele dužničke obveze prelaze na državu (ukoliko država daje garanciju), koja te obveze podmiruje iz međunarodnih pričuva kako bi se izbjeglo isključivanje zemlje s međunarodnih tržišta kapitala i slične negativne posljedice.<sup>14</sup> Kritičnom razinom ovog odnosa smatraju se vrijednosti manje od 20%.<sup>15</sup>

---

<sup>13</sup> Grgić, M. i Bilas, V. (2008) Međunarodna ekonomija, Lares plus, Zagreb str.581.

<sup>14</sup> Ibid, str. 581.

<sup>15</sup> Jošić, H. (2013) Comparative analysis of external debt indicators in Croatia and Southeastern European countries. Ekonomska misao i praksa: časopis Sveučilista u Dubrovniku, 22 (1), str. 203.



*d) Odnos kratkoročnog i ukupnog inozemnog duga – KD/D*

Prikazuje udio koji kratkoročni dug (KD) zauzima u ukupnom inozemnom dugu. Ta informacija je bitna jer ukazuje na udio kratkoročnog kapitala, koji je potencijalno nesiguran te često ima promjenjiv smjer u uvjetima gdje postoje poremećaji u gospodarskoj i političkoj situaciji zemlje (tzv. bijeg kapitala).<sup>16</sup> Ročna struktura vanjskog duga je povoljnija kada je udio kratkoročnog duga manji, jer tada ne predstavlja opasnost za solventnost i likvidnost zemlje u međunarodnim plaćanjima.

*e) Odnos multilateralnog prema ukupnom inozemnom dugu – MD/D*

Pokazuje udio zaduženja kod multilateralnih vjerovnika (MD), odnosno međunarodnih organizacija i grupacija koje posjeduju značajne količine kapitala te imaju mogućnost kreditiranja zemalja. Ovaj pokazatelj također prikazuje bonitet zemlje prema multilateralnim kreditorima. Krediti odobreni od strane multilateralnih kreditora su povoljniji od kredita dostupnih na svjetskim financijskim tržištima s obzirom na rok otplate i niže kamatne stope, no u realnosti dužnici učestalo nemaju pristup komercijalnim izvorima kreditiranja, te nemaju mogućnosti pristupa takvom obliku međunarodnog financijskog tržišta.<sup>17</sup>

---

<sup>16</sup> Grgić, M. i Bilas, V. (2008) Međunarodna ekonomija, Lares plus, Zagreb str.582.

<sup>17</sup> Ibid, str. 582.

### 3.2. Pokazatelji tijeka duga

Pokazatelji tijeka duga koriste se za projekciju otplaćivanja dugovnih obveza u budućem vremenskom periodu. Razlikujemo ukupno 8 pokazatelja tijeka duga:<sup>18</sup>

- a) Odnos otplate duga prema izvozu robe i usluga - OD/X
- b) Odnos godišnje obveze po kamatama i izvoza robe i usluga – OK/X
- c) Odnos otplate glavnice prema korištenju novih zajmova – OG/NZ
- d) Odnos međunarodnih pričuva i otplate duga – R/OD
- e) Odnos neto transfera financijskih sredstava i uvoza roba i usluga – NFT/M
- f) Odnos neto transfera financijskih sredstava iz inozemstva i bruto domaćeg proizvoda – NFT/BDP
- g) Odnos iskorištenih zajmova prema uvozu robe i usluga – NZ/M
- h) Odnos godišnje obveze po kamatama i bruto domaćeg proizvoda – OK/BDP

#### *a) Odnos otplate duga prema izvozu robe i usluga - OD/X*

Prikazuje obvezu plaćanja duga po godini (OD) u odnosu na izvozu robe i usluga (X), kojim se stvaraju najveći devizni prihodi za otplatu inozemnog duga. U obzir se uzimaju vrijednosti obveza koje su stvarno plaćene, zanemarujući vrijednost ukupno dospjelih obveza. Ukoliko je odnos veći od 20%, smatra se da su mogući problem s inozemnom likvidnošću zemlje.<sup>19</sup> Prilikom tumačenja ovog pokazatelja, nužno je voditi računa o strukturi uvoza i izvoza, veličini međunarodnih pričuva, stopi rasta izvoza i mogućnošću supstitucije uvoza.

#### *b) Odnos godišnje obveze po kamatama i izvoza robe i usluga – OK/X*

Pokazuje kolikim dijelom prihoda od izvoza robe i usluga (X) se plaćaju kamate na inozemni dug (OK). Ovaj pokazatelj je zapravo mjera troška zaduživanja u inozemstvu, te se često promatra kod visoko zaduženih zemalja koje reprogramiraju svoje dugove, pri čemu se reprogramira samo glavnica, ali ne i kamate. Sukladno tome, promjena obveza po osnovi plaćanja kamata je posljedica promjene u visini glavnice prilikom reprogramiranja duga ili promjene referentnih kamatnih stopa.

---

<sup>18</sup> Grgić, M. i Bilas, V. (2008) Međunarodna ekonomija, Lares plus, Zagreb str.582.

<sup>19</sup> Ibid, str. 582.

U uvjetima gdje stopa rasta izvoza robe i usluga premašuje prosječne kamatne stope na inozemno zaduživanje, vrijednost ovog pokazatelja se smanjuje.<sup>20</sup> Kao kritična granica smatra se odnos veći od 20%.<sup>21</sup>

*c) Odnos otplate glavnice prema korištenju novih zajmova – OG/NZ*

Pokazuje koliki je odnos otplate glavnice ukupnog duga (OG) prema korištenjima novih zajmova (NZ) u jednoj godini. Ovaj omjer zapravo pokazuje koliko se zemlja ponovno zadužuje s obzirom na otplaćene obveze u promatranom razdoblju, odnosno daje uvid u mjeru obnavljanja vanjskog duga.<sup>22</sup> Ukoliko je vrijednost ovog pokazatelja manja od 100%, tada su otplate manje od novih korištenja zajmova a dug se obnavlja i raste. Kada je vrijednost pokazatelja iznad 100% tada su otplate veće od novih zajmova, odnosno dug se ne obnavlja.

*d) Odnos međunarodnih pričuva i otplate duga – R/OD*

Ovaj pokazatelj računa se kao odnos ukupnih međunarodnih pričuva neke zemlje (R) i jedne dvanaestine iznosa obveza po osnovi inozemnog duga, odnosno glavnice i kamata (OD), koje dospijevaju u promatranom razdoblju.<sup>23</sup> Dobivena vrijednost pokazuje koliko bi mjeseci država mogla otplaćivati dug koristeći trenutno raspoložive međunarodne pričuve, koje mogu uključivati inozemna sredstva plaćanja u gotovini, devizne depozite u bankama, inozemne vrijednosnice, zlato i posebna prava vučenja Međunarodnog monetarnog fonda.

*e) Odnos neto transfera financijskih sredstava i uvoza roba i usluga – NFT/M*

Pokazuje raspoloživost neto posuđenih sredstava iz inozemstva za financiranje uvoza, odnosno udio neto primljenih sredstava u financiranju uvoza. Neto transferi (NFT) izračunavaju se tako da se od tijekova odbiju otplate kamata u tekućoj godini. Uz pomoć ovog pokazatelja moguće je

---

<sup>20</sup> Grgić, M. i Bilas, V. (2008) Međunarodna ekonomija, Lares plus, Zagreb str.582.

<sup>21</sup> Jošić, H. (2013) Comparative analysis of external debt indicators in Croatia and Southeastern European countries. *Ekonomski misao i praksa: časopis Sveučilišta u Dubrovniku*, 22 (1), str. 205.

<sup>22</sup> Grgić, M. i Bilas, V. (2008) Međunarodna ekonomija, Lares plus, Zagreb str.582.

<sup>23</sup> Ibid, str. 582.

odrediti koliki se dio neto posuđenih sredstava rabi za financiranje uvoza (M), a koliki za financiranje domaćih investicija i potrošnje.<sup>24</sup> Kada su neto transferi negativni, uvoz se ne može financirati jer su nova korištenja manja od otplata glavnice. Kritična granica ovog pokazatelja iznosi 3%.<sup>25</sup>

*f) Odnos neto transfera financijskih sredstava iz inozemstva i bruto domaćeg proizvoda – NFT/BDP*

Pokazuje udio neto primljenih financijskih sredstava iz inozemstva (NFT) u ukupnoj aktivnosti domaće ekonomije (BDP). Doprinos novog inozemnog duga u gospodarskom rastu zemlje dužnika prikazan je razlikom između novo uzetih zajmova i otplate postojećih zajmova i bruto domaćeg proizvoda. Ovaj pokazatelj često se uspoređuje s udjelima domaće štednje i domaćih investicija u bruto domaćem proizvodu.<sup>26</sup>

*g) Odnos iskorištenih zajmova prema uvozu robe i usluga – NZ/M*

Pokazuje koliki dio uvoza (M) se financira inozemnim zajmovima (NZ), odnosno prikazuje u kojoj mjeri je zemlja ovisna o inozemnim zajmovima prilikom financiranja uvoza.<sup>27</sup> Kritična granica kod ovog pokazatelja se nalazi na razini od 16-28% prema kriteriju Svjetske banke. Povećanjem ovog odnosa povećavaju se i stope rasta uvoza robe i usluga.

---

<sup>24</sup> Grgić, M. i Bilas, V. (2008) Međunarodna ekonomija, Lares plus, Zagreb str.583.

<sup>25</sup> Jošić, H. (2013) Comparative analysis of external debt indicators in Croatia and Southeastern European countries. Ekonomska misao i praksa: časopis Sveučilista u Dubrovniku, 22 (1), str. 206.

<sup>26</sup> Grgić, M. i Bilas, V. (2008) Međunarodna ekonomija, Lares plus, Zagreb str.583

<sup>27</sup> Ibid, str. 583.

*h) Odnos godišnje obveze po kamatama i bruto domaćeg proizvoda – OK/BDP*

Pokazuje koliki postotak ekonomske aktivnosti je nužno odvajati za otplatu kamata, odnosno prikazuje odnos odljeva po osnovi kamata (OK) i tijeka ukupne ekonomske aktivnosti u privredi zemlje dužnika (BDP). Uz povećanje izdataka za kamate s obzirom na bruto domaći proizvod, otplata obveza po kamatama iz redovite gospodarske aktivnosti postaje sve veći teret za domaću ekonomiju.<sup>28</sup> Kritična vrijednost ovog pokazatelja prema kriteriju Svjetske banke je 3%.<sup>29</sup>

---

<sup>28</sup> Grgić, M. i Bilas, V. (2008) Međunarodna ekonomija, Lares plus, Zagreb str.583.

<sup>29</sup> Jošić, H. (2013) Comparative analysis of external debt indicators in Croatia and Southeastern European countries. *Ekonomski misao i praksa: časopis Sveučilista u Dubrovniku*, 22 (1), str. 206.

## 4. INOZEMNA ZADUŽENOST REPUBLIKE HRVATSKE

Inozemni dug važna je stavka ekonomskog sustava zemlje, te je nužno održati ju pod kontrolom. Država dužnik mora voditi računa o pravovremenom podmirivanju dugovnih obveza kako bi zadržala postojeće uvjete zaduživanja. Do problema dolazi kada potrošnja države nadilazi proizvodnju te je zaduživanje jedini način prikupljanja sredstava. Ukoliko država ne ostvaruje adekvatan output i nije dovoljno likvidna da bi podmirivala obveze, tada dolazi do pada kreditnog rejtinga države kod inozemnih kreditora. Kontinuiranim zaduživanjem inozemni dug raste, produbljuje se loše poslovanje države te na taj način država ulazi u financijsku krizu.<sup>30</sup> Prije no što započnemo analizu, bitno je napomenuti da za razliku od nekih tranzicijskih država, koje su tranzicijski process započele bez inozemnog duga, RH je naslijedila dug od SFRJ u iznosu od 3,4 mlrd. USD, odnosno 17% ukupnog duga bivše države, što je uvelike utjecalo na mogućnost daljnjeg zaduživanja u narednom periodu.<sup>31</sup>

### 4.1. Struktura inozemnog duga prema sektorima dužnika

Struktura inozemnog duga prikazana po domaćim sektorima, odnosno sektorima dužnika, podrazumijeva klasifikaciju dužnika prema priručnicima ESA 2010 i SNA 2008. Prema tome, inozemni dug dijelimo na dug opće države, dug središnje banke, dug ostalih monetarnih financijskih institucija, dug ostalih domaćih sektora te izravna ulaganja. Sektor opće države obuhvaća središnju državu, fondove socijalne sigurnosti i lokalnu državu. Sektor središnje banke prikazuje dugove Hrvatske narodne banke, koji nastaju radi održavanja međunarodne likvidnosti, odnosno međunarodnih pričuva. Međunarodna likvidnost sastoji se od svih novčanih i nenovčanih sredstava kojima raspolažu monetarni organi zemlje, ta sredstva predstavljaju međunarodne monetarne rezerve te se koriste u međunarodnim plaćanjima.<sup>32</sup> Sektor drugih monetarnih financijskih institucija prikazuje dugove kreditnih institucija i novčanih fondova. Ostali domaći sektori obuhvaćaju dugove svih financijskih institucija, izuzev monetarnih financijskih institucija, uključuju i Hrvatsku banku za obnovu i razvitak, privatna i javna nefinancijska društva, neprofitne

---

<sup>30</sup> Šain, H. (2015). Odnos vanjskog duga i financijske krize (Diplomski rad). Preuzeto s <https://urn.nsk.hr/urn:nbn:hr:148:192469>

<sup>31</sup> Kačan, A. (2000) Analiza inozemnog duga Republike Hrvatske. Zagreb: Poslovna knjiga

<sup>32</sup> Mesić, G. (2016). ANALIZA INOZEMNOG DUGA REPUBLIKE HRVATSKE (Završni rad). Preuzeto s <https://urn.nsk.hr/urn:nbn:hr:148:586334>

institucije koje služe kućanstvima te kućanstva, uključujući poslodavce i samozaposlene. Izravna ulaganja predstavljaju dužničke transakcije između kreditora i dužnika ostalih sektora, koji su međusobno ulagački povezani po smjeru ulaganja.

Tablica 1. Bruto inozemni dug RH prema sektorima dužnika (2012. – 2022.), u mil. €

Sektor dužnika	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Opća država	12.641,9	15.441,1	16.798,7	17.336,8	16.241,8	15.690,4	14.960,6	13.781,5	15.525,6	18.274,6	18.752,3
Središnja banka	351,0	421,5	482,9	1.692,0	1.419,4	2.039,3	1.657,4	1.237,5	893,4	3.581,1	4.233,5
Druge monetarne i financijske institucije	9.885,8	9.156,8	8.160,1	6.125,3	4.554,6	3.769,2	4.073,0	3.936,8	4.141,0	3.959,9	5.211,1
Ostali domaći sektori	19.117,2	17.564,8	17.371,9	17.640,1	16.652,4	15.588,2	15.801,7	13.334,6	12.328,1	12.119,9	11.902,1
Izravna ulaganja	5.685,0	6.078,1	6.715,6	5.827,7	6.182,1	6.791,8	6.315,8	8.298,3	8.397,0	9.277,8	9.455,4
UKUPNO	47.680,9	48.662,3	49.529,2	48.621,8	45.050,3	43.878,8	42.808,5	40.588,8	41.285,1	47.213,3	49.554,3

Izvor: Publikacija HNB, obrada autora; Bruto inozemni dug prema domaćim sektorima, Dostupno na: <https://www.hnb.hr/documents/20182/121183/h-h12.xlsx/ed6b2c7f-b053-4864-972d-2342665d347d?version=1.90&t=1680258901716&download=true>

Bruto inozemni dug RH u 2012. godini je iznosio 47,6 mlrd. eura, pri čemu se najveći udio duga odnosi na ostale domaće sektore (stanovništvo i privatna poduzeća) sa 19,1 mlrd. eura i državu sa 12,6 mlrd. eura duga. Zatim slijede druge monetarne i financijske institucije sa 9,8 mlrd. eura i izravna ulaganja sa 5,6 mlrd., a najmanji udio duga sadrži središnja banka sa 0,351 mlrd. Ukupan iznos inozemnog duga rastao je do 2014. godine i najviše vrijednosti od 49,5 mlrd. eura, nakon čega slijedi period pada koji traje do 2019. godine. U 2019. godini ukupna razina duga pada za oko 2 mlrd eura u odnosu na 2018. godinu, te se dug smanjuje u svim sektorima izuzev izravnih ulaganja, gdje dolazi do rasta. Nakon 2019. godine razina ukupnog bruto inozemnog duga raste zbog utjecaja pandemije COVID-19 virusa, te je na kraju 2022. godine vidljivo povećanje u iznosu od 9 mlrd. eura u odnosu na 2019. Porast duga prisutan je u svim sektorima osim ostalih domaćih sektora, gdje se od 2018. godine bilježi kontinuirano smanjenje duga. Porastu ukupne razine zaduženosti najviše je doprinijelo zaduživanje države i kreditnih institucija. Unatoč tome, zbog snažnog rasta BDP-a tijekom 2022. godine, došlo je do poboljšanja relativnog pokazatelja bruto

inozemne zaduženosti, koji je na kraju 2022. godine iznosio 73,5 % BDP-a, što je za 4,5% niže nego krajem 2021. godine, kada je bruto inozemni dug dosežao 78% BDP-a.

#### 4.2. Struktura inozemnog duga prema kreditorima

Bruto inozemni dug po sektorima kreditora dijelimo na dug nastao ulaganjem u dužničke vrijednosne papire, dug izražen u depozitima i gotovini, dug nastao zaduživanjem kod privatnih kreditora te dug nastao zaduživanjem kod javnih kreditora. U sektor privatnih kreditora ubrajamo inozemne komercijalne banke i dobavljače koji odobravaju kratkoročne trgovačke kredite uvoznicima. Sektor javnih kreditora sastoji se od međunarodnih financijskih organizacija i vlade drugih država, u slučaju Hrvatske to su najčešće vlade zemalja članica Europske unije. Kod ulaganja u dužničke vrijednosne papire razlikujemo dugoročna i kratkoročna ulaganja. Pod kratkoročnim ulaganjima podrazumijevamo ulaganja u trezorske i blagajničke zapise, dok u dugoročna ulaganja spadaju trezorski zapisi ministarstva financija, obveznice i drugi vrijednosni papiri izdani na domaćem tržištu. Gotovina je najmanje zastupljen način inozemnog zaduživanja, dok depoziti stranih deponenata imaju veći udio u ukupnom inozemnom dugu.

Tablica 2. Bruto inozemni dug RH – prema sektoru kreditora, u mlrd. eura

Kreditori	2011.	2012.	2013.	2014.	2015.	2016.	2017.	2018.	2019.	2020.	2021.
Dužnički vrijednosni papiri	6,6	8,7	10,2	10,7	11,8	10,6	9,9	9,6	9,6	10,1	11,5
Gotovina i depoziti	7,7	5,7	5,7	5,2	4,5	3,6	2,9	3,1	2,9	3,0	2,4
Javni kreditori	5,5	5,8	6,1	6,9	6,5	6,8	6,9	6,5	6,1	6,5	7,8
Privatni kreditori	29,3	27,5	26,7	26,7	25,6	23,8	23,9	23,5	21,8	20,4	23,0
Ukupno	49,2	47,7	48,6	49,5	48,4	44,7	43,6	42,6	40,3	40,1	44,8

Izvor: Publikacija HNB, obrada autora; Bruto inozemni dug RH – prema kreditorima, u mlrd. eura, Dostupno na: [https://www.hnb.hr/documents/20182/121324/h-pbt\\_09.xlsx/5d9c0461-a783-4ee0-81c0-55323ff08da0?version=1.29&t=1667913683457&download=true](https://www.hnb.hr/documents/20182/121324/h-pbt_09.xlsx/5d9c0461-a783-4ee0-81c0-55323ff08da0?version=1.29&t=1667913683457&download=true)



Dug nastao zaduživanjem putem dužničkih vrijednosnih papira 2011. godine iznosio je 6,6 milijardi eura te je rastao do 2015. godine kada dostiže 11,8 milijardi eura, što je najviši iznos u promatranom razdoblju. Nakon 2015. godine slijedi par godina snižavanja te nakon 2018. godine kreće ponovni rast te dug 2021. godine iznosi 11,5 milijardi eura.

Zaduživanje putem gotovine i depozita na kraju 2011. godine iznosi 7,7 milijardi eura, što je ujedno i najveći iznos u promatranom razdoblju. Nakon 2011. godine slijedi kontinuirani pad do 2021. godine kada dug iznosi 2,4 milijarde eura, te vidimo da danas Gotovina i depoziti predstavljaju najmanji udio u ukupnom inozemnom dugu RH.

Javni kreditori financiraju 5,5 milijardi eura duga 2011. godine. U narednom periodu prisutan je konstantan trend rasta, te dug na kraju 2021. godine iznosi 7,8 milijardi eura.

Zaduživanje putem privatnih kreditora najzastupljeniji je oblik zaduživanja u RH. Na kraju 2011. godine dug iznosi 29,3 milijarde eura, i to je najviši iznos u promatranom razdoblju. U periodu nakon 2011, godine razina duga je u padu sve do danas, te je na kraju 2021. godine dug iznosio 23 milijarde eura.

Politika zaduživanja mijenjala se razdoblju od 2011. do 2021. godine. Prema podacima iz Tablice 2. vidljivo je da se država sve više orijentira prema izdavanju dužničkih vrijednosnih papira, te zaduživanje kod inozemnih javnih kreditora, odnosno međunarodnih organizacija koje domaćim dužnicima daju određenu dozu sigurnosti i povjerenja.

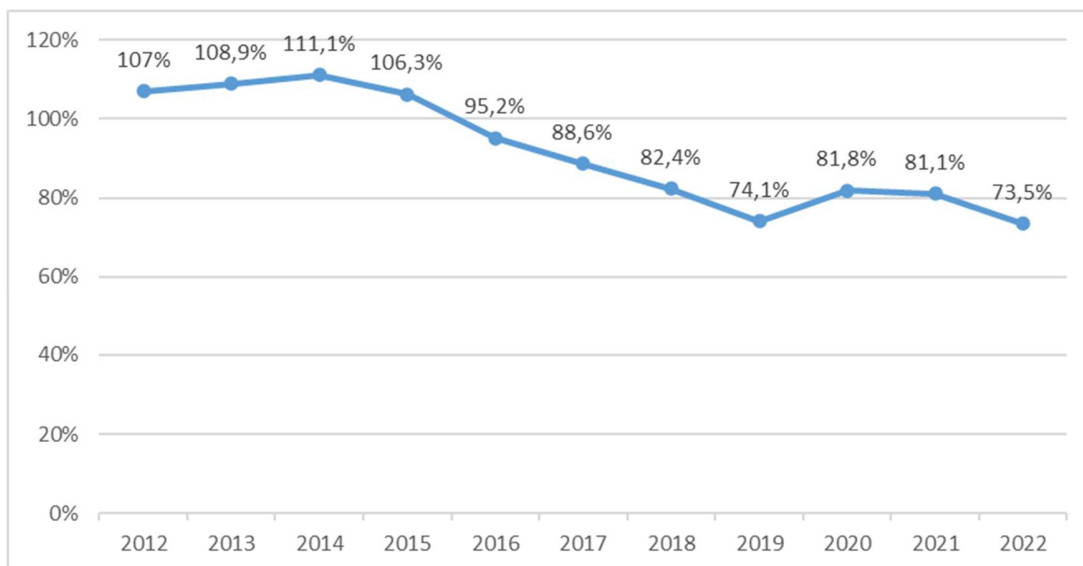
### **4.3. Analiza pokazatelja zaduženosti Republike Hrvatske**

Najbitniji pokazatelji inozemne zaduženosti su odnos inozemnog duga i BDP-a, odnos inozemnog duga i izvoza robe i usluga (pokazatelj stanja), te odnos otplaćenog inozemnog duga i izvoza robe i usluga (pokazatelj tijeka). U nastavku poglavlja će ovi pokazatelji biti analizirani na primjeru Republike Hrvatske.

### 4.3.1. Odnos ukupnog inozemnog duga i BDP-a

Odnos ukupnog inozemnog duga i BDP-a pokazuje koliki je stupanj opterećenja tekućih ekonomskih aktivnosti inozemnim dugom.

Grafikon 1. Kretanje inozemnog duga u odnosu na BDP, Hrvatska 2012. - 2022.



Izvor: Bilten HNB br. 282. (Travanj 2023.), obrada autora, str. 1. Dostupno na: <https://www.hnb.hr/analize-i-publikacije/redovne-publikacije/bilten>

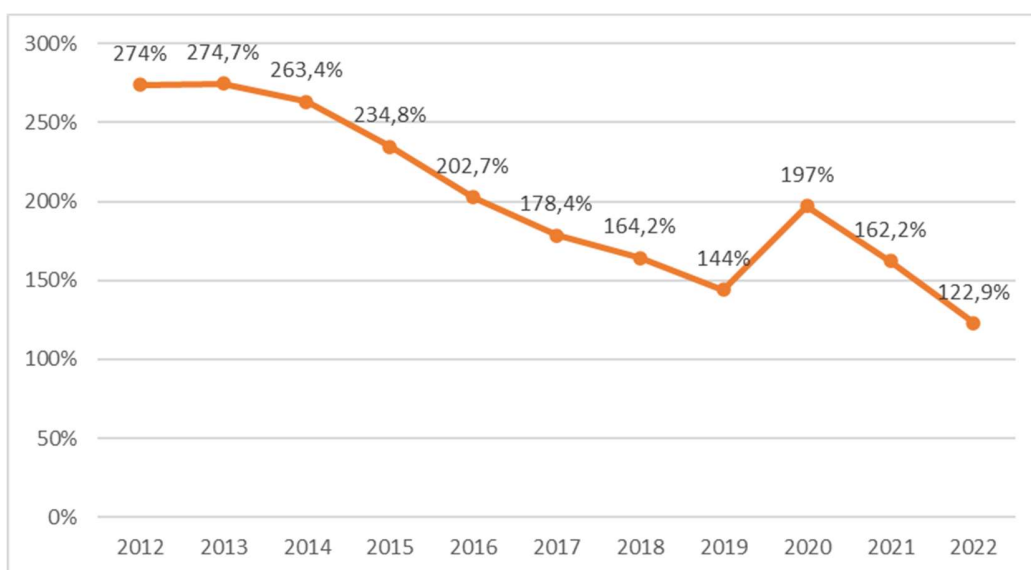
Prema ovom pokazatelju države svrstavamo u 3 razreda po stupnju zaduženosti, odnosno nisko, srednje i visoko zadužene zemlje. Hrvatska je dugi niz godina bila svrstana u visoko zadužene zemlje, sa vrhuncem u 2014. godini kada vrijednost pokazatelja iznosi 111,1%. Nakon 2014. slijedi pad, te na kraju 2019. godine Hrvatska ulazi u razred srednje zaduženih zemalja, prelaskom ispod kritične vrijednosti od 80%, odnosno 74,1%. Prema najnovijim podacima Hrvatska je i dalje u razredu srednje zaduženih zemalja sa vrijednošću pokazatelja od 73,5%. U četvrtom tromjesečju 2022. godine pogoršava se saldo na tekućem i kapitalnom računu platne bilance, primarno zbog manjkova prilikom robne razmjene sa inozemstvom koji nastavljaju rasti. Zbog promjena na tekućem računu prisutan je neto priljev kapitala na financijskom računu platne bilance i kao posljedica toga došlo je do pogoršanja pokazatelja inozemne zaduženosti i stanja međunarodnih

ulaganja, međutim zbog ubrzanog rasta nominalnog BDP-a ublažena su negativna kretanja relativnih pokazatelja zaduženosti.<sup>33</sup>

#### 4.3.2. Odnos inozemnog duga i izvoza robe i usluga

Odnos inozemnog duga i izvoza robe i usluga prati odnos stope rasta inozemnog duga i stope rasta izvoza robe i usluga te se na temelju kretanja tog pokazatelja utvrđuje kreditni bonitet zemlje.

Grafikon 2. Kretanje inozemnog duga prema izvozu robe i usluga 2012. - 2022



Izvor: Bilten HNB br. 282. (Travanj 2023.), obrada autora, str. 1. Dostupno na: <https://www.hnb.hr/analize-i-publikacije/redovne-publikacije/bilten>

Prema ovom pokazatelju vidimo da je Hrvatska 2012. godine u skupini visoko zaduženih zemalja, međutim u narednom periodu odnos inozemnog duga prema izvozu robe i usluga se kontinuirano umanjuje. Krajem 2016. godine Hrvatska prelazi u skupinu srednje zaduženih zemalja sa vrijednošću pokazatelja od 202,7%. Trend smanjenja traje do kraja 2019. godine, nakon čega je Hrvatsku zahvatio val globalne pandemije COVID-19 virusa, što je imalo negativne posljedice na

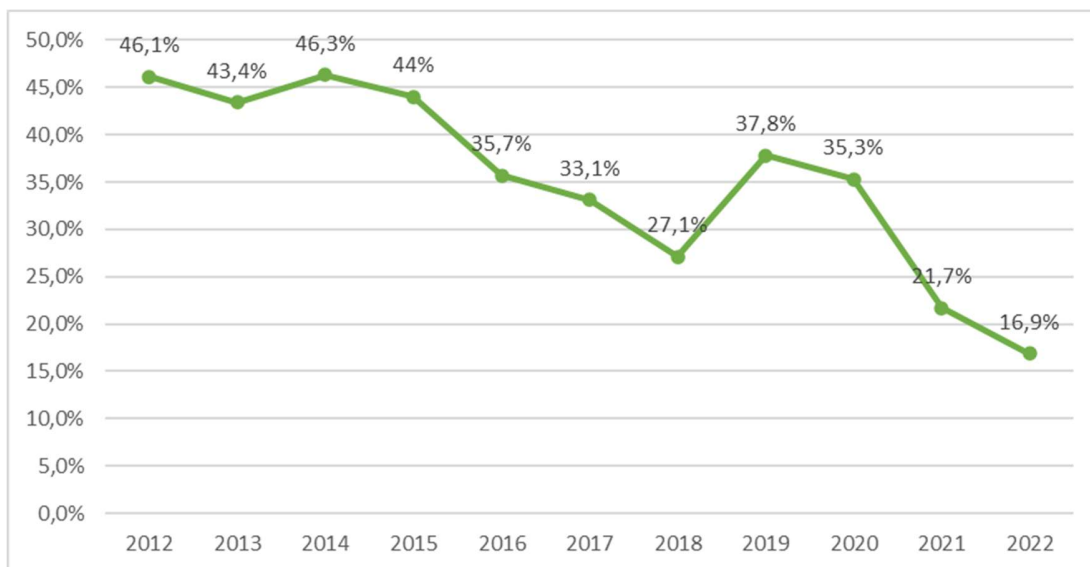
<sup>33</sup> HNB; Komentar platne bilance, stanja bruto inozemnog duga i stanja međunarodnih ulaganja za četvrto tromjesečje 2022. Dostupno na: <https://www.hnb.hr/-/komentar-platne-bilance-stanja-bruto-inozemnog-duga-i-stanja-medjunarodnih-ulaganja-za-cetvrto-tromjesecje-2022>

izvoz, primarno po pitanju usluga odnosno turizma. Nakon 2020. godine slijedi oporavak kojem su najviše doprinijeli prihodi turizma te povoljna kretanja međunarodnog tržišta, uz pružanje fiskalnih potpore te povoljne uvjete financiranja koji ukazuju na ekspanzivnu monetarnu politiku. U 2021. godini oporavila se domaća i inozemna potražnja, što je potaknulo rast uvoza ali slabijeg intenziteta od rasta izvoza, stoga je neto inozemna potražnja ostvarila visok pozitivan doprinos ukupnom gospodarskom rastu.<sup>34</sup> Krajem 2022. godine Hrvatska prelazi u razred manje zaduženih zemalja, sa vrijednošću odnosa inozemnog duga prema izvozu robe i usluga od 122,9%.

#### 4.3.3. Odnos otplate inozemnog duga i izvoza robe i usluga

Odnos otplate inozemnog duga i izvoza robe i usluga omogućava lakše uočavanje kratkoročne zaduženosti zemlje i pokazuje vrijednost prihoda od izvoza robe i usluga koje je potrebno izdvojiti za otplatu inozemnog duga.

Grafikon 3. Kretanje otplate duga u odnosu na izvoz robe i usluga, Hrvatska, 2012. - 2022.



Izvor: Bilten HNB br. 282. (Travanj 2023.), obrada autora, str. 1. Dostupno na:

<https://www.hnb.hr/analize-i-publikacije/redovne-publikacije/bilten>

<sup>34</sup> Godišnje izvješće 2021. , HNB, Zagreb, str. 9. Dostupno na: <https://www.hnb.hr/analize-i-publikacije/redovne-publikacije/godisnje-izvjesce>

Otplate inozemnog duga uključuju otplate glavnice na osnovi obveznica, dugoročnih trgovinskih kredita i dugoročnih kredita (isključujući obveze prema vlasnički povezanim poduzećima) te ukupnu otplatu kamata (uključujući FISIM), bez otplate kamata s osnove izravnih ulaganja.<sup>35</sup> Međunarodni monetarni fond i svjetska banka u otplatu duga računavaju i kamatu na dug, a ne otplatu kratkoročnog duga. Pretpostavlja se da se kratkoročni dug sastoji od kredita koji se lagano obnavljaju, ali ta pretpostavka je upitna u pojedinim slučajevima.<sup>36</sup> Kritična vrijednost kod ovog pokazatelja je 20%, te prema Grafikonu 3 vidimo da je Hrvatska tijekom gotovo cijelog promatranog vremenskog perioda iznad te granice sa rasponom vrijednosti od 27 - 46%. To je prvenstveno uzrokovano slabim izvozom, odnosno kontinuiranim produblјivanjem manjka u robnoj razmjeni s inozemstvom. Početkom 2021. godine prisutan je značajan gospodarski oporavak. Realni bruto domaći proizvod u 2021. povećao se u odnosu na prethodnu godinu, kada je bilo zabilježeno rekordno smanjenje uzrokovano pandemijom koronavirusa. Oporavak prihoda od turizma najviše je pridonio povećanju viška na tekućem i kapitalnom računu platne bilance, a povoljna su kretanja ublažena povećanjem manjka u robnoj razmjeni i većom dobiti banaka i poduzeća u stranom vlasništvu.<sup>37</sup> Na kraju 2022. godine pokazatelj se napokon spušta ispod kritične razine, odnosno na 16,9%, što je najniža razina u novijoj povijesti Hrvatske.

---

<sup>35</sup> Izvor: Bilten HNB br. 282. (Travanj 2023.), HNB, str. 1. Dostupno na: <https://www.hnb.hr/analize-i-publikacije/redovne-publikacije/bilten>

<sup>36</sup> External Debt Statistics: Guide for Compilers and Users (June 2003.), International Monetary fund, Working Paper

<sup>37</sup> Godišnje izvješće 2021. , HNB, Zagreb, str. 9 Dostupno na: <https://www.hnb.hr/analize-i-publikacije/redovne-publikacije/godisnje-izvjesce>

#### 4.4. Komparativna analiza pokazatelja zaduženosti Hrvatske i odabranih zemalja

U narednom poglavlju slijedi komparativna analiza pokazatelja inozemne zaduženosti Hrvatske i 7 zemalja središnje i jugoistočne Europe; Mađarska, Slovačka, Slovenija, Češka, Bugarska, Poljska i Rumunjska. Navedene zemlje su odabrane s obzirom da ih karakteriziraju slične značajke prema kriteriju zaduženosti.

Tablica 3. Pokazatelji zaduženosti po zemljama (2022.)

<b>Zemlja</b>	<b>Inozemni dug/Izvoz robe i usluga</b>	<b>Inozemni dug/BDP</b>
Mađarska	172.2 %	152.1 %
Slovačka	196.8 %	195.0 %
Slovenija	97.1 %	87.8 %
Češka	87.5 %	65.5 %
Bugarska	75.9 %	52.0 %
Rumunjska	117.1 %	49.8 %
Poljska	86.1 %	53.0 %
Hrvatska	122.1 %	74.0 %

Izvor: Publikacija HNB; Pokazatelji zaduženosti po zemljama 2021. Dostupno na: [https://www.hnb.hr/documents/20182/121324/h-pbt\\_13.xlsx/c74c38dd-3280-4eb2-83e1-86ec169e8203?version=1.29&t=1667913685543&download=true](https://www.hnb.hr/documents/20182/121324/h-pbt_13.xlsx/c74c38dd-3280-4eb2-83e1-86ec169e8203?version=1.29&t=1667913685543&download=true)

U tablici 3 prikazan je omjer inozemnog duga i izvoza robe i usluga, te omjer inozemnog duga i BDP-a gospodarstva. Koristeći ova dva pokazatelja navedene zemlje možemo klasificirati u tri skupine po stupnjevima zaduženosti (manje zadužene zemlje, umjereno zadužene zemlje i visoko zadužene zemlje). Prema udjelu vanjskog duga i BDP-u kritična granica za skupinu visoko zaduženih zemalja nalazi se na razinama iznad 80%, srednje zadužene zemlje se nalaze između 80% i 40%, dok zemlje sa vrijednošću omjera ispod 40% smatramo manje zaduženim zemljama. Po pitanju udjela vanjskog duga i izvozu roba i usluga kritična granica za visoko zadužene zemlje

iznosi 220%, dok donja granica iznosi 132% vrijednosti omjera. Da bi pojedina zemlja bila svrstana u jednu od skupina, dovoljno je da je obuhvaćena jednim od dva korištena indeksa.<sup>38</sup>

Tablica 4. Klasifikacija zemalja prema stupnju inozemne zaduženosti

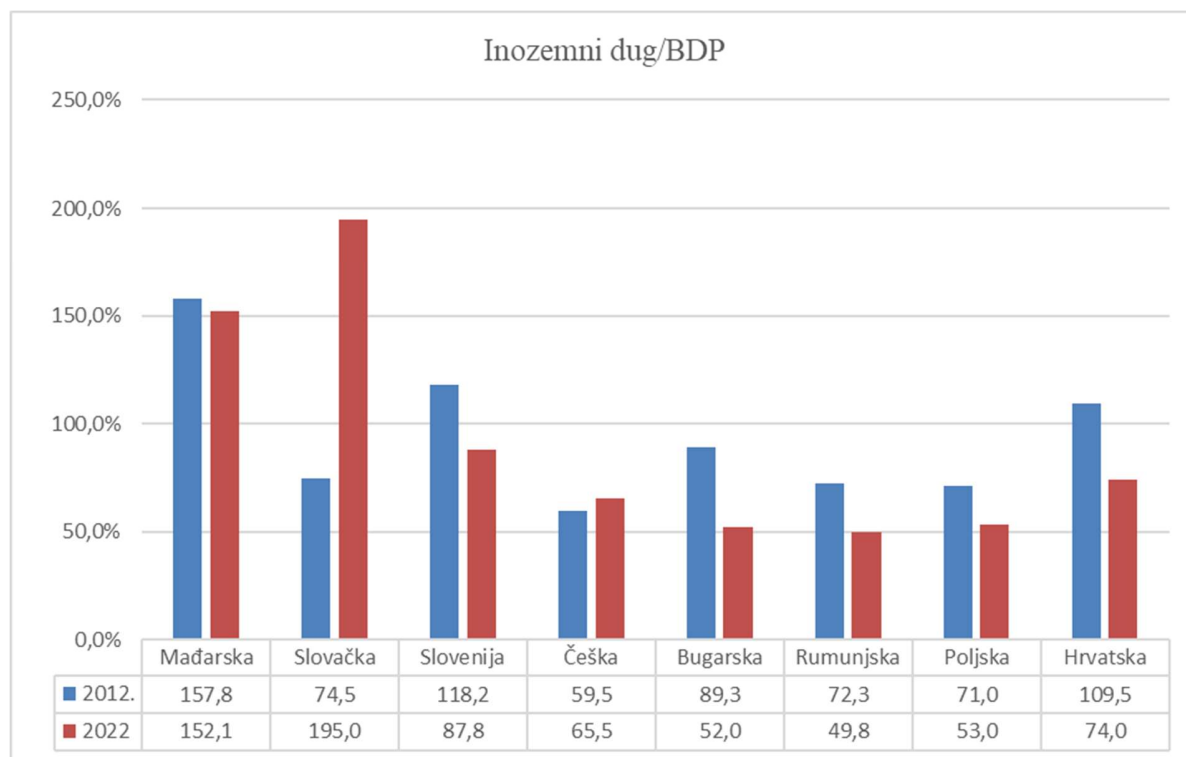
Kriterij zaduženosti	Visoko zadužene zemlje	Umjereno zadužene zemlje	Manje zadužene zemlje
Udio vanjskog duga/BDP	$x > 80\%$	$80\% \geq x \geq 48\%$	$x \leq 48\%$
Udio vanjskog duga/izvoz roba i usluga	$y > 220\%$	$220\% \geq y \geq 132\%$	$y \leq 132\%$
Primjeri zemalja	Mađarska, Slovačka, Slovenija	Češka, Bugarska, Rumunjska, Poljska, Hrvatska	-

Izvor: Obrada autora

U tablici 4 prikazana je klasifikacija zemalja po stupnju zaduženosti. Vidljivo je da niti jedna od promatranih zemalja ne spada u skupinu manje zaduženih zemalja. Hrvatska spada u umjereno zadužene zemlje zajedno sa Češkom, Bugarskom, Rumunjskom i Poljskom, dok u visoko zadužene zemlje spadaju Mađarska, Slovačka i Slovenija. Niti jedna od promatranih zemalja ne spada u visoko zadužene zemlje po oba pokazatelja, primjerice Slovenija po udjelu inozemnog duga u izvozu robe i usluga spada u manje zadužene zemlje, no zbog visokog udjela inozemnog duga u BDP-u ju svrstavamo u visoko zadužene zemlje.

<sup>38</sup> Jošić, Hrvoje. (2008). Komparativna analiza pokazatelja vanjske zaduženosti Republike Hrvatske i tranzicijskih zemalja. The Proceedings of Zagreb Faculty of Economics and Business; Vol.6 No.1.

Grafikon 4. Komparativna analiza zaduženosti RH i odabranih zemalja prema odnosu inozemnog duga i BDP-a (2012. i 2022.)

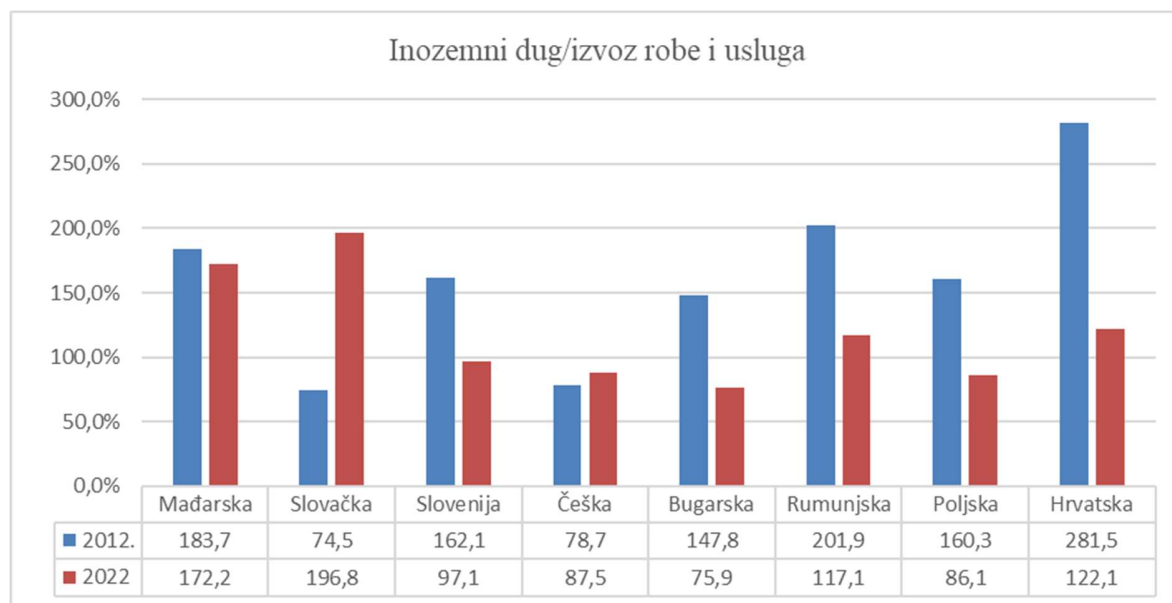


Izvor: The world bank, izračun autora

Prema grafikonu 4 vidimo udio duga u BDP-u kod Hrvatske iznosi 74%, što Hrvatsku svrstava u kategoriju umjereno zaduženih zemalja. Vidljiv je napredak u odnosu na 2012. godinu kada je udio iznosio 109,5%. Najviši udio duga u BDP-u pokazuje Slovačka sa 195%, te je vidljivo značajno pogoršanje u odnosu na 2012. godinu kada je udio iznosio 74,5%. Mađarska ima drugi najviši udio sa 152,1%, te nije bilo značajnog pomaka od 2012. godine kada je udio iznosio 157,8%. Slovenija ima udio od 87,8%, i vidljivo je poboljšanje pokazatelja u odnosu na 2012. godinu kada je udio iznosio 118,2%. Slovačku, Mađarsku i Sloveniju prema ovom pokazatelju svrstavamo u visoko zadužene zemlje. Slijede Češka (65,5%), Poljska (53%), Bugarska (52%) i Rumunjska (49,8%) koje zajedno sa Hrvatskom svrstavamo u umjereno zadužene zemlje. Kod svih umjereno zaduženih zemalja vidljiv je pozitivan pomak u odnosu na 2012. godinu, iznimka je Češka gdje je došlo do blagog porasta ovog pokazatelja. Hrvatska je blizu kritične vrijednosti od 80%, međutim ne postoji opasnost od izbijanja dužničke krize s obzirom da je ovaj pokazatelj stabilan u dužem vremenskom periodu i pokazuje blagi trend opadanja.



Grafikon 5. Komparativna analiza zaduženosti RH i odabranih zemalja prema odnosu inozemnog duga i izvoza roba i usluga (2012. i 2022.)



Izvor: The world bank, izračun autora

Prema grafikonu 5 vidimo da udio inozemnog duga u izvozu robe i usluga Hrvatske u 2022. godini iznosi 122,1% što Hrvatsku svrstava u manje zadužene zemlje te je uočljiv pozitivan pomak u odnosu na 2012. godinu kada je udio iznosio 281,5%. Najvišu vrijednost udjela ima Slovačka sa 196,8%, te je vidljivo drastično pogoršanje u odnosu na 2012. godinu kada je udio iznosio 74,5%. Mađarska ima drugi najviši udio sa 172,2%, te nema značajne promjene u odnosu na 2012. godinu (183,7%). Slovačku i Mađarsku prema ovom pokazatelju svrstavamo u umjereno zadužene zemlje. Slijede Rumunjska (117,1%), Slovenija (97,1%), Češka (87,5%), Poljska (86,1%) i Bugarska (75,9%), koje svrstavamo u kategoriju manje zaduženih zemalja prema ovom pokazatelju. Kod svih manje zaduženih zemalja vidljivo je značajno poboljšanje u odnosu na 2012. godinu, osim kod Češke gdje udio inozemnog duga u izvozu robe i usluga pokazuje blaži porast. Činjenica je da Hrvatska izvozi znatno manje robe od promatranih zemalja te većinu prihoda ostvaruje izvozom usluga. Ti prihodi su osjetljivi na ekonomske, političke i tržišne utjecaje i nisu stabilan izvor sredstava za razliku od izvoza robe, što smo imali priliku vidjeti tijekom trajanja pandemije COVID-19 virusa. Dakle kako bi se ovaj pokazatelj poboljšao te kako bi se izbjegla potencijalna opasnost prezaduživanja, nužne su mjere kojima bi se povećao izvoz robe uz primarne turističke usluge koje nudimo.

#### **4.5. Projekcija otplate bruto inozemnog duga po domaćim sektorima**

Tablica 5 prikazuje stanje bruto inozemnog duga i projekciju otplate bruto duga te procijenjene isplate kamata po srednjem tečaju HNB-a na kraju razdoblja. Bruto inozemni dug obuhvaća sve obveze rezidenata na osnovi dužničkih vrijednosnih papira koji su izdani na inozemnim tržištima, depozita primljenih od nerezidenata, kredita, i trgovinskih kredita neovisno o ugovorenom dospjeću, te obveze rezidenata na osnovi ulaganja nerezidenata u dužničke vrijednosne papire izdane na domaćem tržištu. Za monetarne financijske institucije buduće isplate kamata procijenjene su na osnovi dostupnih podataka monetarne statistike o planu naplate kamata. Za ostale sektore buduća plaćanja kamata procijenjena su na osnovi dostavljenih planova otplate i referentne kamatne stope koja vrijedi na izvještajni datum. Projekcija otplate obračunatih nedospjelih kamata, koje su sastavni dio bruto inozemnog duga, uvećava projekciju otplate glavnice u razdoblju dospjeća prve rate kamata te, sukladno tome, umanjuje iznose procijenjene prve otplate kamata.<sup>39</sup>

---

<sup>39</sup> Izvor: Bilten HNB br. 282. (Travanj 2023.), HNB, str. 61. Dostupno na: <https://www.hnb.hr/analize-i-publikacije/redovne-publikacije/bilten>

Tablica 5. Projekcija otplate glavnice i kamata prema sektoru dužnika, u mil. eura

Sektor	Bruto inozemni dug 31.12.2022	Trenutno dospjeće/ kašnjenja	Projekcija otplate bruto duga										
			2023.	2024.	2025.	2026.	2027.	2028.	2029.	2030.	2031.	2032.	Ostalo
Opća država	18.752,3	48,3	4.906,4	1.624,5	1.626,1	668,7	1.154,1	824,4	1.330,8	756,0	1.657,8	887,0	3.268,0
Središnja banka	4.233,5	0,0	2.992,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	1.241,5
Druge monetarne financijske institucije	5.211,1	27,4	3.208,5	246,2	280,4	468,1	267,7	554,0	20,6	18,6	60,9	18,6	40,1
Ostali domaći sektori	11.902,1	755,8	7.518,0	923,5	719,3	495,2	591,7	223,6	115,6	232,6	104,8	54,1	167,6
Izravna ulaganja	9.455,4	254,0	3.274,6	747,1	753,6	851,4	536,0	521,1	1.347,2	454,2	295,9	251,8	168,5
<b>UKUPNO</b>	<b>49.554,3</b>	<b>1.085,5</b>	<b>21.899,4</b>	<b>3.541,3</b>	<b>3.379,5</b>	<b>2.483,5</b>	<b>2.549,6</b>	<b>2.123,1</b>	<b>2.814,3</b>	<b>1.461,4</b>	<b>2.119,4</b>	<b>1.211,6</b>	<b>4.885,8</b>

Dodatak: Procjena kamata                      516,8    517,5    500,0    418,0    371,8    279,1    205,0    268,1    161,9    109,0    475,1

Izvor: Publikacija HNB, obrada autora; Projekcija otplate bruto inozemnog duga po domaćim sektorima, Dostupno na: <https://www.hnb.hr/documents/20182/121183/h-h14.xlsx/721bfbc7-e6ca-4956-b08a-26cc1d828e6a?version=1.88&t=1680258904769&download=true>

Prema tablici 5 vidljivo je da se u 2023. godini od ukupnih 21,9 milijardi eura najveći dio otplate glavnice odnosi na ostale domaće sektore sa 7,5 milijardi eura. Opća država zauzima 4,9 milijardi eura otplate glavnice, dok su sektori izravnih ulaganja i drugih monetarnih financijskih institucija podjednaki sa po 3,2 milijarde eura ukupnih obveza. Najmanji udio odnosi se na opću državu sa 2,9 milijarde eura otplate glavnice. Isplata kamatnih obveza u 2023. godini procijenjena je na 0,5 milijardi eura.

Projicirana otplata glavnice do 2032. godine iznosi 43,5 milijardi eura. Najveći udio glavnice otpada na sektor opće države koja bi prema projekciji trebala otplatiti 15,4 milijarde eura do kraja 2032. godine. Ostali domaći sektori trebali bi otplatiti 10,9 milijardi eura, dok bi kod drugih

monetarnih financijskih institucija ukupna otplata iznosila 5,1 milijardu eura. Ukoliko bi Republika Hrvatska podmirivala svoje obveze prema prikazanoj projekciji, ukupni ostatak glavnice nakon 2032. godine iznosio bi 4,8 milijardi eura, a najveći ostatak duga nalazio bi se u sektoru opće države sa 3,2 milijarde eura.

Iznos kamatnih obveza po svim sektorima koje dolaze na naplatu do kraja 2032. godine projiciran je na razini od 3,3 milijarde eura, a preostale obveze po kamatama nakon 2032. godine iznosile bi 0,47 milijardi eura.

Kako bi Hrvatska uspješno financirala otplatu inozemnog duga prema ovoj projekciji, nužno je da Vlada uspostavi bolju koordinaciju fiskalne i monetarne politike. Uz rastuće prihode iz turizma, potrebno je poticati veću domaću proizvodnju radi izvoza dobara, te ograničiti rast kredita namijenjenih uvozu.

#### **4.6. Scenario analiza održivosti inozemnog duga Republike Hrvatske**

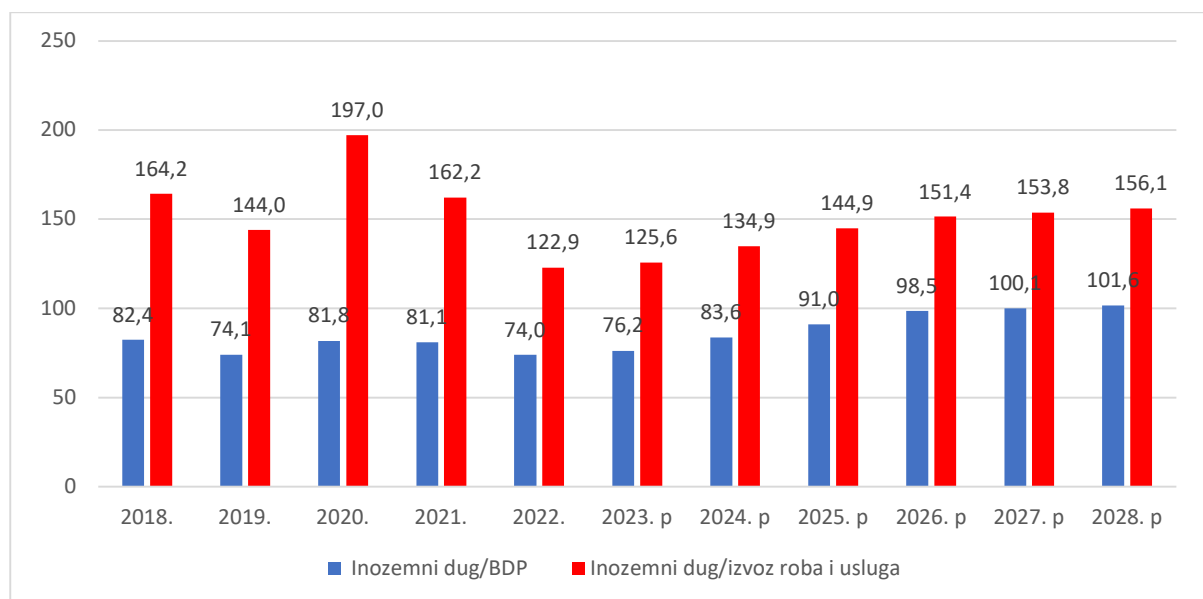
U narednom poglavlju slijedi pregled scenarija osjetljivosti vanjskog duga na promjene ključnih makroekonomskih varijabli na kojima se temelji analiza osjetljivosti vanjskog duga. To su:

1. Osnovni srednjoročni scenario
2. Scenario povijesnih prosjeka
3. Scenario šoka stope rasta realnog BDP-a
4. Scenario šoka kamatnih stopa
5. Scenario šoka tekućeg računa bilance plaćanja
6. Scenario šoka deprecijacije eura prema dolaru
7. Scenario kombinacije šokova

#### 4.6.1. Osnovni srednjoročni scenario

Osnovni srednjoročni scenario služi kao podloga za izradu ostalih scenarija osjetljivosti vanjskog duga na makroekonomske šokove. Sastoji se od doprinosa udjela vanjskog duga u BDP-u za ključne makroekonomske varijable u razdoblju od 2018. do 2022. i projekcije kretanja varijabli u razdoblju od 2023. do 2028. Kretanje vanjske zaduženosti u osnovnom scenariju prikazano je kroz kretanje udjela vanjskog duga u BDP-u i izvozu robe i usluga.<sup>40</sup> Tablicom u prilogu 1 rada prikazan je okvir središnje projekcije održivosti vanjskog duga Republike Hrvatske. Vanjski dug prikazan je kroz najvažnije tokove koji dovode do njegovog nastanka.

Grafikon 6. Projekcija kretanja udjela inozemnog duga u BDP-u i inozemnog duga u izvozu roba i usluga prema osnovnom scenariju 2018.-2028. (u%)



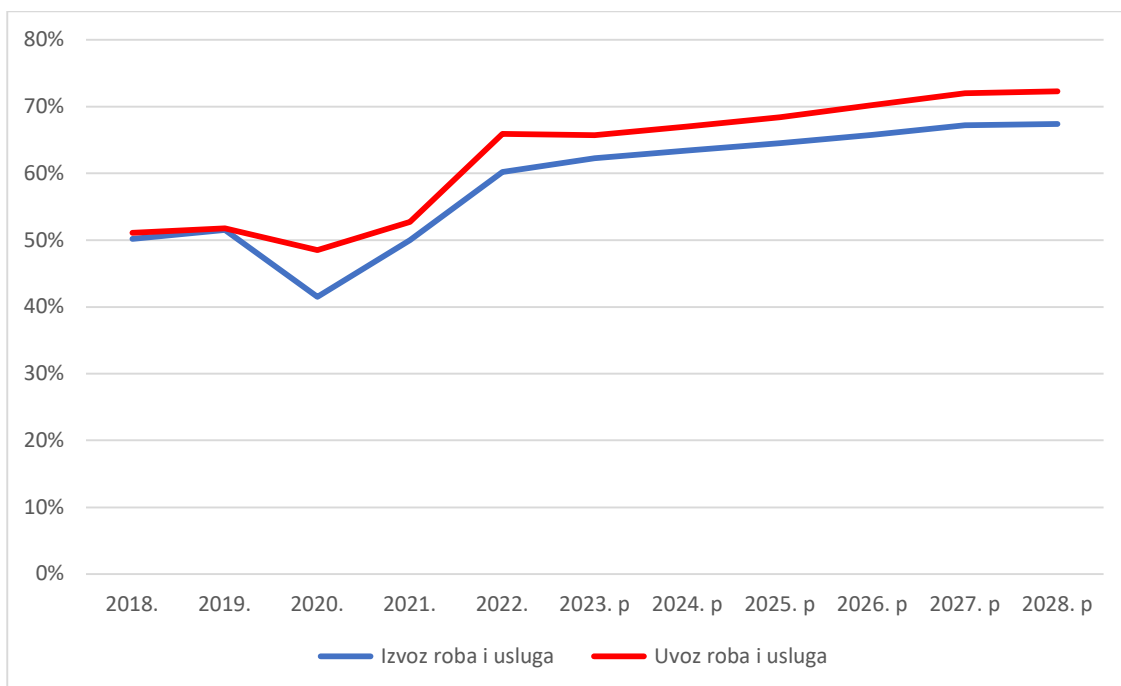
Izvor: IMT, izračun autora

Na grafikonu 6 prikazana je projekcija kretanja udjela inozemnog duga u BDP-u (D/BDP) i udjela inozemnog duga u izvozu roba i usluga (D/X) prema osnovnom scenariju, prikazano u postotcima. Vidljiv je stalan porast oba pokazatelja u projiciranom razdoblju. U 2023. godini predviđa se da

<sup>40</sup> 14. Jošić, H. (2011) 'Dinamička analiza održivosti vanjskog duga Republike Hrvatske', doktorska disertacija, Ekonomski fakultet, Zagreb.

će udio vanjskog duga u BDP-u iznositi 76,2%, dok će udio vanjskog duga u izvozu robe i usluga iznositi 125,6%. U 2024. predviđa se da će pokazatelj D/BDP iznositi 83,6%, a D/X 134,9%. U 2025. godini se predviđa D/BDP od 91%, a D/X od 144,9%. Rast se nastavlja i u sljedeće 3 godine, sa D/BDP od 98,5% (2026.), 100,1% (2027.) i 101,6% (2028.). Pokazatelj D/X bi također porastao, sa vrijednostima od 151,4% (2026.), 153,8% (2027.) i 156,1 (2028.).

Grafikon 7. Projekcija kretanja udjela uvoza i izvoza roba i usluga u BDP-u (u %) prema osnovnom scenariju



Izvor: IMT, izračun autora

Na grafikonu 3 je prikazana projekcija kretanja udjela izvoza i uvoza robe i usluga u BDP-u. Vidljiva je prisutnost stalnog deficita kod razmjene roba i usluga u projiciranom razdoblju, no bitno je napomenuti da udio izvoza i uvoza robe i usluga u BDP-u postepeno raste. Suficitom na računu usluga nije moguće pokriti deficite zemlje ostvarene u robnoj razmjeni.

#### 4.6.2. Scenario povijesnih prosjeka

Scenario povijesnih prosjeka temelji se na prosječnim povijesnim vrijednostima ključnih makroekonomskih varijabli u razdoblju od 2018. do 2022. godine, koje se koriste prilikom procjene kretanja vanjske zaduženosti u budućem razdoblju (2023. - 2028.). To podrazumijeva deficit tekućeg računa bez plaćanja kamata, priljeve koji ne stvaraju inozemni dug, nominalnu kamatnu stopu na inozemni dug, stopu rasta realnog BDP-a i promjenu BDP deflatora. U tablici 6 prikazane su povijesne vrijednosti ključnih varijabli pri analizi vanjskog duga u razdoblju od 2018. do 2022. godine s njihovim standardnim devijacijama, koje su podloga za sve ostale scenarije. U prilogu 2 rada nalazi se okvir projekcije scenarija povijesnih prosjeka.

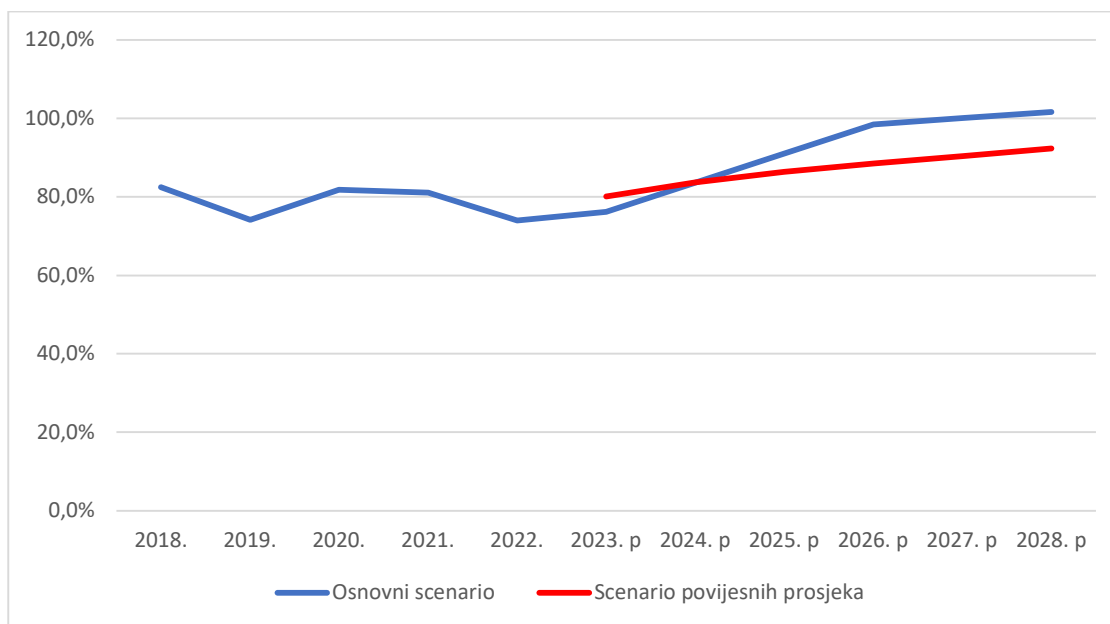
Tablica 6. Povijesne vrijednosti ključnih varijabli u razdoblju od 2018. do 2022. godine

	Povijesni prosjek	Standardna devijacija
Deficit tekućeg računa bez kamata ( u % BDP-a)	3,1	2,5
Priljevi koji ne stvaraju inoz. dug (u % BDP-a)	2,9	2,1
Nominalna kam.stopa na inozemni dug (u %)	1,8	1,1
Stopa rasta realnog BDP-a (u %)	2,6	5,5
BDP deflator (u EUR, promjena, u %)	-0,1	6,7

Izvor: IMT, izračun autora

U grafikonu 8 prikazan je scenario povijesnih prosjeka u kojem se pretpostavlja da su deficit tekućeg računa (bez plaćanja kamata), neto tokovi koji ne uzrokuju nastanak inozemnog duga, nominalna kamatna stopa na inozemni dug i stopa rasta realnog BDP-a jednaki svojim povijesnim vrijednostima u periodu od 2018. do 2022. godine. Time je pretpostavljen deficit tekućeg računa (bez plaćanja kamata) od 3,1% udjela u BDP-u u projiciranom razdoblju. Udio neto tokova koji ne stvaraju inozemni dug iznosi 2,9% BDP-a u projiciranom razdoblju. Doprinos nominalne kamatne stope projiciran je na razini od 1,8% udjela u BDP-u, a doprinos stope rasta realnog BDP-a projiciran u iznosu od 2,6%.

Grafikon 8. Scenario povijesnih prosjeka (udio vanjskog duga u BDP-u, u %)



Izvor: IMT, izračun autora

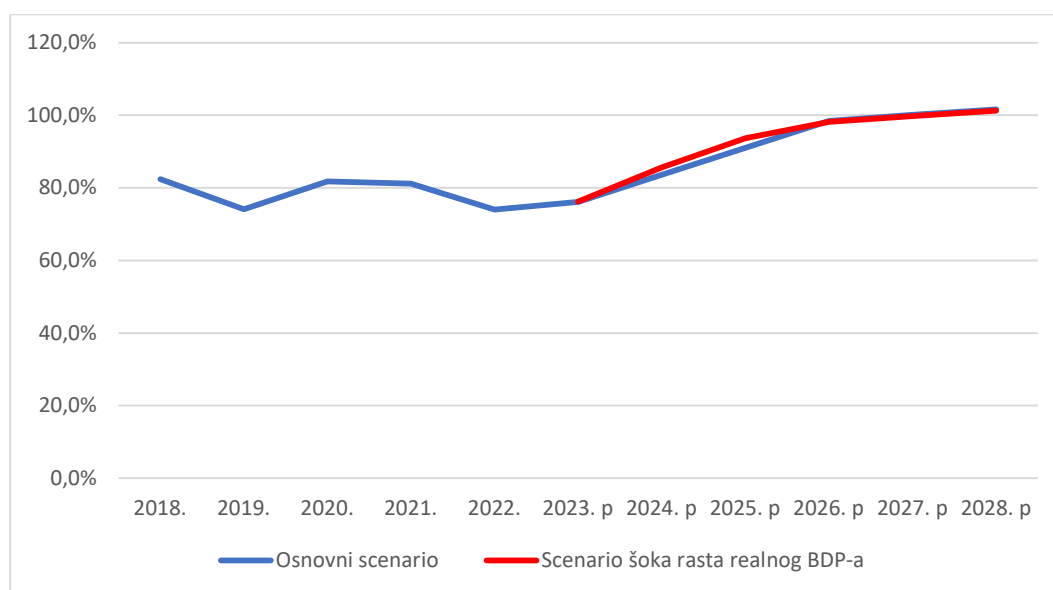
Iz grafikona je vidljivo da su vrijednosti udjela inozemnog duga u bruto domaćem proizvodu u 2023. i 2024. godini veće u scenariju povijesnih prosjeka, dok su u ostatku projiciranog razdoblja vrijednosti veće u osnovnom srednjoročnom scenariju. To ukazuje da su u osnovnom srednjoročnom scenariju snažnije tendencije rasta vanjskog zaduživanja u odnosu na razdoblje od 2018. do 2022. godine. U scenariju povijesnih prosjeka udio inozemnog duga u bruto domaćem proizvodu raste s 74% u 2022. godini na 92,3% u 2028. godini.



### 4.6.3. Scenario šoka stope rasta realnog BDP-a

U scenariju šoka stope rasta realnog bruto domaćeg proizvoda prikazan je utjecaj smanjenja stope rasta realnog bruto domaćeg proizvoda u 2024. i 2025. godini za dvije standardne devijacije od prosječne povijesne vrijednosti što čini pad realnog bruto domaćeg proizvoda od 8,4%. Okvir scenarija šoka stope rasta realnog bruto domaćeg proizvoda nalazi se u prilogu 3 rada.

Grafikon 9. Scenario šoka stope rasta realnog BDP-a (udio vanjskog duga u BDP (%))



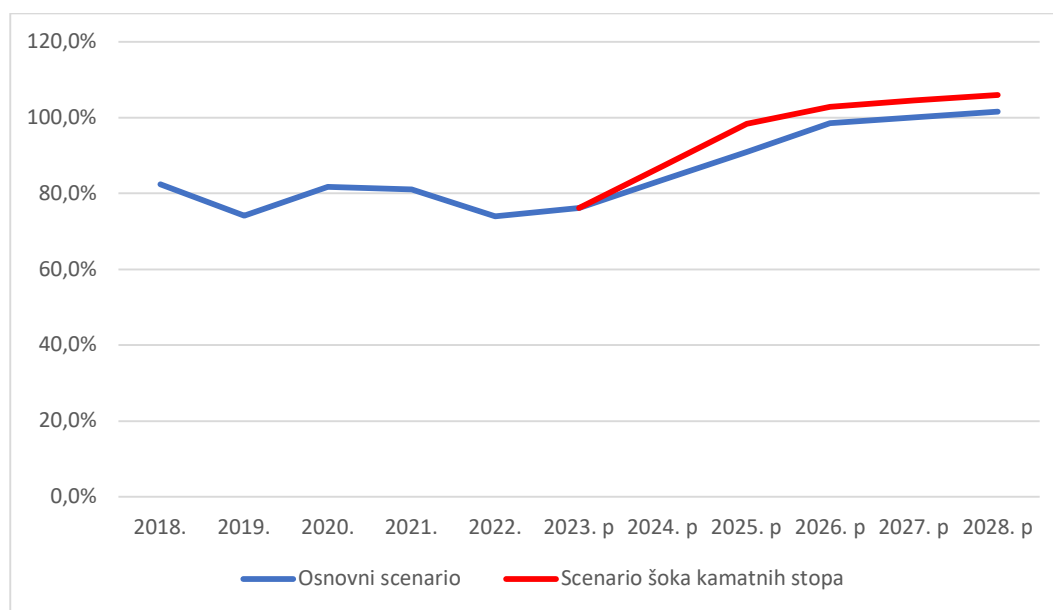
Izvor: IMF, izračun autora

Na grafikonu 9 prikazan je scenario šoka stope rasta realnog bruto domaćeg proizvoda udjelom inozemnog duga u bruto domaćem proizvodu u odnosu na osnovni srednjoročni scenarij. Vidljivo je da nema velikih odstupanja vrijednosti udjela inozemnog duga u bruto domaćem proizvodu u odnosu na osnovni srednjoročni scenarij, što ukazuje na relativno slabu osjetljivost vanjskog duga na šokove rasta realnog bruto domaćeg proizvoda. Vrijednost pokazatelja raste s 74% u 2022. godini na 101,3% u 2028. godini.

#### 4.6.4. Scenario šoka kamatnih stopa

Scenario šoka kamatnih stopa prikazuje utjecaj šoka rasta nominalne kamatne stope na inozemni dug u 2024. i 2025. godini koja odstupa za tri standardne devijacije od prosječne povijesne vrijednosti, što predstavlja porast nominalne kamatne stope na inozemno zaduživanje koja u tom scenariju iznosi 5,1%. Okvir scenarija šoka kamatnih stopa nalazi se u prilogu 4 rada.

Grafikon 10. Scenario šoka kamatnih stopa (udio vanjskog duga u BDP-u, u %)



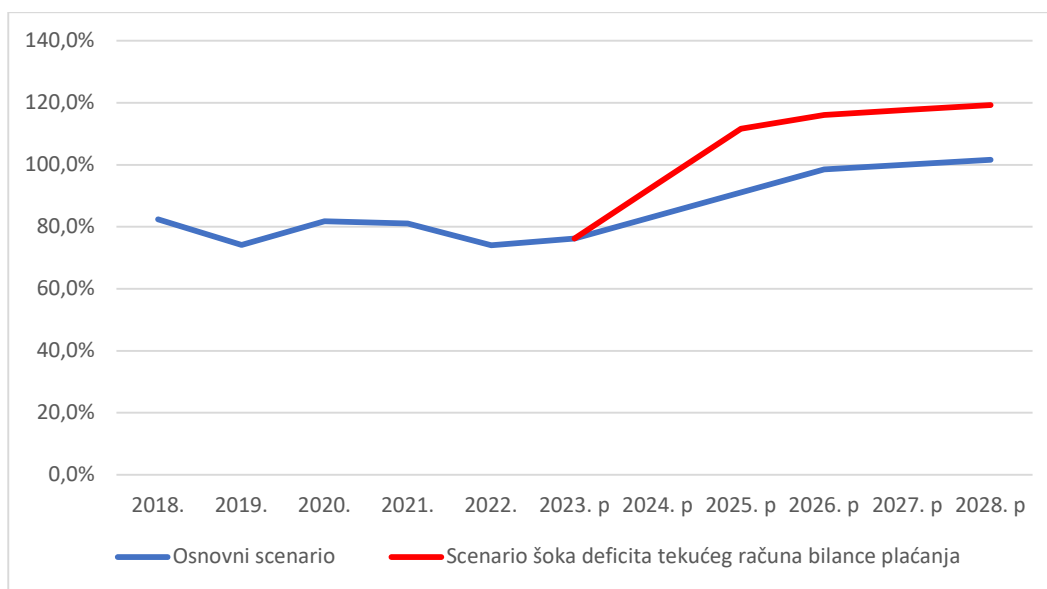
Izvor: IMT, izračun autora

Grafikon 10 prikazuje scenario šoka nominalne kamatne stope. Vidljivo je blago odstupanje vrijednosti udjela vanjskog duga u bruto domaćem proizvodu u odnosu na osnovni srednjoročni scenarij. Prema ovom scenariju udio vanjskog duga u bruto domaćem proizvodu iznosi 74% u 2022. godini, te se raste do razine od 106% u 2028. godini.

#### 4.6.5. Scenario šoka tekućeg računa bilance plaćanja

Scenario šoka tekućeg računa bilance plaćanja koji ne uključuje otplate kamata pokazuje utjecaj povećanja deficita tekućeg računa u 2024. i 2025. godini za tri standardne devijacije od prosječne povijesne vrijednosti te on iznosi 10,6%. Okvir scenarija šoka tekućeg računa bilance plaćanja nalazi se u prilogu 5 rada.

Grafikon 11. Scenario šoka tekućeg računa bilance plaćanja (bez plaćanja kamata) (udio vanjskog duga u BDP-u, u %)



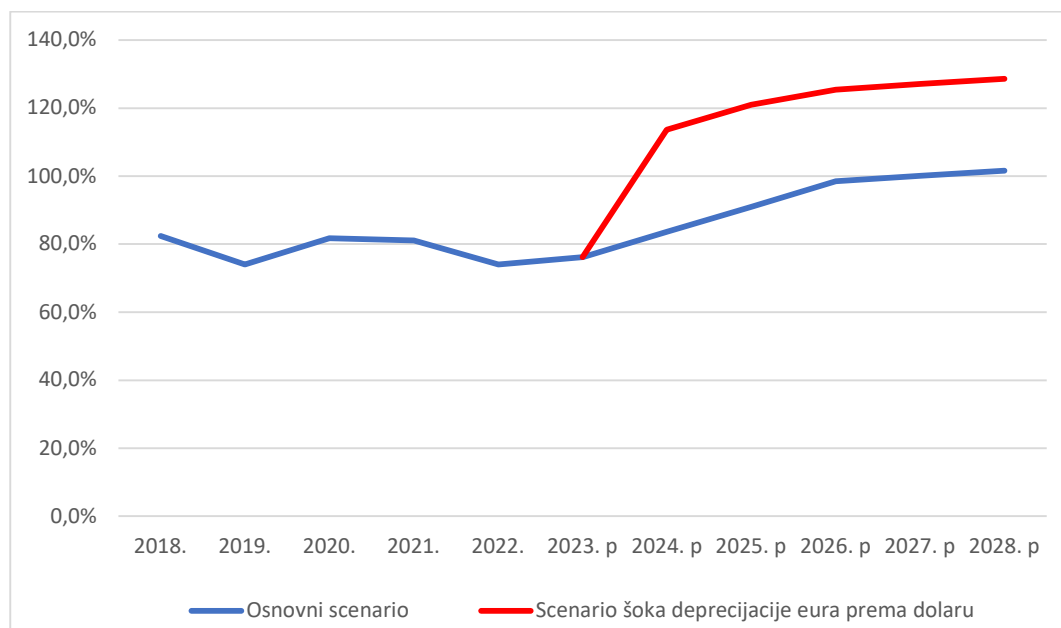
Izvor: IMT, izračun autora

Na grafikonu 11 prikazan je scenario šoka tekućeg računa platne bilance (ne uključuje plaćanje kamata na inozemni dug). Vidljivo je znatno povećanje udjela vanjskog duga u bruto domaćem proizvodu u 2024. i 2025. godini u odnosu na osnovni srednjoročni scenarij. Vrijednost pokazatelja raste sa 74% u 2022. godini na 119,2% u 2028. godini.

#### 4.6.6. Scenario šoka deprecijacije eura prema dolaru

Scenario šoka deprecijacije eura prema dolaru pokazuje utjecaj trenutne deprecijacije eura u iznosu od 30% u 2024. godini. Na grafikonu 12 prikazan je scenario šoka deprecijacije eura prema dolaru udjelom vanjskog duga u bruto domaćem proizvodu. Okvir scenarija prikazan je u prilogu 6 rada.

Grafikon 12. Scenario šoka deprecijacije eura prema dolaru (udio vanjskog duga u BDP-u)



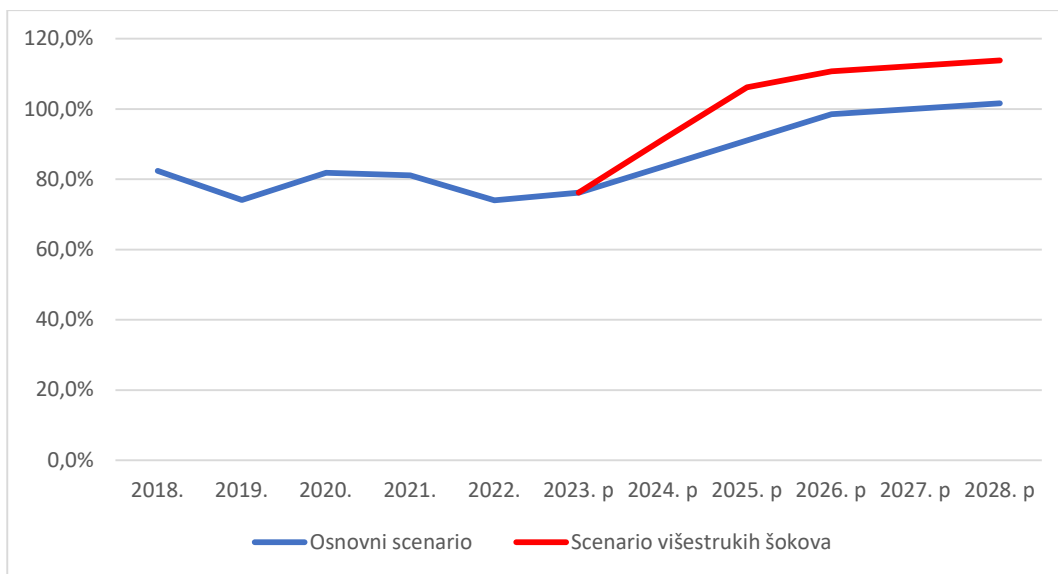
Izvor: IMT, izračun autora

Iz grafa je vidljivo značajno odstupanje udjela inozemnog duga u bruto domaćem proizvodu u odnosu na osnovni srednjoročni scenario, ovo je ujedno i najekstremniji scenario analize osjetljivosti vanjskog duga Republike Hrvatske. Projicirana vrijednost pokazatelja u 2024. godini iznosi 113,6%, što predstavlja povećanje od 37,4% u odnosu na 2023. godinu. U preostalom periodu vrijednost pokazatelja i dalje raste te 2028. godine dostiže 128,6%.

#### 4.6.7. Scenario kombinacije šokova

Scenario kombinacije šokova pokazuje utjecaj kombinacije različitih makroekonomskih šokova. Prisutne su sljedeće pretpostavke; pad stope realnog bruto domaćeg proizvoda, rasta deficita tekućeg računa (bez plaćanja kamata) i BDP deflatora za jednu standardnu devijaciju od povijesnog prosjeka u 2024. i 2025. godini, te pad nominalnih kamatnih stopa za dvije standardne devijacije u 2024. i 2025. godini. Stopa pada realnog BDP-a u 2024. i 2025. godini iznosila bi 2,9%, deficit tekućeg računa bilance plaćanja (bez plaćanja kamata) 5,6%, promjena BDP deflatora iznosila bi 6,8%, a porast nominalnih kamatnih stopa 4,9%. Okvir scenarija prikazan je u prilogu 7 rada.

Grafikon 13. Scenario kombinacije šokova (udio vanjskog duga u BDP-u, u %)



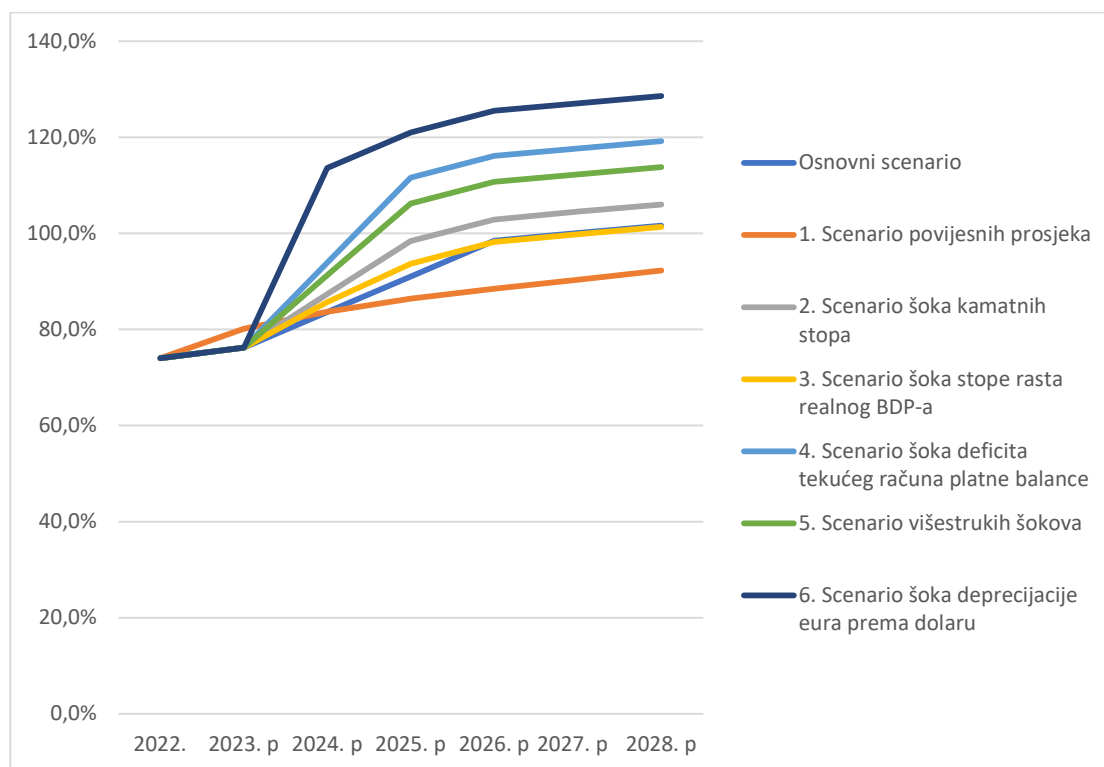
Izvor: IMT, izračun autora

Iz grafikona 13 vidljivo je značajno povećanje udjela inozemnog duga u bruto domaćem proizvodu u 2024. i 2025. godini prema scenariju kombinacije šokova. Vrijednost pokazatelja raste s 74% u 2022. godini na 113,8% u 2028. godini.

#### 4.7. Ocjena osjetljivosti inozemnog duga Republike Hrvatske

Grafikon 14 prikazuje pregled svih scenarija analize osjetljivosti vanjskog duga Republike Hrvatske. Osnovna srednjoročna projekcija uz analizu osjetljivosti vanjskog duga na makroekonomske šokove ukazuju na to da je vanjski dug Hrvatske osjetljiv na šokove makroekonomskih varijabli. Projekcija osnovnog srednjoročnog scenarija pokazuje rast udjela vanjskog duga u BDP-u sa 74% u 2022. godini na 101,6% u 2028. godini. Tablični prikaz pregleda svih scenarija prikazan je u prilogu 8 rada.

Grafikon 14. Pregled scenarija analize osjetljivosti vanjskog duga Republike Hrvatske (udjeli vanjskog duga u BDP-u, u %)



Izvor: Izračun autora

Razina pokazatelja D/BDP prema osnovnom srednjoročnom scenariju kreće se od 74% u 2022. godini do 101,6% u 2028. godini. Vidljivo je da su razine udjela inozemnog duga u bruto domaćem proizvodu više u projiciranom razdoblju (2023. - 2028.) u odnosu na prosječne povijesne vrijednosti od 2018. do 2022. godine.

Pokazatelj D/BDP najmanju osjetljivost na šokove pokazuje u scenariju šoka stope rasta realnog bruto domaćeg proizvoda, gdje je kretanje gotovo identično osnovnom srednjoročnom scenariju, sa vrijednošću od 101,3% na kraju projiciranog razdoblja.

Scenario šoka deprecijacije eura prema dolaru od 30% pokazuje najveći porast zaduženosti. U tim okolnostima bi udio vanjskog duga u bruto domaćem proizvodu na kraju 2028. godine iznosio 128,6%.

Scenario šoka kamatnih stopa pokazuje relativno malo odstupanje od prosječnog srednjoročnog scenarija. Vrijednost pokazatelja D/BDP se u tom scenariju kreće od 75% 2022. godine do 106% u 2028. godini. Udio banjskog duga u bruto domaćem proizvodu pokazuje slabu osjetljivost na šokove kamatnih stopa.

Šokovi tekućeg računa bilance plaćanja pokazuju snažnu osjetljivost pokazatelja D/BDP. Prema ovom scenariju razina pokazatelja raste sa 74% 2022. godine na 119,2% 2028. godine, jedino šok deprecijacije dolara pokazuje poraznije rezultate.

Scenario višestrukih šokova također pokazuje snažnu osjetljivost pokazatelja B/BDP. Pokazatelj bi po ovom scenariju rastao sa 74% 2022. godine na 113,8% 2028. godine.

Rezultati analize osjetljivosti vanjskog duga ukazuju na značajno povećanje udjela vanjskog duga u bruto domaćem proizvodu u srednjem roku, te nastavak rasta u dugom roku po nešto blažim stopama. Možemo zaključiti da pokazatelj D/BDP u projiciranom razdoblju pokazuje neodržive stope rasta, odnosno da je vanjski dug Republike Hrvatske u projiciranom vremenskom periodu neodrživ.

## 5. ZAKLJUČAK

Cilj ovog rada bila je analiza inozemne zaduženosti Republike Hrvatske te održivosti trenutne situacije. Prikazano je kretanje inozemnog duga kroz zadnjih 10 godina, te su analizirani pokazatelji inozemne zaduženosti i struktura inozemnog duga prema domaćim sektorima i kreditorima. Prema najvažnijim pokazateljima inozemne zaduženosti hrvatska se trenutno nalazi u skupini srednje zaduženih zemalja, što ukazuje na napredak s obzirom da je Hrvatska od osamostaljenja pripadala u razred visoko zaduženih zemalja.

Ukupna razina bruto inozemnog duga imala je tendenciju pada sve do 2019. godine, kada nastupa globalna pandemija COVID-19 virusa, što je uzrokovalo veliku štetu globalnom gospodarstvu, pa tako i Hrvatskoj. Stagnacija je prisutna do 2021. godine, kada počinje oporavak gospodarstva. Realni bruto domaći proizvod se povećao u odnosu na 2020. kada je zabilježeno rekordno smanjenje. Oporavak prihoda iz turizma imao je najveći doprinos povećanju viška na tekućem i kapitalnom računu platne bilance, međutim, povoljna kretanja su ublažena povećanjem manjka u robnoj razmjeni i većom dobiti banaka i poduzeća u stranom vlasništvu. Ukupna razina bruto inozemnog duga nastavlja rasti i na kraju 2022. godine iznosi 49,5 milijardi eura, što ukazuje na rast od 9 milijardi eura od početka pandemije.

Scenario analiza osjetljivosti vanjskog duga ukazuje na njegovu osjetljivost na šokove ključnih makroekonomskih varijabli, te se pretpostavlja da će u projiciranom razdoblju (2023. -2028.) rast inozemnog duga Republike Hrvatske biti neodrživ.

Dakle, trenutna situacija je takva da su pokazatelji inozemne zaduženosti pozitivni, a ukupna razina duga raste. Poboljšanje pokazatelja posljedica je snažnog rasta BDP-a, čiji je rast prvenstveno uzrokovan rezultatima ostvarenim u turizmu. Možemo zaključiti da je Hrvatska još uvijek ovisna o turizmu kako bi podmirivala svoje dugovne obveze prema inozemstvu. Kako bi hrvatska smanjila ukupnu razinu inozemnog duga, nužno je da Vlada kreira fiskalnu i monetarnu politiku koja će pospješiti domaću proizvodnju i izvoz dobara, te ograničiti rast kredita namijenjenih uvozu.



## POPIS LITERATURE

1. Andrijević – Matovac V., Jošić H. (2010) *Održivost vanjskog duga Republike Hrvatske*, Zbornik Ekonomskog fakulteta u Zagrebu, Vol.8, Br. 1., lipanj 2010., str. 193. 209. dostupno na: [http://hrcak.srce.hr/index.php?show=clanak&id\\_clanak\\_jezik=87518](http://hrcak.srce.hr/index.php?show=clanak&id_clanak_jezik=87518) (15. srpnja 2023.)
2. Babić, M i Babić, A. (2008) *Međunarodna ekonomija*. Zagreb: Mate
3. External Debt Statistics: *Guide for Compilers and Users*. International Monetary Fund
4. Grgić, M. i Bilas, V. (2008) *Međunarodna ekonomija*, Lares plus, Zagreb
5. Hrvatska narodna banka (2022) *Metodologija – stanje bruto inozemnog duga*, Dostupno na: <https://www.hnb.hr/statistika/statisticki-podaci/sektor-inozemstva/stanje-bruto-inozemnog-duga> (15. srpnja. 2023.)
6. Hrvatska narodna banka (2022) *Komentar platne bilance, stanja bruto inozemnog duga i stanja međunarodnih ulaganja za četvrto tromjesečje 2022*. Dostupno na: <https://www.hnb.hr/-/komentar-platne-bilance-stanja-bruto-inozemnog-duga-i-stanja-medjunarodnih-ulaganja-za-cetvrto-tromjesececje-2022> (15. srpnja 2023.)
7. Hrvatska narodna banka (2023) *Publikacija; Bruto inozemni dug RH – prema kreditorima, u mlrd. eura*, Dostupno na: [https://www.hnb.hr/documents/20182/121324/h-pbt\\_09.xlsx/5d9c0461-a783-4ee0-81c0-55323ff08da0?version=1.29&t=1667913683457&download=true](https://www.hnb.hr/documents/20182/121324/h-pbt_09.xlsx/5d9c0461-a783-4ee0-81c0-55323ff08da0?version=1.29&t=1667913683457&download=true) (22. srpnja 2023.)
8. Hrvatska narodna banka (2023) *Publikacija; Godišnje izvješće 2021.*, Dostupno na: <https://www.hnb.hr/analize-i-publikacije/redovne-publikacije/godisnje-izvjesce> (25. srpnja 2023.)
9. Hrvatska narodna banka (2023) *Publikacija; Projekcija otplate bruto inozemnog duga po domaćim sektorima*, Dostupno na: <https://www.hnb.hr/documents/20182/121183/h-h14.xlsx/721bfb7-e6ca-4956-b08a-26cc1d828e6a?version=1.88&t=1680258904769&download=true> (8. kolovoza 2023.)
10. Hrvatska narodna banka (2023) *Publikacija; Bruto inozemni dug prema domaćim sektorima*, Dostupno na: <https://www.hnb.hr/documents/20182/121183/h-h12.xlsx/ed6b2c7f-b053-4864-972d-2342665d347d?version=1.90&t=1680258901716&download=true> (15. srpnja 2023.)

11. IMT (2023.) *Republic of Croatia: 2023 Article IV Consultation-Press Release; Staff Report; and Staff Statement*, Dostupno na: <https://www.imf.org/en/Publications/CR/Issues/2023/06/27/Republic-of-Croatia-2023-Article-IV-Consultation-Press-Release-Staff-Report-and-Staff-535352> (15. kolovoza 2023.)
12. Jošić, H. (2008) *Komparativna analiza pokazatelja vanjske zaduženosti Republike Hrvatske i tranzicijskih zemalja*. The Proceedings of Zagreb Faculty of Economics and Business; Vol.6 No.1. Dostupno na: <https://www.researchgate.net> (15. kolovoza 2023.)
13. Jošić, H. (2011) '*Dinamička analiza održivosti vanjskog duga Republike Hrvatske*', doktorska disertacija, Ekonomski fakultet, Zagreb.
14. Jošić, H. (2013) *Comparative analysis of external debt indicators in Croatia and Southeastern European countries*. *Ekonomska misao i praksa: časopis Sveučilista u Dubrovniku*, 22 (1), 197-220.
15. Kačan, A. (2000) *Analiza inozemnog duga Republike Hrvatske*. Zagreb: Poslovna knjiga.
16. Mesić, G. (2016) *Analiza inozemnog duga Republike Hrvatske* (Završni rad). Dostupno na: <https://urn.nsk.hr/urn:nbn:hr:148:586334> (16. srpnja 2023.)
17. Mihaljek, D. (2003). *Analiza održivosti javnog i vanjskog duga Hrvatske pomoću standardnih financijskih pokazatelja*. *Privredna kretanja i ekonomska politika*, 13 (97), 29-75. Dostupno na: <https://hrcak.srce.hr/18578> (5. kolovoza 2023.)
18. Reinhart, C.; Rogoff, K.: *This time is Different*, Princeton University Press 2009
19. Šain, H. (2015) *Odnos vanjskog duga i financijske krize* (Diplomski rad). Dostupno na: <https://urn.nsk.hr/urn:nbn:hr:148:192469> (16. srpnja 2023.)
20. The world bank data, Dostupno na: <https://www.worldbank.org/en/home> (12. rujna 2023.)
21. Žorž, J. (2017). '*Ekonomski aspekti javnog i vanjskog duga RH*', Završni rad, Sveučilište u Splitu, Ekonomski fakultet, Dostupno na: <https://urn.nsk.hr/urn:nbn:hr:124:035443> (12. rujna 2023.)

## POPIS GRAFIKONA

Grafikon 1. Kretanje inozemnog duga u odnosu na BDP, Hrvatska 2012. - 2022.....	18
Grafikon 2. Kretanje inozemnog duga prema izvozu robe i usluga 2012. - 2022 .....	19
Grafikon 3. Kretanje otplate duga u odnosu na izvoz robe i usluga, Hrvatska, 2012. - 2022. ....	20
Grafikon 4. Komparativna analiza zaduženosti RH i odabranih zemalja prema odnosu inozemnog duga i BDP-a (2012. i 2022.).....	24
Grafikon 5. Komparativna analiza zaduženosti RH i odabranih zemalja prema odnosu inozemnog duga i izvoza roba i usluga (2012. i 2022.).....	25
Grafikon 6. Projekcija kretanja udjela inozemnog duga u BDP-u i inozemnog duga u izvozu roba i usluga prema osnovnom scenariju 2018.-2028. (u%).....	29
Grafikon 7. Projekcija kretanja udjela uvoza i izvoza roba i usluga u BDP-u (u %) prema osnovnom scenariju .....	30
Grafikon 8. Scenario povijesnih prosjeka (udio vanjskog duga u BDP-u, u %) .....	32
Grafikon 9. Scenario šoka stope rasta realnog BDP-a (udio vanjskog duga u BDP (%) .....	33
Grafikon 10. Scenario šoka kamatnih stopa (udio vanjskog duga u BDP-u, u %).....	34
Grafikon 11. Scenario šoka tekućeg računa bilance plaćanja (bez plaćanja kamata) (udio vanjskog duga u BDP-u, u %).....	35
Grafikon 12. Scenario šoka deprecijacije eura prema dolaru (udio vanjskog duga u BDP-u) .....	36
Grafikon 13. Scenario kombinacije šokova (udio vanjskog duga u BDP-u, u %).....	37
Grafikon 14. Pregled scenarija analize osjetljivosti vanjskog duga Republike Hrvatske (udjeli vanjskog duga u BDP-u, u %).....	38

## **POPIS TABLICA**

Tablica 1. Bruto inozemni dug RH prema sektorima dužnika (2012. – 2022.), u mil. €.....	15
Tablica 2. Bruto inozemni dug RH – prema sektoru kreditora, u mlrd. eura .....	16
Tablica 3. Pokazatelji zaduženosti po zemljama (2022.).....	22
Tablica 4. Klasifikacija zemalja prema stupnju inozemne zaduženosti .....	23
Tablica 5. Projekcija otplate glavnice i kamata prema sektoru dužnika, u mil. eura.....	27
Tablica 6. Povijesne vrijednosti ključnih varijabli u razdoblju od 2018. do 2022. godine .....	31

## **POPIS PRILOGA**

Prilog 1. Okvir središnje projekcije održivosti vanjskog duga Republike Hrvatske .....	45
Prilog 2. Scenario povijesnih prosjeka.....	46
Prilog 3. Scenario šoka rasta realnog BDP-a .....	47
Prilog 4. Scenario šoka kamatnih stopa .....	48
Prilog 5. Scenario šoka deficita tekućeg računa bilance plaćanja .....	49
Prilog 6. Scenario šoka deprecijacije eura prema dolaru .....	50
Prilog 7. Scenario višestrukih šokova.....	51
Prilog 8. Analiza osjetljivosti kretanja udjela vanjskog duga u BDP-u na šokove u ključnim varijablama.....	52

Prilog 1. Okvir središnje projekcije održivosti vanjskog duga Republike Hrvatske

	Ostvarenje					Projekcija					
	2018.	2019.	2020.	2021.	2022.	2023.	2024.	2025.	2026.	2027.	2028.
Osnovni scenario											
1. Inozemni dug/BDP	82,4	74,1	81,8	81,1	74,0	76,2	83,6	91,0	98,5	100,1	101,6
2. Promjena inozemnog duga (u postotnim poenima) (13+3)	-6,2	-8,3	7,7	-0,7	-7,0	2,2	7,4	7,4	4,5	1,6	1,5
3. Neto tokovi koji stvaraju inozemni dug (4+8+9)	-11,3	-9,1	4,2	-19,9	-5,8	-3,3	1,9	1,9	-1,0	-3,9	-4,0
4. Deficit tekućeg računa (isključujući plaćanje kamata na dug)	-3,7	-3,4	0,0	-2,1	1,2	0,4	0,3	0,3	0,8	1,2	1,4
5. Deficit bilance roba i usluga (7-6)	0,9	0,4	7,0	2,7	5,7	3,4	3,6	3,9	4,4	4,8	4,9
Izvoz roba i usluga	50,2	51,5	41,5	50,0	60,2	62,3	63,4	64,5	65,8	67,2	67,4
Uvoz roba i usluga	51,1	51,8	48,5	52,7	65,9	65,7	67,0	68,4	70,2	72,0	72,3
8. Neto tokovi koji ne stvaraju inozemni dug	-1,6	-6,2	-1,1	-4,8	-5,6	-5,2	-4,8	-5,0	-5,1	-5,3	-5,5
9. Automatska dinamika inozemnog duga (10+11+12)	-5,9	0,5	5,3	-13,0	-1,5	1,5	6,4	6,6	3,3	0,2	0,1
10. Doprinos nominalne kamatne stope	1,9	0,5	0,5	0,4	0,3	0,8	1,4	1,4	1,5	1,1	0,9
11. Doprinos stope rasta realnog BDP-a	-2,3	-2,8	6,7	-8,9	-4,9	-0,5	6,3	7,8	5,6	4,2	4,3
12. Doprinos promjene cijene i tečaja	-5,6	2,8	-2,0	-4,5	3,0	1,2	-1,3	-2,6	-3,8	-5,1	-5,1
13. Rezidual, uključujući promjene bruto inozemne imovine (2-3)	5,1	0,7	3,5	19,2	-1,2	5,5	5,5	5,5	5,5	5,5	5,5
Inozemni dug/izvoz roba i usluga	164,2	144,0	197,0	162,2	122,9	125,6	134,9	144,9	151,4	153,8	156,1

Izvor: IMT, izračun autora

Prilog 2. Scenario povijesnih prosjeka

Scenario povijesnih prosjeka	Ostvarenje					Projekcija					
	2018.	2019.	2020.	2021.	2022.	2023.	2024.	2025.	2026.	2027.	2028.
1. Inozemni dug	82,4	74,1	81,8	81,1	74,0	80,1	83,7	86,4	88,5	90,4	92,3
2. Promjena inozemnog duga (u postotnim poenima) (13+3)	-6,2	-8,3	7,7	-0,7	-7,0	6,1	3,6	2,7	2,1	1,9	1,9
3. Neto tokovi koji stvaraju inozemni dug (4+8+9)	-11,3	-9,1	4,2	-19,9	-5,8	0,6	-1,9	-2,8	-3,4	-3,6	-3,6
4. Deficit tekućeg računa (isključujući plaćanje kamata na dug)	-3,7	-3,4	0,0	-2,1	1,2	3,1	3,1	3,1	3,1	3,1	3,1
5. Deficit bilance roba i usluga (7-6)	0,9	0,4	7,0	2,7	5,7	3,4	3,6	3,9	4,4	4,8	4,9
6. Izvoz roba i usluga	50,2	51,5	41,5	50,0	60,2	62,3	63,4	64,5	65,8	67,2	67,4
7. Uvoz roba i usluga	51,1	51,8	48,5	52,7	65,9	65,7	67,0	68,4	70,2	72,0	72,3
8. Neto tokovi koji ne stvaraju inozemni dug	-1,6	-6,2	-1,1	-4,8	-5,6	-2,9	-2,9	-2,9	-2,9	-2,9	-2,9
9. Automatska dinamika inozemnog duga (10+11+12)	-5,9	0,5	5,3	-13,0	-1,5	0,4	-2,1	-3,0	-3,6	-3,8	-3,8
10. Doprinos nominalne kamatne stope	1,9	0,5	0,5	0,4	0,3	1,8	1,8	1,8	1,8	1,8	1,8
11. Doprinos stope rasta realnog BDP-a	-2,3	-2,8	6,7	-8,9	-4,9	-2,6	-2,6	-2,6	-2,6	-2,6	-2,6
12. Doprinos promjene cijene i tečaja	-5,6	2,8	-2,0	-4,5	3,0	1,2	-1,3	-2,2	-2,8	-3,0	-3,0
13. Rezidual, uključujući promjene bruto inozemne imovine (2-3)	5,1	0,7	3,5	19,2	-1,2	5,5	5,5	5,5	5,5	5,5	5,5
Inozemni dug/izvoz roba i usluga (u %)	164,2	144,0	197,0	162,2	122,9	130,4	135,1	138,7	141,6	144,3	147,0

Izvor: IMT, izračun autora

Prilog 3. Scenario šoka rasta realnog BDP-a

Scenario šoka rasta realnog BDP-a	Ostvarenje					Projekcija					
	2018.	2019.	2020.	2021.	2022.	2023.	2024.	2025.	2026.	2027.	2028.
1. Inozemni dug	82,4	74,1	81,8	81,1	74,0	76,2	85,7	93,7	98,2	99,8	101,3
2. Promjena inozemnog duga (u postotnim poenima) (13+3)	-6,2	-8,3	7,7	-0,7	-7,0	2,2	9,5	8,0	4,5	1,6	1,5
3. Neto tokovi koji stvaraju inozemni dug (4+8+9)	-11,3	-9,1	4,2	-19,9	-5,8	-3,3	4,0	2,5	-1,0	-3,9	-4,0
4. Deficit tekućeg računa (isključujući plaćanje kamata na dug)	-3,7	-3,4	0,0	-2,1	1,2	0,4	0,3	0,3	0,8	1,2	1,4
5. Deficit bilance roba i usluga (7-6)	0,9	0,4	7,0	2,7	5,7	3,4	3,6	3,9	4,4	4,8	4,9
6. Izvoz roba i usluga	50,2	51,5	41,5	50,0	60,2	62,3	63,4	64,5	65,8	67,2	67,4
7. Uvoz roba i usluga	51,1	51,8	48,5	52,7	65,9	65,7	67,0	68,4	70,2	72,0	72,3
8. Neto tokovi koji ne stvaraju inozemni dug	-1,6	-6,2	-1,1	-4,8	-5,6	-5,2	-4,8	-5,0	-5,1	-5,3	-5,5
9. Automatska dinamika inozemnog duga (10+11+12)	-5,9	0,5	5,3	-13,0	-1,5	1,5	8,5	7,2	3,3	0,2	0,1
10. Doprinos nominalne kamatne stope	1,9	0,5	0,5	0,4	0,3	0,8	1,4	1,4	1,5	1,1	0,9
11. Doprinos stope rasta realnog BDP-a	-2,3	-2,8	6,7	-8,9	-4,9	-0,5	8,4	8,4	5,6	4,2	4,3
12. Doprinos promjene cijene i tečaja	-5,6	2,8	-2,0	-4,5	3,0	1,2	-1,3	-2,6	-3,8	-5,1	-5,1
13. Rezidual, uključujući promjene bruto inozemne imovine (2-3)	5,1	0,7	3,5	19,2	-1,2	5,5	5,5	5,5	5,5	5,5	5,5
Inozemni dug/izvoz roba i usluga (u %)	164,2	144,0	197,0	162,2	122,9	125,6	136,4	147,3	153,9	156,4	158,7

Izvor: IMT, izračun autora

Prilog 4. Scenario šoka kamatnih stopa

Scenario šoka kamatnih stopa	Ostvarenje					Projekcija					
	2018.	2019.	2020.	2021.	2022.	2023.	2024.	2025.	2026.	2027.	2028.
1. Inozemni dug	82,4	74,1	81,8	81,1	74,0	76,2	87,3	98,4	102,9	104,5	106,0
2. Promjena inozemnog duga (u postotnim poenima) (13+3)	-6,2	-8,3	7,7	-0,7	-7,0	2,2	11,1	11,1	4,5	1,6	1,5
3. Neto tokovi koji stvaraju inozemni dug (4+8+9)	-11,3	-9,1	4,2	-19,9	-5,8	-3,3	5,6	5,6	-1,0	-3,9	-4,0
4. Deficit tekućeg računa (isključujući plaćanje kamata na dug)	-3,7	-3,4	0,0	-2,1	1,2	0,4	0,3	0,3	0,8	1,2	1,4
5. Deficit bilance roba i usluga (7-6)	0,9	0,4	7,0	2,7	5,7	3,4	3,6	3,9	4,4	4,8	4,9
6. Izvoz roba i usluga	50,2	51,5	41,5	50,0	60,2	62,3	63,4	64,5	65,8	67,2	67,4
7. Uvoz roba i usluga	51,1	51,8	48,5	52,7	65,9	65,7	67,0	68,4	70,2	72,0	72,3
8. Neto tokovi koji ne stvaraju inozemni dug	-1,6	-6,2	-1,1	-4,8	-5,6	-5,2	-4,8	-5,0	-5,1	-5,3	-5,5
9. Automatska dinamika inozemnog duga (10+11+12)	-5,9	0,5	5,3	-13,0	-1,5	1,5	10,1	10,3	3,3	0,2	0,1
10. Doprinos nominalne kamatne stope	1,9	0,5	0,5	0,4	0,3	0,8	5,1	5,1	1,5	1,1	0,9
11. Doprinos stope rasta realnog BDP-a	-2,3	-2,8	6,7	-8,9	-4,9	-0,5	6,3	7,8	5,6	4,2	4,3
12. Doprinos promjene cijene i tečaja	-5,6	2,8	-2,0	-4,5	3,0	1,2	-1,3	-2,6	-3,8	-5,1	-5,1
13. Rezidual, uključujući promjene bruto inozemne imovine (2-3)	5,1	0,7	3,5	19,2	-1,2	5,5	5,5	5,5	5,5	5,5	5,5
Inozemni dug/izvoz roba i usluga (u %)	164,2	144,0	197,0	162,2	122,9	125,6	139,5	155,0	162,0	164,6	167,1

Izvor: IMT, izračun autora



Prilog 5. Scenario šoka deficita tekućeg računa bilance plaćanja

Scenario šoka deficita tekućeg računa bilance plaćanja	Ostvarenje					Projekcija					
	2018.	2019.	2020.	2021.	2022.	2023.	2024.	2025.	2026.	2027.	2028.
1. Inozemni dug	82,4	74,1	81,8	81,1	74,0	76,2	93,9	111,6	116,1	117,7	119,2
2. Promjena inozemnog duga (u postotnim poenima) (13+3)	-6,2	-8,3	7,7	-0,7	-7,0	2,2	17,7	17,7	4,5	1,6	1,5
3. Neto tokovi koji stvaraju inozemni dug (4+8+9)	-11,3	-9,1	4,2	-19,9	-5,8	-3,3	12,2	12,2	-1,0	-3,9	-4,0
4. Deficit tekućeg računa (isključujući plaćanje kamata na dug)	-3,7	-3,4	0,0	-2,1	1,2	0,4	10,6	10,6	0,8	1,2	1,4
5. Deficit bilance roba i usluga (7-6)	0,9	0,4	7,0	2,7	5,7	3,4	3,6	3,9	4,4	4,8	4,9
6. Izvoz roba i usluga	50,2	51,5	41,5	50,0	60,2	62,3	63,4	64,5	65,8	67,2	67,4
7. Uvoz roba i usluga	51,1	51,8	48,5	52,7	65,9	65,7	67,0	68,4	70,2	72,0	72,3
8. Neto tokovi koji ne stvaraju inozemni dug	-1,6	-6,2	-1,1	-4,8	-5,6	-5,2	-4,8	-5,0	-5,1	-5,3	-5,5
9. Automatska dinamika inozemnog duga (10+11+12)	-5,9	0,5	5,3	-13,0	-1,5	1,5	6,4	6,6	3,3	0,2	0,1
10. Doprinos nominalne kamatne stope	1,9	0,5	0,5	0,4	0,3	0,8	1,4	1,4	1,5	1,1	0,9
11. Doprinos stope rasta realnog BDP-a	-2,3	-2,8	6,7	-8,9	-4,9	-0,5	6,3	7,8	5,6	4,2	4,3
12. Doprinos promjene cijene i tečaja	-5,6	2,8	-2,0	-4,5	3,0	1,2	-1,3	-2,6	-3,8	-5,1	-5,1
13. Rezidual, uključujući promjene bruto inozemne imovine (2-3)	5,1	0,7	3,5	19,2	-1,2	5,5	5,5	5,5	5,5	5,5	5,5
Inozemni dug/izvoz roba i usluga (u %)	164,2	144,0	197,0	162,2	122,9	125,6	147,8	174,0	181,8	184,7	187,5

Izvor: IMT, izračun autora

Prilog 6. Scenario šoka deprecijacije eura prema dolaru

Scenario šoka deprecijacije eura prema dolaru	Ostvarenje					Projekcija					
	2018.	2019.	2020.	2021.	2022.	2023.	2024.	2025.	2026.	2027.	2028.
1. Inozemni dug	82,4	74,1	81,8	81,1	74,0	76,2	113,6	121,0	125,5	127,1	128,6
2. Promjena inozemnog duga (u postotnim poenima) (13+3)	-6,2	-8,3	7,7	-0,7	-7,0	2,2	37,4	7,4	4,5	1,6	1,5
3. Neto tokovi koji stvaraju inozemni dug (4+8+9)	-11,3	-9,1	4,2	-19,9	-5,8	-3,3	31,9	1,9	-1,0	-3,9	-4,0
4. Deficit tekućeg računa (isključujući plaćanje kamata na dug)	-3,7	-3,4	0,0	-2,1	1,2	0,4	0,3	0,3	0,8	1,2	1,4
5. Deficit bilance roba i usluga (7-6)	0,9	0,4	7,0	2,7	5,7	3,4	3,6	3,9	4,4	4,8	4,9
6. Izvoz roba i usluga	50,2	51,5	41,5	50,0	60,2	62,3	63,4	64,5	65,8	67,2	67,4
7. Uvoz roba i usluga	51,1	51,8	48,5	52,7	65,9	65,7	67,0	68,4	70,2	72,0	72,3
8. Neto tokovi koji ne stvaraju inozemni dug	-1,6	-6,2	-1,1	-4,8	-5,6	-5,2	-4,8	-5,0	-5,1	-5,3	-5,5
9. Automatska dinamika inozemnog duga (10+11+12)	-5,9	0,5	5,3	-13,0	-1,5	1,5	36,4	6,6	3,3	0,2	0,1
10. Doprinos nominalne kamatne stope	1,9	0,5	0,5	0,4	0,3	0,8	1,4	1,4	1,5	1,1	0,9
11. Doprinos stope rasta realnog BDP-a	-2,3	-2,8	6,7	-8,9	-4,9	-0,5	6,3	7,8	5,6	4,2	4,3
12. Doprinos promjene cijene i tečaja	-5,6	2,8	-2,0	-4,5	3,0	1,2	28,7	-2,6	-3,8	-5,1	-5,1
13. Rezidual, uključujući promjene bruto inozemne imovine (2-3)	5,1	0,7	3,5	19,2	-1,2	5,5	5,5	5,5	5,5	5,5	5,5
Inozemni dug/izvoz roba i usluga (u %)	164,2	144,0	197,0	162,2	122,9	125,6	172,6	185,4	193,7	196,8	199,7

Izvor: IMT, izračun autora

Prilog 7. Scenario višestrukih šokova

Scenario višestrukih šokova	Ostvarenje					Projekcija					
	2018.	2019.	2020.	2021.	2022.	2023.	2024.	2025.	2026.	2027.	2028.
1. Inozemni dug	82,4	74,1	81,8	81,1	74,0	76,2	91,3	106,2	110,7	112,3	113,8
2. Promjena inozemnog duga (u postotnim poenima) (13+3)	-6,2	-8,3	7,7	-0,7	-7,0	2,2	15,1	14,9	4,5	1,6	1,5
3. Neto tokovi koji stvaraju inozemni dug (4+8+9)	-11,3	-9,1	4,2	-19,9	-5,8	-3,3	9,6	9,4	-1,0	-3,9	-4,0
4. Deficit tekućeg računa (isključujući plaćanje kamata na dug)	-3,7	-3,4	0,0	-2,1	1,2	0,4	5,6	5,6	0,8	1,2	1,4
5. Deficit bilance roba i usluga (7-6)	0,9	0,4	7,0	2,7	5,7	3,4	3,6	3,9	4,4	4,8	4,9
6. Izvoz roba i usluga	50,2	51,5	41,5	50,0	60,2	62,3	63,4	64,5	65,8	67,2	67,4
7. Uvoz roba i usluga	51,1	51,8	48,5	52,7	65,9	65,7	67,0	68,4	70,2	72,0	72,3
8. Neto tokovi koji ne stvaraju inozemni dug	-1,6	-6,2	-1,1	-4,8	-5,6	-5,2	-4,8	-5,0	-5,1	-5,3	-5,5
9. Automatska dinamika inozemnog duga (10+11+12)	-5,9	0,5	5,3	-13,0	-1,5	1,5	8,8	8,8	3,3	0,2	0,1
10. Doprinos nominalne kamatne stope	1,9	0,5	0,5	0,4	0,3	0,8	4,9	4,9	1,5	1,1	0,9
11. Doprinos stope rasta realnog BDP-a	-2,3	-2,8	6,7	-8,9	-4,9	-0,5	-2,9	-2,9	5,6	4,2	4,3
12. Doprinos promjene cijene i tečaja	-5,6	2,8	-2,0	-4,5	3,0	1,2	6,8	6,8	-3,8	-5,1	-5,1
13. Rezidual, uključujući promjene bruto inozemne imovine (2-3)	5,1	0,7	3,5	19,2	-1,2	5,5	5,5	5,5	5,5	5,5	5,5
Inozemni dug/izvoz roba i usluga (u %)	164,2	144,0	197,0	162,2	122,9	125,6	137,9	151,1	157,9	160,4	162,8

Izvor: IMT, izračun autora

Prilog 8. Analiza osjetljivosti kretanja udjela vanjskog duga u BDP-u na šokove u ključnim varijablama

	Ostvarenje	Projekcija					
	2022.	2023.	2024.	2025.	2026.	2027.	2028.
Osnovni scenario	74,0	76,2	83,6	91,0	98,5	100,1	101,6
1. Scenario povijesnih prosjeka	74,0	80,1	83,7	86,4	88,5	90,4	92,3
2. Scenario šoka kamatnih stopa	74,0	76,2	87,3	98,4	102,9	104,5	106,0
3. Scenario šoka stope rasta realnog BDP-a	74,0	76,2	85,7	93,7	98,2	99,8	101,3
4. Scenario šoka deficita tekućeg računa platne bilance	74,0	76,2	93,9	111,6	116,1	117,7	119,2
5. Scenario višestrukih šokova	74,0	76,2	91,3	106,2	110,7	112,3	113,8
6. Scenario šoka deprecijacije eura prema dolaru	74,0	76,2	113,6	121,0	125,5	127,1	128,6

Izvor: IMT, izračun autora

## **ŽIVOTOPIS**

Ime i prezime: Robert Rezo

Datum i mjesto rođenja: 15.04.1996., Zagreb

Obrazovanje: III. Gimnazija (Zagreb), Ekonomski fakultet Zagreb - Smjer Financije

Poznavanje stranih jezika: Engleski

Digitalne vještine: MS Office paket, Komunikacijski programi (Zoom, Teamviewer), Društvene mreže

Radno iskustvo: Ernst & Young - Stručna praksa u odjelu revizije