

Goran Buturac \*

JEL Classification E60, F34  
Izvorni znanstveni članak

## EKONOMIJA U UVJETIMA VISOKE ZADUŽENOSTI: SLUČAJ HRVATSKE<sup>1</sup>

*Cilj je ovoga rada dobiti nove spoznaje o uzročno-posljedičnom odnosu između visoke zaduženosti i gospodarskog rasta u Hrvatskoj. Metodologija rada se zasniva na primjeni pokazatelja zaduženosti. Hrvatska je 2015. godine izašla iz razdoblja gospodarske krize. Uz Grčku, Hrvatska je imala najduže razdoblje recesije u Europi. Dugotrajna recesija je razotkrila sve slabosti dosadašnjeg ekonomskog modela. One su godinama bile prikrivene povećanjem inozemne zaduženosti i poticanjem rasta domaće potražnje. Povećavanjem zaduženosti Hrvatska je primorana sve veći dio proizvodnje izdvajati za otplatu dugova. S aspekta fiskalne politike valja se pridržavati osnovnog postulata održivosti javnih financija da stopa rasta realne proizvodnje u dugom roku nužno mora biti veća od realne kamatne stope po kojoj se država zadužuje. Visoki javni dug opterećuje gospodarski rast primarno iz razloga što se povećanim troškovima njegova servisiranja ograničavaju ostali državni rashodi i sposobnost fiskalne politike da potakne gospodarsku aktivnost u zemlji. Dobiveni rezultati sugeriraju da je uz mjere ekonomske politike prijeko potrebno pokrenuti strukturne reforme u gospodarstvu kojima će se potaknuti i realizirati snažniji gospodarski rast.*

*Ključne riječi: zaduženost, ekonomija, gospodarski rast, Hrvatska*

---

\* Dr. sc. G. Buturac, znanstveni savjetnik u Ekonomskom institutu Zagreb i od 2017. glavni i odgovorni urednik časopisa *Ekonomski pregled*. (E-mail: gbuturac@eizg.hr).

Rad je primljen u uredništvo 9. 1. 2017., a prihvaćen je za objavu 15. 3. 2017.

<sup>1</sup> Rezultati ovog istraživanja su prvobitno objavljeni u Zborniku radova sa 24. tradicionalnog savjetovanja „Ekonomska politika Hrvatske u 2017. godini“ održanog u Opatiji 9.-11. studenoga 2016. Ova izmijenjena verzija rada nastala je uključivanjem primjedbi dvoje anonimnih recenzentata.

## 1. Uvod

Cilj je ovoga rada dobiti nove spoznaje o uzročno-posljedičnom odnosu visoke zaduženosti i gospodarskog rasta u Hrvatskoj. Izostanak oblikovanja i provedbe dugoročnih strateških ciljeva u ključnim gospodarskim područjima stvorio je plodno tlo za gomilanje ograničenja snažnijeg rasta hrvatskog gospodarstva. Jedan od njih se prepoznaje u visokoj zaduženosti domaće ekonomije, nastale kao posljedica dugoročne makroekonomske neravnoteže i ekspanzije javnog duga. Problem zaduženosti se uslijed posljednjeg vala globalne i dužničke krize vratio u središte rasprava na razini nositelja ekonomske politike, ali i u središte ekonomskih istraživanja (Arteta, Hale, 2008; Jošić, 2008; Laubach, 2009; Reinhart, Rogoff, 2011).

Prezaduženost svake zemlje posljedica je loše ekonomske politike koju je ta zemlja vodila u prošlosti. Stoga su dodatna ograničenja koja zaduženost zemlje postavlja njezinoj ekonomskoj politici posljedica nepoštivanja ograničenja koje ekonomska teorija postavlja svakoj ekonomskoj politici. Ne može se trošiti više nego što se proizvodi u sadašnjosti, a da se ne bi moralo trošiti manje nego što se bude proizvodilo u budućnosti (Babić, 2006; Buturac, 2015).

Upravo zbog navedenih razloga čini se korisnim istražiti uzročno-posljedični odnos visoke zaduženosti i gospodarskog rasta u Hrvatskoj. Dobivenim rezultatima se želi odgovoriti na ključna istraživačka pitanja u radu, a to su: koliko je Hrvatska zadužena? Koji su uzroci velike zaduženosti? Koje su posljedice zaduženosti na oblikovanje i provedbu ekonomske politike? I, kako potaknuti gospodarski rast?

Metodološka se osnova rada zasniva na primjeni pokazatelja stanja i tijeka zaduženosti.

Nakon uvodnog dijela rada slijedi dio u kojemu se istražuju makroekonomska obilježja Hrvatske s posebnim osvrtom na okolnosti i uvjete u kojima se razvija zaduženost domaćeg gospodarstva. Treći dio rada propituje veličinu, smjer i dinamiku zaduživanja u Hrvatskoj. U tom se dijelu pokazateljima stanja i tijeka zaduženosti analizira inozemna zaduženost te se istražuju uzroci zaduženosti. U četvrtom dijelu rada, napravljena je komparativna analiza zaduženosti Hrvatske i odabranih tranzicijskih zemalja. Peti dio rada posvećen je korelacijskoj analizi zaduženosti i gospodarskog rasta. Šesti dio rada analizira kako potaknuti gospodarski rast u Hrvatskoj? Na kraju je rada zaključak.

## 2. Makroekonomski trendovi i pokazatelji

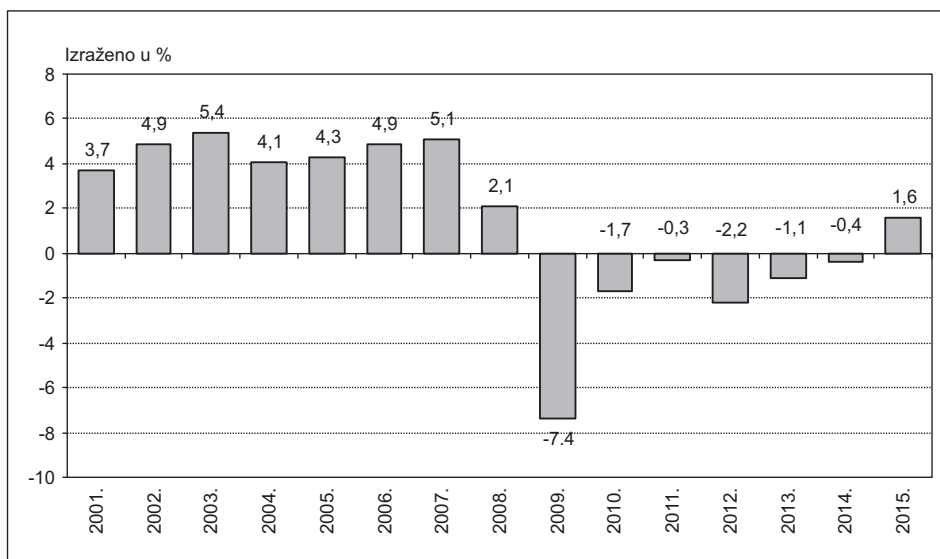
Hrvatsko gospodarstvo je tijekom tranzicijskog razdoblja doživjelo značajne strukturne prilagodbe i promjene (Vojnić, 2003; Babić 2006; Jurčić, 2012). Svakako

da su one bile dodatno potaknute završetkom procesa pristupanja Hrvatske EU kao i gospodarskom krizom (Buturac, 2014). Cilj je svake ekonomije maksimizirati vrijednost proizvodnje uz punu zaposlenost. Agregatna proizvodnja determinirana je agregatnom potražnjom pri čemu njezine različite sastavnice imaju različite učinke na proizvodnju u kratkom, srednjem i dugom roku (Dutt, 2006).

Iako je kretanje vrijednosti proizvodnje (BDP-a) u Hrvatskoj u razdoblju 2001.-2015. prolazilo kroz različite faze, zajedničko je obilježje izostanak snažnijeg gospodarskog rasta (slika 1).

*Slika 1.*

### STOPE PROMJENA REALNOG BDP-A U HRVATSKOJ U RAZDOBLJU 2001.-2015.



Izvor: Državni zavod za statistiku Republike Hrvatske, izračun autora.

Gospodarski rast prisutan do 2008. godine zasnivao se uglavnom na rastu osobne potrošnje te državno financiranih investicija u cestogradnji. U tom je razdoblju ostvaren značajniji priljev inozemnog kapitala, djelomično usmjeravan preko bankarskog sektora koji je u pretežitom stranom vlasništvu. Ulaganjima potaknuta domaća potrošnja pridonijela je značajnom rastu uvoza i stvaranju vanjsko-trgovinskog deficita te deficita tekućeg računa bilance plaćanja (tablica 1). Istovremeno, povećavala se inozemna zaduženost.

Tablica 1.

**EKONOMSKI POKAZATELJI HRVATSKOG GOSPODARSTVA  
U ODABRANIM GODINAMA**

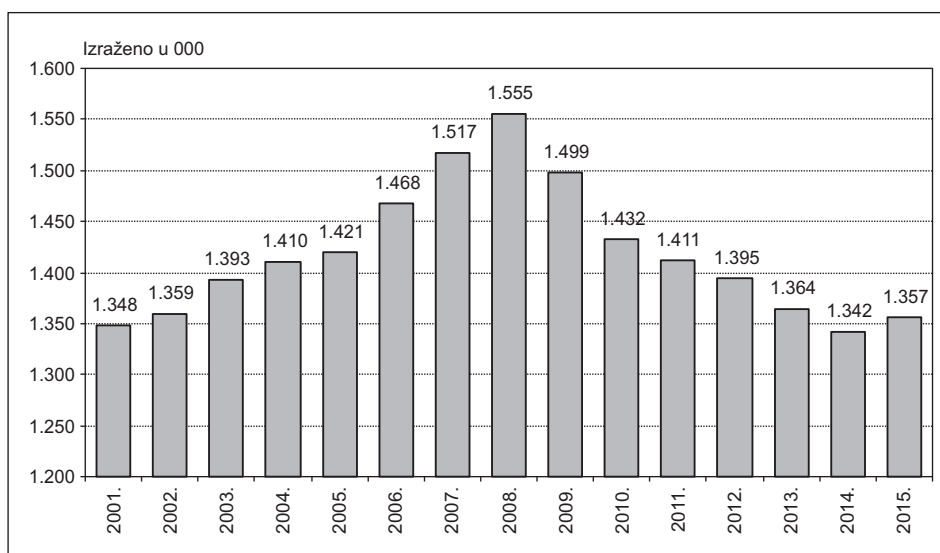
	<b>2000.</b>	<b>2005.</b>	<b>2008.</b>	<b>2009.</b>	<b>2011.</b>	<b>2013.</b>	<b>2015.</b>
BDP (mil. HRK, tekuće cijene)	176.690	270.191	347.685	330.966	332.587	329.571	334.219
BDP (mil. EUR, tekuće cijene)	23.146	36.512	48.135	45.093	44.737	43.516	43.921
BDP po stanovniku (EUR)	5.229	8.467	11.169	10.480	10.453	10.225	10.364
Stopa promjene realnog BDP, %	3,0	4,2	2,1	-7,4	-0,3	-1,1	1,6
Stopa inflacije, %	4,6	3,3	6,1	2,4	2,3	2,2	-0,5
Tekući račun platne bilance (mil. EUR)	-568	-1.892	-4.228	-2.300	-315	443	2.260
Tekući račun platne bilance (% BDP)	-2,5	-5,2	-8,8	-5,1	-0,7	1,0	5,1
Izvoz robe i usluga (%BDP-a)	40,7	39,4	38,5	34,5	40,5	43,1	50,0
Uvoz robe i usluga (%BDP-a)	45,1	45,5	46,5	38,2	40,9	42,7	47,2
Inozemni dug (mil. EUR)	12.264	25.990	40.590	45.600	46.397	45.958	45.534
Inozemni dug (%BDP-a)	53,0	71,2	84,3	101,1	103,7	105,6	103,7
Inozemni dug (% izvoza robe i usluga)	130,2	180,6	219,1	292,7	256,2	244,9	207,1
Otplaćeni inozemni dug (% izvoza robe i usluga)	25,5	28,1	33,8	52,9	40,9	41,0	41,1
Bruto međunarodne pričuve (mil. EUR)	3.783	7.438	9.121	10.376	11.195	12.908	13.707
Bruto međunarodne pričuve (u mjesecima uvoza roba i usluga)	4,3	5,4	4,9	7,2	7,3	8,3	7,9
Devizni tečaj za 31. prosinca (HRK: 1EUR)	7,5983	7,3756	7,3244	7,3062	7,5304	7,6376	7,6350
Prosječni devizni tečaj (HRK: 1EUR)	7,6339	7,4000	7,2232	7,3396	7,4342	7,5735	7,6096
Neto zaduživanje konsolidirane opće države (mil. HRK)		-10.413	-9.604	-19.844	-26.090	-17.446	-10.706
Neto zaduživanje konsolidirane opće države (% BDP)	-6,5	-3,9	-2,8	-6,0	-7,8	-5,3	-3,2
Dug opće države (%BDP-a)	34,5	41,3	39,6	49,0	65,2	82,2	86,7
Stopa nezaposlenosti (ILO)	16,1	12,7	8,5	9,2	13,7	17,3	16,3
Stopa zaposlenosti (ILO)	42,6	43,3	48,6	48,2	44,8	42,1	44,1

Izvor: HNB; Državni zavod za statistiku.

Globalna je gospodarska kriza, koja se pojavila sredinom 2008. godine, donijela pad potražnje na inozemnim tržištima. Izvozni sektori bivaju prvi na udaru krize i primorani su smanjivati proizvodnju. Kasnije se smanjuje domaća potražnja pa se smanjuje i uvoz. Također, osim izvoznih sektora posljedicama krize postaju izloženi i svi ostali sektori. Iako značajno smanjena, stopa je promjene BDP-a u godini 2008. još uvijek bila pozitivna. U razdoblju 2009.-2014. zabilježene su negativne međugodišnje stope promjene BDP-a. Pri tome je 2009. godine zabilježena najveća negativna međugodišnja stopa promjene od osamostaljenja Hrvatske i iznosila je -7,4%. Posljedice recesije najviše su ostavile traga na padu investicijske aktivnosti. Tako se udio investicija u BDP-u u razdoblju 2008.-2014. smanjio sa 28,1 na 19,0 posto. Budući da se do recesije provodila uglavnom prociklička fiskalna politika, Hrvatskoj je u recesiji bio sužen prostor u kojem bi se fiskalnom i monetarnom politikom realizirala protuteža padu gospodarske aktivnosti. Dok je većina zemalja Europske unije izašla iz recesije u 2010. i 2011. godini, u Hrvatskoj je recesija potrajala sve do 2014. godine. Pri tome se u razdoblju 2009.-2014. BDP realno smanjio za 13,1 posto. Usporedno s padom proizvodnje smanjivala se zaposlenost (slika 2).

Slika 2.

### BROJ ZAPOSLENIH U HRVATSKOJ U RAZDOBLJU OD 2001. DO 2015. GODINE

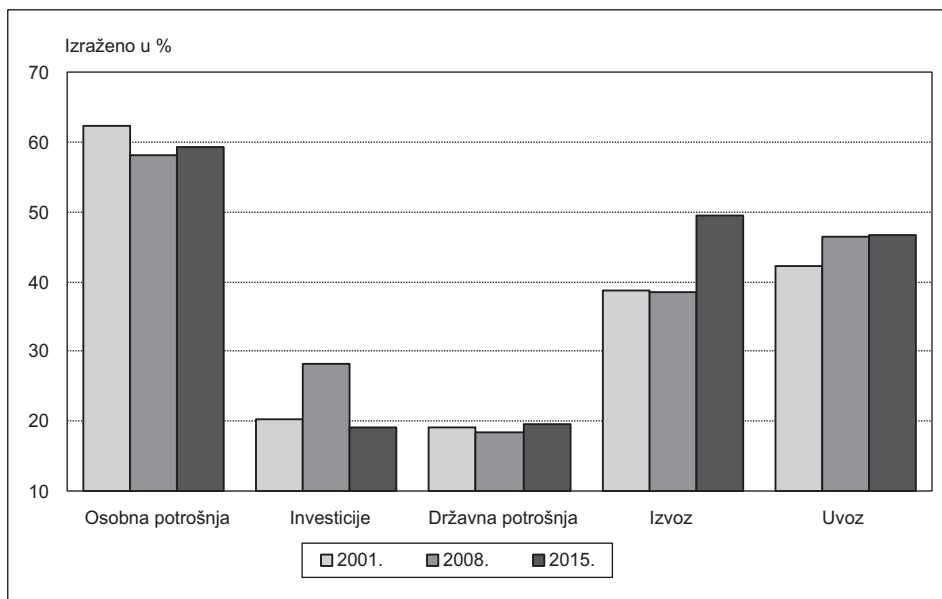


Izvor: Državni zavod za statistiku Republike Hrvatske, izračun autora.

Broj zaposlenih je u 2014. bio manji za 212.640 osoba u usporedbi s 2008. Najveći pad zaposlenosti dogodio se u realnom sektoru i to u prerađivačkoj industriji, građevinarstvu i trgovini na malo. U godinama recesije oporavak inozemne potražnje samo je djelomice ublažio negativne posljedice pada domaće potrošnje. Usprkos svemu, hrvatsko gospodarstvo je 2015. godine ušlo u razdoblje oporavka. Počela se oporavljati domaća potrošnja. Došlo je do rasta osobne potrošnje uslijed pada cijene energenata, poreznog rasterećenja bruto plaća te zaustavljanja pada zaposlenosti (slika 3). Rast investicijske aktivnosti u uslužnom sektoru i povlačenje sredstava iz EU fondova dijelom su pridonijeli pokretanju blagog investicijskog oporavka.

Slika 3.

### STRUKTURA AGREGATNE POTROŠNJE U HRVATSKOJ U GODINAMA 2001., 2008. I 2015.



Izvor: izračun autora prema podacima Državnog zavoda za statistiku Republike Hrvatske.

Relativno malo domaće tržište, slaba domaća potrošnja, i recesija neki su od vodećih čimbenika rasta izvozne orijentiranosti hrvatskog gospodarstva zadnjih nekoliko godina. Uz rast izvoza usluga, prisutan je i rast robnog izvoza. On je nakon pristupanja Hrvatske Europskoj uniji dinamičan, obuhvaća sve veći raspon proizvoda i većinom je usmjeren na tržište Europske unije.

Promatrajući projekcije ukupne gospodarske aktivnosti za 2016. godinu, Europska komisija predviđa nastavak gospodarskog oporavka, pri čemu se očekuje da bi stopa promjene realnog BDP-a bila oko 1,8 posto.

### **3. Koliko je Hrvatska zadužena?**

Stanje zaduženosti i struktura duga posljedica su odgovarajuće ili neodgovarajuće ekonomske politike. Spor gospodarski rast i nedostatna proizvodnja u razdoblju prije recesije te gospodarski pad prisutan od 2008. godine pridonijeli su kulminaciji problema zaduženosti u zadnjih nekoliko godina. Ipak, ohrabruje gospodarski rast ostvaren u 2015. godini. Očekivani nastavak gospodarskog oporavka u 2016. godini trebao bi pridonijeti konsolidaciji državnog proračuna i olakšati upravljanje javnim dugom. U nastavku rada slijedi uvid u strukturne promjene i trendove zaduženosti.

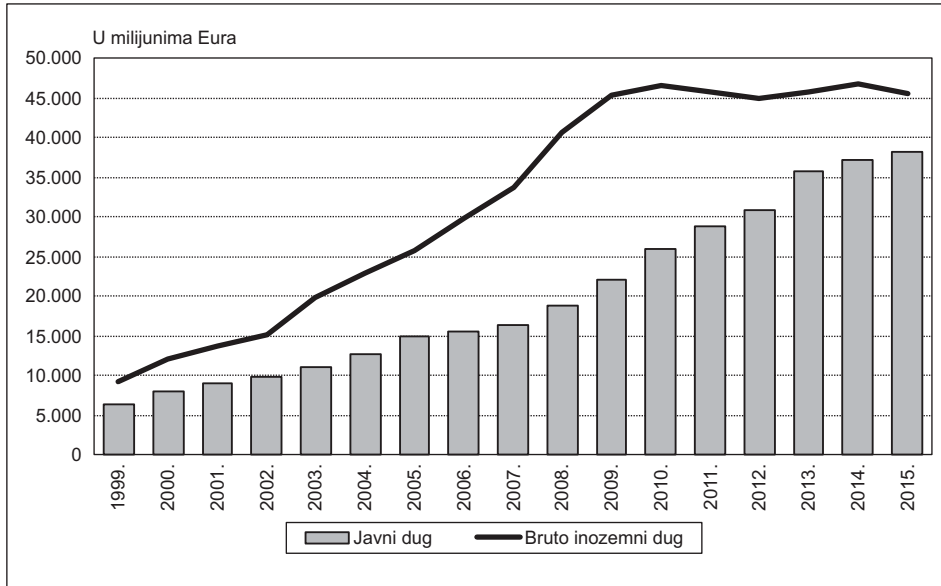
#### ***3.1. Trendovi i pokazatelji***

Bruto inozemni dug i javni dug Republike Hrvatske u razdoblju 1999.-2014. godine su značajno rasli (slika 4). Pri tome je bruto inozemni dug u prosjeku godišnje rastao po stopi od 10,6 posto, a javni dug 11,6 posto. Ipak, 2015. je došlo do smanjenja bruto inozemnog duga i to za 2,4 posto. Istovremeno, javni dug se povećao za 2,3 posto.

Valja posebno istaknuti kulminaciju rasta javnog duga u recesijskim godinama (2008.-2014.). Udio javnog duga u BDP-u se prije recesije kretao u rasponu od 30,0 do 35,0 posto. U recesijskom razdoblju (2008.-2014.) javni dug nezaustavljivo raste i to u prosjeku godišnje 12,0 posto. U 2015. godini on je dosegnuo razinu 86,7 posto BDP-a.

Slika 4.

### KRETANJE BRUTO INOZEMNOG I JAVNOG DUGA U HRVATSKOJ U RAZDOBLJU OD 1999. DO 2015. GODINE



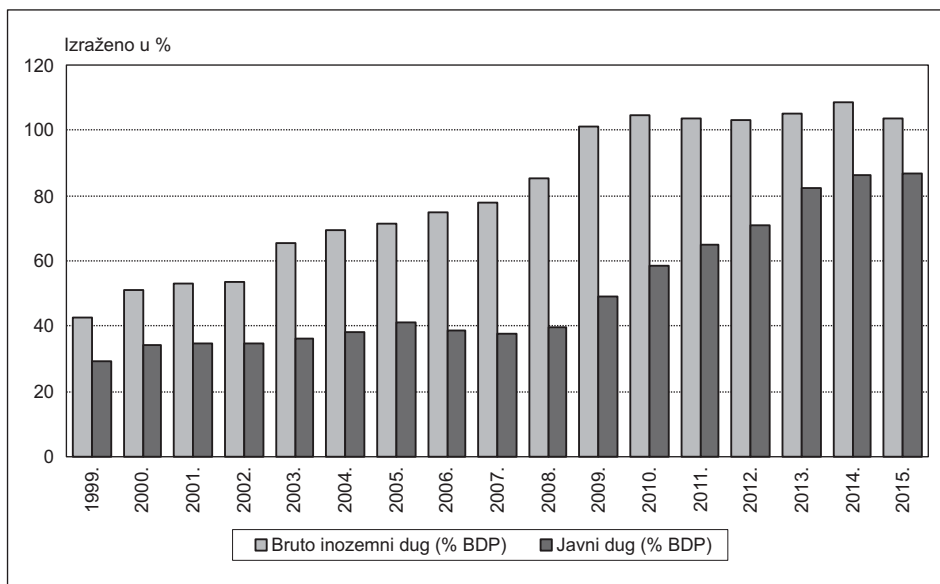
Izvor: Hrvatska narodna banka.

Budući da su drugi sektori u recesiji smanjili zaduženost, rast javnog duga generira i rast ukupne zaduženosti gospodarstva. Pri tome je naročito velika inozemna zaduženost (slika 5).



Slika 5.

UDIO JAVNOG I BRUTO INOZEMNOG DUGA U BDP-U HRVATSKE  
U RAZDOBLJU OD 1999. DO 2015. GODINE



Izvor: Hrvatska narodna banka, Državni zavod za statistiku Republike Hrvatske.

Iako je bruto inozemni dug u 2015. godini premašio vrijednost proizvodnje ukupnog gospodarstva iznosivši 103,7 posto BDP-a, on se u odnosu na 2014. godinu smanjio. Razloge valja tražiti u povećanoj sklonosti države da se zadužuje na domaćem tržištu i u aprecijaciji deviznog tečaja.

Nizak kreditni rejting i poskupljena zaduživanja na inozemnom tržištu vodeći su razlozi usmjerenosti države zaduživanju na domaćem tržištu. Istovremeno, na strani bankarskog sektora sve je manja potražnja za kreditima u privatnom sektoru, što banke kompenziraju povećanjem zajmova javnom sektoru (Buturac, 2015).

### 3.2. Inozemna zaduženost

Inozemna zaduženost neke zemlje uključuje kumulativnu zaduženost svih sektora gospodarstva prema inozemstvu (kućanstva, poduzeća, banaka, država). Prema Međunarodnom monetarnom fondu (IMF, 2003) bruto inozemni dug, u bilo koje vrijeme, je neotplaćen iznos tekućih, nepotencijalnih obveza kojima se zahtijeva plaćanje kamate i/ili glavnice od strane dužnika u nekom momentu u budućnosti koje rezidenti duguju nerezidentima jedne ekonomije.<sup>2</sup> Početkom godine 2005. *Hrvatska narodna banka* je uskladila svoje izvještaje o inozemnoj zaduženosti prema bruto načelu pa u stanje inozemnog duga, osim obveza rezidenata Republike Hrvatske prema nerezidentima (kredit, depoziti primljeni od stranih osoba, trgovinski krediti s dospeljećem dužim od 180 dana), uključuje i stanje nepodmirenenih dospjelih i nedospjelih obračunatih kamata (Jošić, 2008). Ocjena inozemne zaduženosti napravljena je primjenom empirijskih izračuna pokazatelja stanja i tijeka inozemne zaduženosti. Prije samog prikaza i interpretacije dobivenih rezultata dan je pregled pokazatelja zaduženosti.<sup>3</sup>

#### 3.2.1. Pokazatelji stanja i tijeka inozemne zaduženosti

U svrhu ocjene inozemne zaduženosti Republike Hrvatske korišteni su sljedeći pokazatelji stanja zaduženosti:

- omjer inozemnog duga i bruto domaćeg proizvoda (TD/Y);
- omjer inozemnog duga i izvoza roba i usluga (TD/E);
- omjer inozemnog duga i izvoza roba i usluga uvećanih za tekuće transfere (TD/E1);
- omjer međunarodnih rezervi i inozemnog duga (IR/TD) i
- omjer kratkoročnog i ukupnog inozemnog duga (stD/TD).

Uz pokazatelje stanja zaduženosti, primijenjeni su i pokazatelji tijeka inozemne zaduženosti:

<sup>2</sup> Ova definicija bruto inozemnog duga je prihvaćena i od drugih međunarodnih institucija: Banka za međunarodna poravnanja, Sekretarijat Commonwealth-a, Eurostat, Organizacija za ekonomsku suradnju i razvoj, Sekretarijat Paris kluba, Konferencija Ujedinjenih naroda za trgovinu i razvoj i Svjetska banka (Jošić, 2008).

<sup>3</sup> Pokazatelji inozemne zaduženosti primijenjeni su i u drugim istraživanjima domaćih autora: Babić (1997); Mihaljek (2003); Babić, Krznar, Nestić, Švaljek (2003); Kersan-Škabić, Mihovilović (2006); Jošić (2008).

- omjer otplate inozemnog duga prema izvozu roba i usluga (TDS/E);
- omjer otplate inozemnog duga prema izvozu roba i usluga uvećanog za tekuće transfere (TDS/E1);
- omjer godišnje otplate kamata na inozemni dug i izvoza roba i usluga (INT/E);
- omjer godišnje otplate kamata na inozemni dug i izvoza roba i usluga uvećanih za tekuće transfere (INT/E1);
- omjer otplate glavnice inozemnog duga i korištenja zajmova (PR/DISB);
- omjer međunarodnih rezervi i otplate inozemnog duga (IR/TDS);
- omjer iskorištenih zajmova prema uvozu robe i usluga (DISB/U) i
- omjer godišnje obveze po kamatama na inozemni dug i bruto domaćeg proizvoda (INT/Y).

### 3.2.2. Ocjena inozemne zaduženosti

Rezultati pokazatelja stanja i tijeka inozemne zaduženosti potvrđuju visoku zaduženost Hrvatske i opasnost izbijanja dužničke krize u srednjem i dugom roku. U analiziranom razdoblju 1999.-2014. svi pokazatelji zaduženosti bilježe vidno pogoršanje (tablica 2). Pri tome su gotovo svi oni „probili“ kritične vrijednosti.

#### *Pokazatelji stanja inozemne zaduženosti:*

- *omjer inozemnog duga i bruto domaćeg proizvoda (TD/Y):* iako je ovaj pokazatelj premašio kritičnu vrijednost već na samom početku razdoblja, Hrvatska se sve do 2008. godine mogla ubrojiti u skupinu srednje zaduženih zemalja uz naznaku tendencije rasta zaduženosti. Međutim nakon 2008. godine kada je vrijednost pokazatelja postala veća od 80% Hrvatska je postala visoko zadužena zemlja. U 2014. godini vrijednost ovoga pokazatelja je dosegla svoju najvišu razinu od osamostaljenja Hrvatske i iznosila je 108,4%.
- *omjer inozemnog duga i izvoza roba i usluga (uvećanih za tekuće transfere (TD/E i TDF/E1):* vrijednosti su ovih pokazatelja u razdoblju 1999.-2014. porasle više nego dvostruko i premašile kritične vrijednosti. S udjelom inozemnog duga u izvozu roba i usluga u 2014. godini od 233,1% i s udjelom inozemnog duga u izvozu roba i usluga uvećanom za tekuće transfere od 213,8%, Hrvatska je postala visoko zadužena zemlja s tendencijom rasta zaduženosti.

Tablica 2.

OCJENA INOZEMNE ZADUŽENOSTI REPUBLIKE HRVATSKE  
PREMA POKAZATELJIMA STANJA I TIJEKA ZADUŽENOSTI  
U GODINAMA 1999. I 2014. (STANJE NA DAN 31.12.)

Pokazatelj zaduženosti	Kritična vrijednost	Vrijednost pokazatelja 31.12.1999.	Vrijednost pokazatelja 31.12.2014.
TD/Y	> 30%	42,8%	<b>108,4%</b>
TD/E	> 200%	104,7%	<b>233,1%</b>
TD/E1	> 200%	95,0%	<b>213,8%</b>
IR/TD	< 20%	32,5%	<b>27,2%</b>
stD/TD	-	6,6%	<b>19,7%</b>
TDS/E	> 30%	29,7%	<b>73,6%</b>
TDS/E1	> 20%	26,8%	<b>67,5%</b>
INT/E	> 20%	4,5%	<b>7,7%</b>
INT/E1	-	4,1%	<b>7,1%</b>
PR/DISB	> 40%	61,7%	<b>102,8%</b>
IR/TDS/12	-	9,6	<b>7,2</b>
DISB/U	> 16-28%	36,9%	<b>67,3%</b>
INT/Y	> 3%	2,1%	<b>3,6%</b>

Izvor: izračun autora prema podacima HNB-a.

- *omjer međunarodnih rezervi i inozemnog duga (IR/TD)*: kritične vrijednosti ovoga pokazatelja su niže od 20%. Iako vrijednost pokazatelja u 2014. godini od 27,2% potvrđuje da Hrvatska može pokriti dio duga međunarodnim rezervama, zabrinjava njegovo pogoršavanje u promatranom razdoblju.
- *omjer kratkoročnog i ukupnog inozemnog duga (stD/TD)*: u analiziranom razdoblju povećao se sa 6,6% na 19,7%. Usprkos ovako značajnom povećanju udjela kratkoročnog duga, ročna je struktura duga još uvijek relativno povoljna pri čemu u kratkom roku nema rizika za solventnost i likvidnost zemlje u međunarodnim plaćanjima.

*Pokazatelji tijeka inozemne zaduženosti:*

- *omjer otplate inozemnog duga prema izvozu roba i usluga (TDS/E)*: na samom početku promatranog razdoblja (1999. godine) ovaj pokazatelj poprimao je graničnu vrijednost prema visokoj zaduženosti ( $TDS/E=29,7\%$ ).

U promatranom razdoblju opterećenost prihoda od izvoza inozemnim dugom porasla je više nego dvostruko te je vrijednost pokazatelja u 2014. godini iznosila 73,6%. Možebitni nastavak pogoršavanja ovoga pokazatelja signalizira rizike razvoja nelikvidnosti u međunarodnim plaćanjima.

- *omjer otplate inozemnog duga prema izvozu roba i usluga uvećanog za tekuće transfere (TDS/EI)*: u razdoblju 1999.-2014. vrijednost pokazatelja je porasla s 26,8% na 67,5%. Kritična vrijednost ovoga pokazatelja je 20%. Intenzivno povećanje ovoga pokazatelja potvrđuje ulazak zemlje u zonu visoke zaduženosti i također ukazuje na rizik izbijanja nelikvidnosti u međunarodnim plaćanjima.
- *omjer godišnje otplate kamata na inozemni dug i izvoza roba i usluga (INT/E) i omjer godišnje otplate kamata na inozemni dug i izvoza roba i usluga uvećanih za tekuće transfere (INT/EI)*: vrijednosti ovih pokazatelja su u 2014. godini bile na razini  $INT/E=7,7\%$  i  $INT/EI=7,1\%$ . Unatoč vidnom pogoršanju ovih pokazatelja u promatranom razdoblju, oni se još uvijek nalaze daleko ispod kritične vrijednosti od 20%. To potvrđuje da otplate kamata zasad ne ugrožavaju likvidnost u međunarodnim plaćanjima.
- *omjer otplate glavnice inozemnog duga i korištenja zajmova (PR/DISB)*: kritična vrijednost ovoga pokazatelja od 40% već je premašena na samom početku promatranog razdoblja (1999.). Pogoršavanje *omjera otplate glavnice inozemnog duga i korištenja zajmova* je vidljivo tokom čitavog razdoblja od 1999.-2014. U 1999. taj je omjer bio na razini 61,7%, a u 2014. 102,8%.
- *omjer međunarodnih rezervi i otplate inozemnog duga (IR/TDS)* od 1999.-2014. se pogoršao smanjivši se sa 9,6 na 7,2. Vrijednost pokazatelja u 2014. govori da bi se inozemni dug mogao servisirati 7,2 mjeseci korištenjem rezervi Hrvatske narodne banke.
- *omjer iskorištenih zajmova prema uvozu robe i usluga (DISB/U)*: već na samom početku promatranog razdoblja vrijednost ovoga pokazatelja je bila značajno iznad kritične vrijednosti (16-28%). U razdoblju 1999.-2014. ovaj omjer se povećao s 36,9% na 67,3%. To govori da se sve veći dio uvoza financira korištenjem novih zajmova.
- *omjer godišnje obveze po kamatama na inozemni dug i bruto domaćeg proizvoda (INT/Y)*: pokazuje koliki dio ukupne vrijednosti proizvodnje se mora izdvojiti za otplatu kamata. Ovaj pokazatelj se u promatranom razdoblju povećao s 2,1% na 3,6% i premašio kritičnu vrijednost od 3%. S obzirom da se sve veći dio proizvodnje mora izdvajati za otplatu kamata, umanjuje se mogućnost rasta potražnje i realizacije većih stopa gospodarskog rasta.

### 3.3. Uzroci zaduženosti

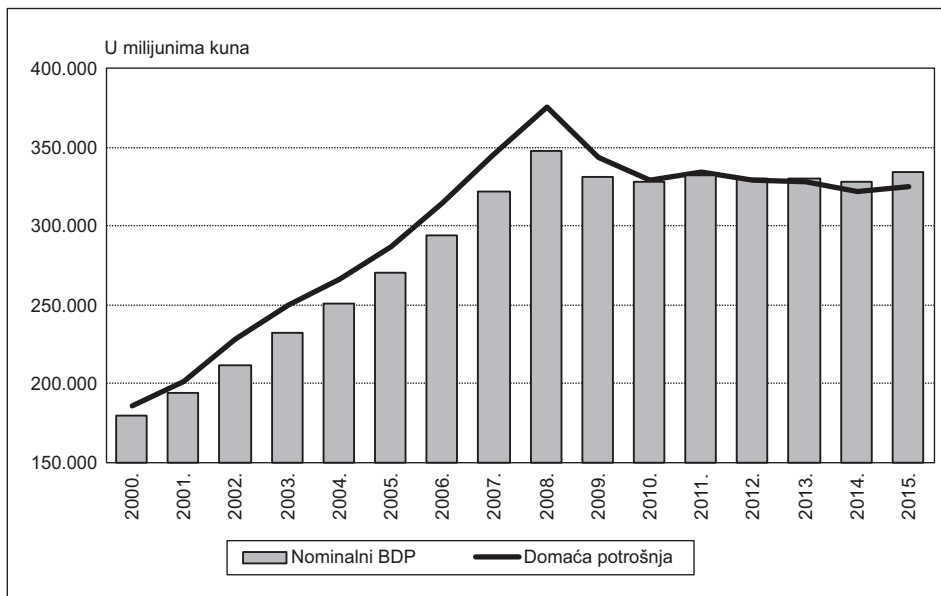
Među osnovne uzroke visoke zaduženosti Hrvatske mogu se ubrojiti: makroekonomska neravnoteža, razlike u kamatnim stopama na domaćem i inozemnim tržištima i rast javnog duga.

#### 3.3.1. Makroekonomska neravnoteža

Brži rast domaće potrošnje u odnosu na ostvarenu vrijednost proizvodnje rezultirao je makroekonomskom neravnotežom (slika 6). Ona uzrokuje eksternu neravnotežu pri čemu je vrijednost uvoza veća od izvoza, i deficit na tekućem računu platne bilance.

Slika 6.

#### KRETANJE DOMAĆE POTROŠNJE I BRUTO DOMAĆEG PROIZVODA U HRVATSKOJ OD 2000. DO 2015.



Izvor: Državni zavod za statistiku.

Do 2000. godine u strukturi domaće potrošnje najbrže raste osobna potrošnja i to ponajprije zbog rasta potrošnje trajnih potrošnih dobara koja se financira zaduživanjem sektora stanovništva kod bankarskog sektora. Od 2001.-2007. najveći doprinos rastu domaće potrošnje daju investicije. Rast investicija je bio dobrodošao, međutim njihova nepovoljna struktura gdje je tek oko 10-ak posto investicija bilo usmjeravano u industrijski sektor, nije dovela do snažnijeg gospodarskog rasta (Teodorović, Buturac, 2006). U godinama recesije (2008.-2014.) investicije padaju, zaustavlja se i rast osobne potrošnje, pa najveći impuls rastu domaće potrošnje daje državna potrošnja.

### *3.3.2. Kamatne stope*

Osim makroekonomske neravnoteže, relativno velika razlika između domaćeg i inozemnog kamatnjaka također je pridonijela velikoj inozemnoj zaduženosti. Osjetno niže kamatne stope na inozemnim tržištima nego u Hrvatskoj stimulirale su inozemno zaduživanje. U razdoblju 2001.-2005. naročito se zadužuju banke koje uslijed kamatne arbitraže uzimaju zajmove kod matičnih banaka u inozemstvu i plasiraju ih potom na hrvatskom tržištu. Time zarađuju ekstra profite. Od 2006. do 2008. poduzeća se intenzivno zadužuju u inozemstvu zbog nižeg kamatnjaka, dok od 2008.-2015. to radi država.

### *3.3.3. Javni dug*

Dok se u godinama recesije gospodarski subjekti i stanovništvo razdužuju, država nastavlja gomilati dugove. Time javni sektor najviše pridonosi rastu inozemne i ukupne zaduženosti gospodarstva. Korijeni rasta zaduženosti javnog sektora leže u proračunskom deficitu. On se u prijašnjim razdobljima uglavnom financirao prodajom državne imovine (mahom državnih poduzeća) ili zaduživanjem na domaćem i inozemnim tržištima. Budući da je značajan dio državnih poduzeća već privatiziran, deficit se zadnjih nekoliko godina financirao zaduživanjem. Dok su ostali sektori bili primorani u godinama recesije smanjiti potrošnju, država je svoje rashode povećala. Pad gospodarske aktivnosti prisutan od 2008. godine rezultirao je otežanim prikupljanjem proračunskih prihoda. Budući da se je smanjila ekonomska aktivnost i proizvodnja, smanjili su se i prihodi s naslova poreza na dobit. Pad proizvodnje donio je i pad zaposlenosti, rast nezaposlenosti i smanjenje realnih plaća. To se odrazilo na smanjenje prikupljenih sredstava od poreza na dohodak. Ekonomska kriza, nepovoljna kretanja na tržištu rada, i razvoj pesimističnih

očekivanja smanjio je osobnu potrošnju. Posljedica je smanjenje prihoda od poreza na dodanu vrijednost.

### *3.4. Deficiti, zaduženost i fiskalna politika*

Uzroci rastuće zaduženosti hrvatske ekonomije, između ostaloga, leže u istovremenom postojanju deficita tekućeg računa platne bilance i deficita državnog proračuna, što je u literaturi poznato pod nazivom dvojni deficit.

Zajedničko kretanje dvaju deficita nastaje zbog neravnoteže domaćih investicija i domaće štednje, koji su prikazani jednadžbom (1)

$$\text{Deficit tekućeg računa} = \text{Investicije} - \text{Privatna štednja} + \text{Proračunski deficit} \quad (1)$$

Ukoliko je ova razlika pozitivna (ako su investicije veće od domaće štednje) sredstva se pronalaze zaduživanjem kroz deficite državnog proračuna ili suficite kapitalnog računa platne bilance, što je, ukoliko se izuzmu promjene rezervi središnje banka, zapravo deficit tekućeg računa platne bilance (Corsetti i Muller, 2006). Mukhatar, Zakaira i Ahmed (2007) tvrde da, u uvjetima kada su investicije i privatna štednja uravnoteženi, nastajanje proračunskog deficita može dovesti do dva krajnja slučaja. Prvi je da se novonastali proračunski deficit u potpunosti prelije na deficit tekućeg računa platne bilance. U ovom slučaju jednadžba (1) je računovodstveni identitet jer odluke državne potrošnje ne utječu niti malo na odluke stanovništva o štednji.

Drugi granični slučaj jest da novonastali proračunski deficit niti malo ne utječe na promjenu deficita tekućeg računa. Ovaj je slučaj moguć ako se privatna štednja korigira u slučaju nastupanja proračunskog deficita. Ovom hipotezom, koja se naziva Rikardijanska ekvivalencija, zagovara se kako stanovništvo, znajući da će se današnji proračunski deficiti financirati budućim porezima, trenutno prilagođava vlastitu štednju iščekujući veću poreznu presiju u budućnosti. Mukhatar, Zakaira i Ahmed (2007) također naglašavaju kako ne postoji a priori teoretska kauzalnost između dvaju deficita, tj. proračunski deficit može biti uzrokovan i deficitom tekućeg računa, a kauzalnost može biti i obostrana. Upravo zbog kontroverze o smjeru kauzalnosti između dvaju deficita te pogodnosti Hrvatske za empirijsku analizu dvojnog deficita korisno je analizirati smjer kauzalnosti dvojnog deficita kojim se implicitno otkrivaju i uzroci visoke zaduženosti Hrvatske. U istraživanju Buturac, Žilić (2011) procijenjen je bivarijantni VAR model koji uključuje desezonirani i diferencirani saldo državnog proračuna



i desezonirani saldo tekućeg računa te konstantu i trend. Prema Akiake i Hannan-Quinn informacijskim kriterijima odabrano je pet pomaka u VAR modelu. AR test stabilnosti modela pokazuje kako je procijenjeni VAR model stabilan, stoga je u svrhu otkrivanja kauzalnosti proveden Grangerov test uzročnosti. Rezultati testa prikazani su u tablici 3.

*Tablica 3.*

### REZULTATI TESTA GRANGEROVE UZROČNOSTI

<b>Saldo državnog proračuna Granger uzrokuje saldo tekućeg računa</b>	
Chi-square	13,53
Probability	0,018
<b>Saldo tekućeg računa Granger uzrokuje saldo državnog proračuna</b>	
Chi-square	8,46
Probability	0,132

Izvor: Buturac, Žilić (2011).

Rezultati ukazuju kako se pri razini signifikantnosti od 5 posto može prihvatiti hipoteza kako saldo tekućeg računa platne bilance Granger ne uzrokuje saldo državnog proračuna, dok pri istoj razini signifikantnosti se može odbaciti hipoteza kako saldo državnog proračuna Granger ne uzrokuje saldo tekućeg računa platne bilance. Takav je rezultat u skladu s jednadžbom (1) i s činjenicom da hipoteza Rikardijanske ekvivalencije nije nikada empirijski dokazana. Rezultati ove analize ukazuju na to da razina i kretanje državne potrošnje imaju utjecaja i na vanjskotrgovinsku razmjenu. Stoga, iako je javni dug u promatranome razdoblju bio stabilan, dio novonastalog duga može se pripisati dosadašnjim mjerama fiskalne politike i to upravo kroz utjecaj na saldo tekućeg računa platne bilance. Valja naglasiti kako Grangerov koncept kauzalnosti nije kauzalnost u pravom smislu te riječi. Stoga ograničenja samog koncepta vrijede i za testiranje i zaključak i u ovoj empirijskoj analizi.

#### 4. Usporedba zaduženosti s odabranim zemljama

Podrobniji uvid u dimenziju problema zaduženosti u Hrvatskoj osigurava komparativna analiza s drugim zemljama. Rezultati prikazani u tablici 4. pokazuju da su sve zemlje, izuzev Kazahstana i Rusije, povećale inozemnu zaduženost.

Tablica 4.

*Komparativna analiza odabranih pokazatelja zaduženosti među odabranim zemljama u godinama 2000. i 2014.*

	Javni dug (%BDP)		Inozemni dug (%BDP)		Inozemni dug/Izvoz roba i usluga (%)	
	2000.	2014.	2000.	2014.	2000.	2014.
Albanija	61,1	70,2	32,1	69,6	179,3	232,8
B i H	41,9	45,9	-	30,1	-	88,5
Bugarska	70,1	27,0	81,8	92,1	227,9	141,5
Češka	75,7	42,7	34,9	66,6	72,3	79,5
Estonija	17,0	10,4	52,4	94,7	85,1	112,9
<b>Hrvatska</b>	<b>35,0</b>	<b>85,1</b>	<b>51,9</b>	<b>108,4</b>	<b>142,2</b>	<b>234,1</b>
Kazahstan	25,5	14,8	79,8	78,9	141,0	201,8
Latvija	12,2	40,8	60,1	142,2	161,1	239,0
Litva	23,6	40,7	41,9	70,6	94,2	86,9
Mađarska	55,2	76,2	63,7	114,5	95,2	128,2
Makedonija	54,2	45,9	40,6	70,3	123,4	147,1
Poljska	36,8	50,4	40,2	71,0	148,3	149,8
Rumunjska	22,4	39,9	29,7	63,2	90,8	153,8
Rusija	56,9	11,8	61,4	34,8	139,2	116,0
Slovačka	49,6	53,5	52,1	89,7	96,3	97,6
Slovenija	25,9	80,8	43,3	124,2	86,6	162,4
Srbija	50,2	71,0	36,9	78,0	-	176,1
Ukrajina	45,3	70,2	37,7	103,9	60,4	211,2

Izvor: izračun autora prema podacima Međunarodnog monetarnog fonda.

Međutim, valja naznačiti da je intenzitet rasta zaduženosti vidno različit među zemljama. Većina se analiziranih zemalja može grupirati u umjereno zadužene zemlje (npr. Albanija, Makedonija, Poljska, Rumunjska, Srbija, Ukrajina). U razdoblju 2000.-2014. visoko zadužene zemlje postale su Hrvatska i Latvija. U odnosu na druge analizirane zemlje, one pokazuju najveći stupanj inozemne zaduženosti mjereno udjelom inozemnog duga u BDP-u i udjelom inozemnog duga u izvozu roba i usluga.

Promatrajući izdvojeno kriterij udjela inozemnog duga u BDP-u, uz Hrvatsku i Latviju, u visoko zadužene zemlje mogu se ubrojiti i Mađarska i Slovenija. U razdoblju 2000.-2014. zaduženost Hrvatske je porasla više nego dvostruko. Nakon Slovenije, Hrvatska ima najveći apsolutni i relativni rast javnog

duga u promatranom razdoblju. S obzirom da su u Hrvatskoj drugi sektori od 2008. godine započeli proces razduživanja, rast javnog duga je postao ishodište rasta inozemne zaduženosti.

*Tablica 5.*

#### GRUPIRANJE ZEMALJA PREMA STUPNJU VANJSKE ZADUŽENOSTI

Kriteriji zaduženosti	Visoko zadužene zemlje	Umjereno zadužene zemlje	Manje zadužene zemlje
Inozemni dug/BDP	$x > 80\%$	$80\% \geq x > 48\%$	$x \leq 48\%$
Inozemni dug/Izvoz roba i usluga	$y > 220\%$	$220\% \geq y > 132\%$	$x \leq 132\%$
Primjeri zemalja iz komparativne analize	Hrvatska, Latvija	Albanija, Srbija, Ukrajina, Rumunjska, Poljska, Makedonija	Rusija

Izvor: izračun i obrada autora prema World Bank (2003) i Jošić (2008).

### 5. Zaduzenost i gospodarski rast

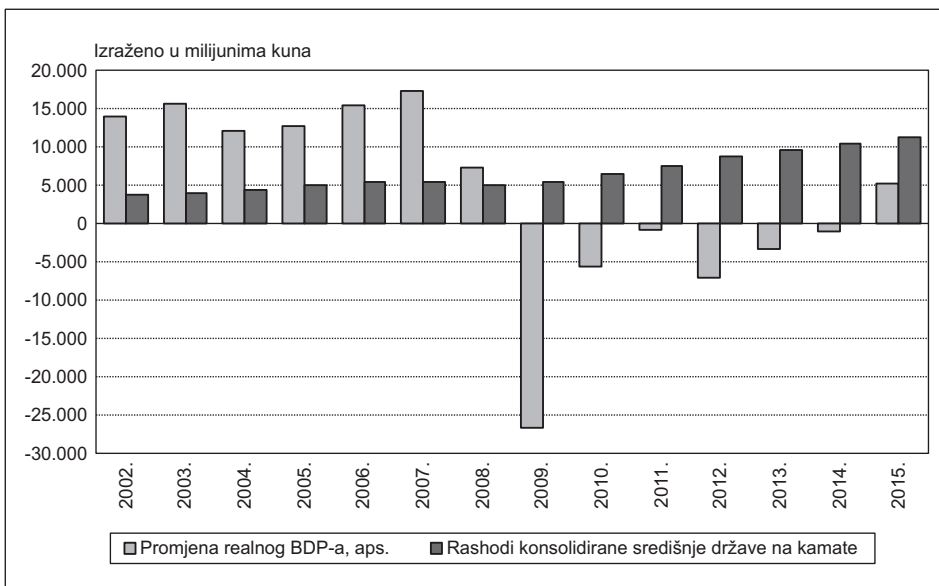
Povećavanjem zaduženosti Hrvatska je primorana sve veći dio proizvodnje izdvajati za otplatu dugova. Otplata dugova je moguća smanjivanjem potrošnje uz istu proizvodnju ili porastom proizvodnje uz nepromijenjenu potrošnju. Dugotrajno rješenje svakako leži u većem rastu proizvodnje od potrošnje.

S aspekta fiskalne politike valja se pridržavati osnovnog postulata održivosti javnih financija da stopa rasta realne proizvodnje u dugom roku nužno mora biti veća od realne kamatne stope po kojoj se država zadužuje. Je li to u Hrvatskoj slučaj? Na slici 7. prikazana je međusobna povezanost zaduženosti i gospodarskog rasta mjerena odnosom godišnje promjene realnog BDP-a u apsolutnom iznosu i rashoda konsolidirane središnje države za kamate. Referentno razdoblje je 2002.-2015. Rezultati analize potvrđuju da je rast realne proizvodnje (BDP) do 2008. godine bio veći od rashoda za kamate. Međutim, u razdoblju od 2008.-2015. Hrvatska se nije pridržavala navedenog postulata održivosti javnih financija. U tom razdoblju rashodi su za kamate višestruko veći od promjene proizvodnje. Promatrajući trend vidi se da su rashodi za kamate značajno rasli, dok se realna vrijednost proizvodnje smanjivala. Ohrabruju podaci za 2015. godinu kada je došlo do gospodarskog oporavka i rasta proizvodnje. Međutim, taj rast još uvijek nije

niti izbliza dovoljan da bi se njime pokrili izdaci za kamate. Te su godine izdaci za kamate konsolidirane središnje države iznosili 11,2 milijarde kuna, dok je rast proizvodnje bio na razini 5,2 milijardi kuna.

Slika 7.

PROMJENA REALNOG BDP-A I RASHODI KONSOLIDIRANE  
SREDIŠNJE DRŽAVE NA KAMATE U HRVATSKOJ U RAZDOBLJU  
OD 2002. DO 2015. GODINE



Izvor: izračun autora prema podacima Državnog zavoda za statistiku i Ministarstva financija Republike Hrvatske.

Da bi se visoko zadužena zemlja poput Hrvatske mogla zadužiti pod povoljnijim uvjetima i na taj način dijelom pridonijeti smanjenju rashoda za kamate potrebno je uvjeriti potencijalne vjerovnike u zemlji i inozemstvu da će budući ekonomski rast biti dovoljno snažan da država može uredno vraćati nagomilane dugove. To se može realizirati uz definiranje i provedbu jasne, ekonomski opravdane i konzistentne ekonomske politike koja će u kratkom roku provoditi mjere fiskalne konsolidacije. Uz već iznimno visok javni dug Hrvatska ne može financirati dodatnu javnu potrošnju, a da kreditorima ne ponudi više prinose na obveznice. To međutim samo povećava zaduženost države i rizik financijske nestabilnosti.

Istovremeno takva fiskalna politika sužava manevarski prostor monetarnoj politici za održavanje makroekonomske i financijske stabilnosti i realizaciju gospodarskog rasta (Ekonomski institut, Zagreb, 2014).

Valja posebno istaknuti da visoki javni dug opterećuje gospodarski rast Hrvatske primarno iz razloga što se povećanim troškovima njegova servisiranja ograničavaju ostali državni rashodi i sposobnost fiskalne politike da pospješi gospodarsku aktivnost u zemlji. Također, nagomilani javni dug izvor je ranjivosti gospodarstva budući da se Hrvatska izlaže volatilnosti financijskih tržišta u razdobljima povećanog straha od rizika (Europska komisija, 2016). Uz mjere ekonomske politike prijeko je potrebno pokrenuti strukturne reforme koje će poduzetništvu osloboditi prostor za investiranje i zapošljavanje.

Danas kao punopravna članica Europske unije, Hrvatska ima solidne institucionalne uvjete da realizira reforme koje će pridonijeti dugoročnoj stabilnosti i održivosti javnog duga i javnih financija i kojima će se potaći snažniji gospodarski rast.

## 6. Kako potaknuti gospodarski rast?

Hrvatska je 2015. godine izašla iz razdoblja gospodarske krize. Pri tome je važno za uočiti da je, uz Grčku, Hrvatska imala najduže razdoblje recesije u Europi. Produžena recesija samo je razotkrila slabosti u kreiranju i realiziranju potencijala rasta, koje su godinama bile prikrivene rastućim inozemnim zaduživanjem i poticanjem rasta domaće potražnje kroz tako prikupljena sredstva. No, već su i ranije usporedbe s postignućima zemalja Srednje i Istočne Europe ukazivale na zaostajanje u nekim ključnim pokazateljima gospodarske uspješnosti, poput brzine procesa gospodarske konvergencije prema razvijenim zemljama EU-a, stope rasta izvoza ili pokazatelja ljudskog kapitala i inovacija. Demografske projekcije ukazuju i na dodatne dugoročne izazove u mogućnosti izgradnje propulzivnog gospodarstva (Ekonomski institut, Zagreb 2014).

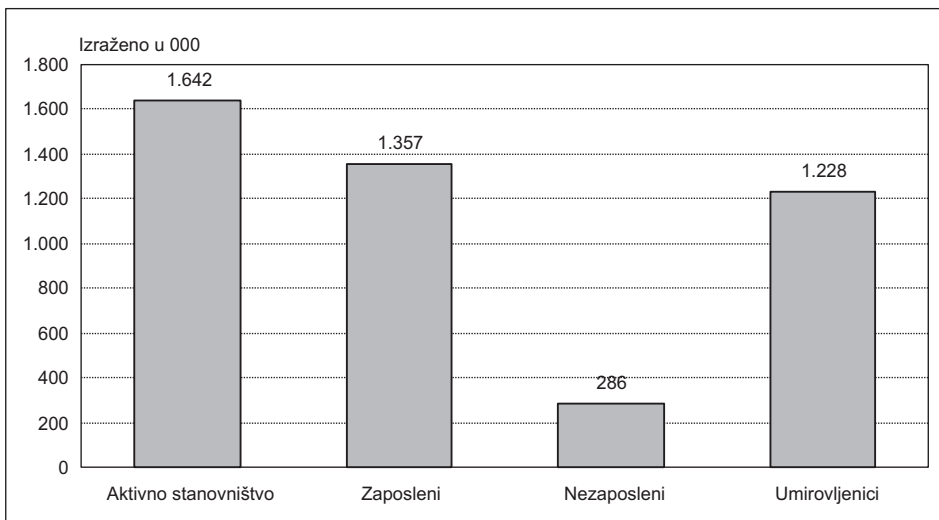
Uz povoljan geografski položaj, Hrvatska obiluje prirodnim resursima i ljepotama. No, svakako da je najvažniji resurs ljudski kapital. Za realizaciju strateških ciljeva hrvatskog društva s ekonomskog stajališta uz dobro osmišljenu ekonomsku politiku nužno je pokrenuti demografsku obnovu društva. Prema projekcijama Državnog zavoda za statistiku za razdoblje 2010.-2061. nastaviti će se nepovoljna demografska kretanja: negativni prirodni prirast, povećanje udjela starijeg stanovništva i smanjenje udjela stanovništva u radnoj dobi. To bi moglo dovesti do potrebe povećanih izdvajanja za mirovine, zdravstvo i skrb za osobe starije životne dobi, a time i do problema u javnim financijama. Istovremeno, produktivni po-

tencijali društva bi se mogli naći pred velikim izazovima zbog sve manjeg broja mladih ljudi.

Uz navedene izazove formiranja novog ljudskog kapitala, bilo zbog demografskih razloga kao što je sve manji broj stanovnika, bilo zbog zaostajanja u obrazovnim i inovativnim procesima, Hrvatska slabo iskorištava postojeći ljudski kapital. Uz nepovoljan omjer broja zaposlenih i umirovljenika, Hrvatska ima najmanju stopu zaposlenosti u Europi. Iz slike 8. na kojoj je prikazana distribucija aktivnog stanovništva, zaposlenih, nezaposlenih i umirovljenika u 2015. godini razvidno je da je omjer broja zaposlenih i broja umirovljenika 1,1 : 1. Za usporedbu, najrazvijenija gospodarska struktura Europske unije - Njemačka ima taj omjer 3,5:1. Bez demografske obnove zemlje, ulaganja u obrazovanje i kompetencije ljudi, te bez povećanja radne aktivnosti stanovništva teško je zamisliti realizaciju snažnijeg gospodarskog rasta u srednjem i dugom roku.

Slika 8.

#### RADNO AKTIVNO STANOVNIŠTVO I UMIROVLJENICI U HRVATSKOJ U 2015. GODINI



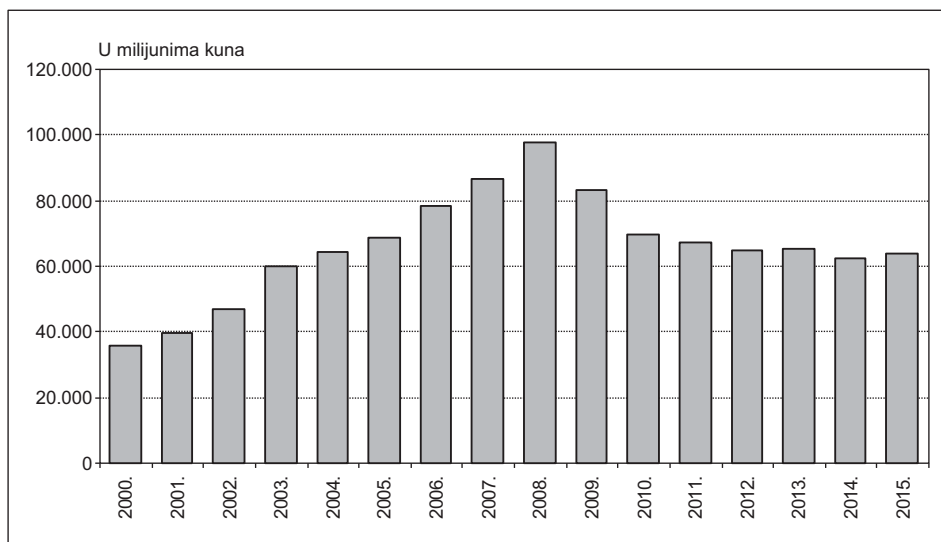
Izvor: izračun autora prema podacima Državnog zavoda za statistiku Republike Hrvatske.

Promatrajući ekonomsku politiku zemlje nužno je definirati i realizirati novi model ekonomskog rasta zasnovan na rastu investicija i izvoza. Oni su preduvjet izlaska iz već dugo prisutne makroekonomske i eksterne neravnoteže i realizacije

snažnijeg gospodarskog rasta. Smjer i dinamika kretanja investicija u Hrvatskoj u razdoblju 2000.-2015. su obilježeni dvama međusobno suprotnim fazama. Kumulativno investicije su u razdoblju 2000.-2008. rasle, dok su se u razdoblju 2008.-2015. smanjivale (slika 9). Rast investicija u pred-recesijskom razdoblju bio je obilježen njihovom nepovoljnom strukturom. Naime, većinu investicija je pokretala država i one su bile usmjerene na izgradnju prometne infrastrukture, dok su investicije u industrijskom sektoru, koji je danas još uvijek pokretač gospodarskog razvoja većine zemalja svijeta, bile vrlo skromne.<sup>4,5</sup>

*Slika 9.*

### INVESTICIJE U HRVATSKOJ U RAZDOBLJU 2000.-2015.



Izvor: izračun autora prema podacima Državnog zavoda za statistiku Republike Hrvatske.

Za razliku od investicija, izvoz je znatno lakše podnio uvjete recesije. Zahvaljujući gospodarskom oporavku naših najvažnijih izvoznih tržišta i rastu

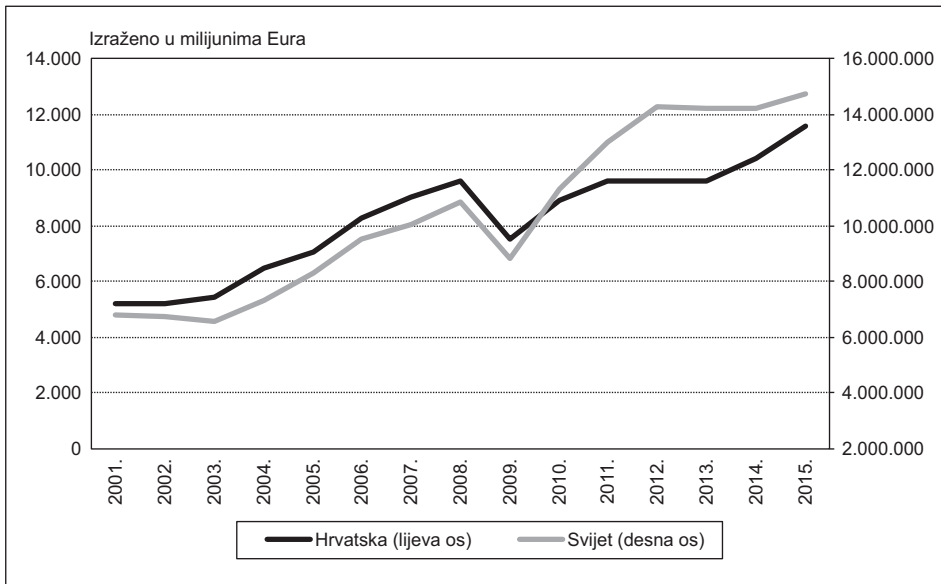
<sup>4</sup> Prema zadnjim raspoloživim podacima Državnog zavoda za statistiku Republike Hrvatske investicije u prerađivačku industriju su u 2013. godini činile tek 11,6 posto ukupno ostvarenih investicija u gospodarstvu.

<sup>5</sup> Prema istraživanju koje je proveo Ekonomski institut, Zagreb u 2013. godini na uzorku 173 poduzeća kao glavne prepreke novim investicijama, poduzeća ističu: visoke kamatne stope, administrativne prepreke, slabu potražnju na domaćem tržištu i nestabilno političko okruženje.

izvozne orijentiranosti domaćeg gospodarstva izvoz nakon pada u 2009. godini, u razdoblju 2010.-2015. raste (slika 10).

*Slika 10.*

### IZVOZ HRVATSKE I SVIJETA U RAZDOBLJU 2001.-2015.



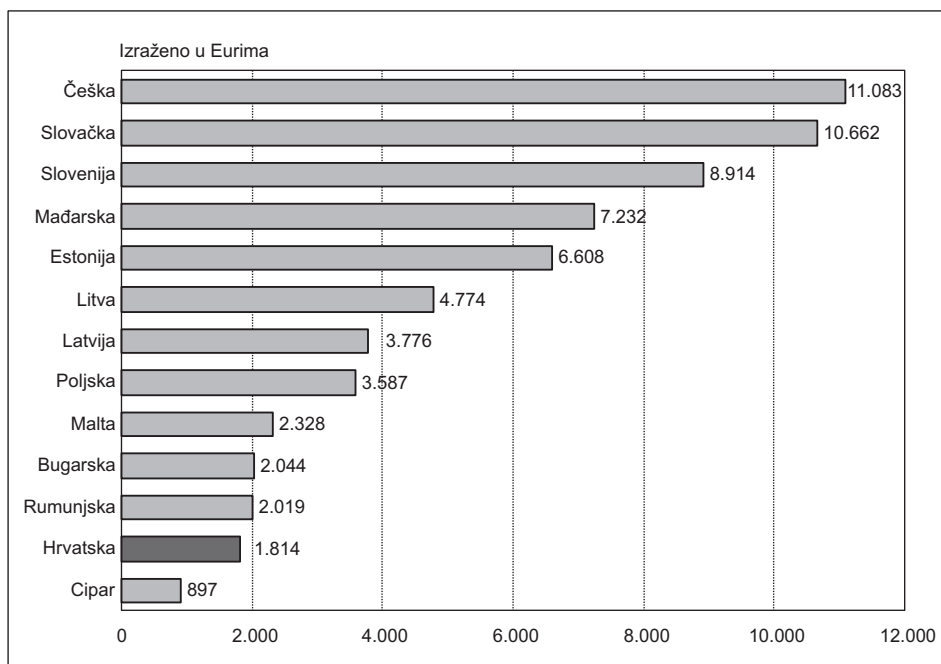
Izvor: izračun autora prema podacima UN Comtrade.

Izvozni rast se posebno dinamizira ulaskom Hrvatske u EU. Usprkos ovim pozitivnim trendovima u zadnjih nekoliko godina, Hrvatska značajno zaostaje za vodećim tranzicijskim zemljama članicama EU-28 (slika 11).



Slika 11.

### IZVOZ PO STANOVNIKU U NOVIM ČLANICAMA EU U 2015. GODINI

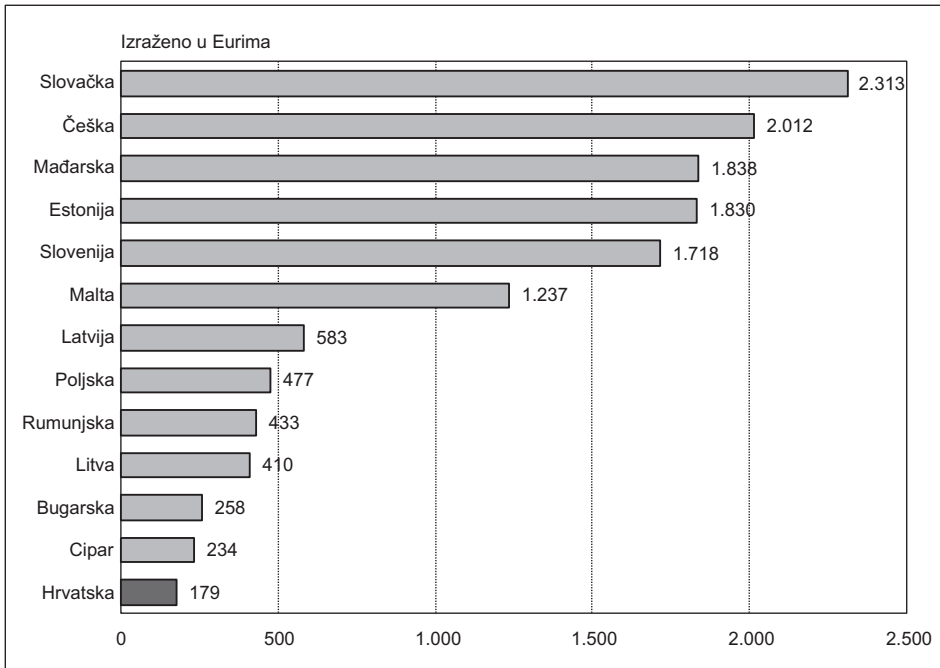


Izvor: izračun autora prema podacima UN Comtrade.

Mjerenje izvozom roba po stanovniku na tržište EU-28, Hrvatska realizira i do nekoliko puta manji izvoz nego Češka, Slovačka, Slovenija, Mađarska. To se samo dijelom može objasniti značajnijim izvozom usluga u ukupnoj strukturi hrvatskog izvoza ili pak značajnijom intra-industrijskom trgovinom tranzicijskim zemalja s EU. Glavni razlozi leže prije svega u nedostatnoj proizvodnji i konkurentnosti domaćeg gospodarstva. Uz nedostatan izvoz, Hrvatska pokazuje i zaostajanje u tehnološkoj složenosti proizvoda. Izvoz proizvoda visoke tehnologije po stanovniku na tržište EU-28 je znatno manji u usporedbi s tranzicijskim zemljama članicama EU-28 (slika 12).

Slika 12.

IZVOZ PO STANOVNIKU PROIZVODA VISOKE TEHNOLOGIJE  
U NOVIM ČLANICAMA EU U 2015. GODINI



Izvor: izračun autora prema podacima UN Comtrade.

Da bi se ostvarile veće stope gospodarskog rasta u Hrvatskoj nužno je poticati proizvodnju veće dodane vrijednosti i izvoz tehnološki složenijih proizvoda. U tome je nezaobilazna uloga inovacija i ulaganja u istraživanja i razvoj. Znanost i tehnologija dosada su imali skroman utjecaj na gospodarski rast u Hrvatskoj. O nedostatnim ulaganjima u istraživanja i razvoj možda najbolje govori podatak o značajnoj diskrepanciji u odnosu na prosjek ulaganja u Europskoj uniji. Tako hrvatska poduzeća u aktivnosti istraživanja i razvoja u prosjeku ulažu 35 Eura po stanovniku, što je gotovo deset puta manje od prosjeka zemalja EU-a (332,8 Eura po stanovniku). Ostvarenje ekonomskog rasta u sadašnjem ekonomskom okruženju napose je pitanje oslobađanja inovativnog i poduzetničkog potencijala u gospodarstvu, dakle strukturnih politika. Fiskalna politika pritom ima ključnu ulogu jer usko povezuje makroekonomske i strukturne aspekte ekonomskog rasta. Strukturnu komponentu fiskalne politike nužno je usmjeriti na smanjenje

neproduktivne javne potrošnje te smanjenje poreznog opterećenja gospodarstvu (Ekonomski institut, Zagreb, 2014; Buturac, 2014). Definiranje i realizacija novog modela ekonomskog rasta utemeljenog na rastu investicijske potrošnje i izvoza tehnološki složenijih proizvoda preduvjet je izlaska iz makroekonomske i eksterne neravnoteže, uklanjanja dvojnog deficita, održivosti javnih financija i ostvarenja ekonomije blagostanja (Vojnić, 2013; Jurčić, 2013; Buturac, 2015).

## 7. Zaključak

Prezaduženost svake zemlje posljedica je loše ekonomske politike koju je ta zemlja vodila u prošlosti. Stoga su dodatna ograničenja koja zaduženost zemlje postavlja njezinoj ekonomskoj politici posljedica nepoštivanja ograničenja koje ekonomska teorija postavlja svakoj ekonomskoj politici. Ne može se trošiti više nego što se proizvodi u sadašnjosti, a da se ne bi moralo trošiti manje nego što se bude proizvodilo u budućnosti. Hrvatska sve veći dio proizvodnje mora izdvajati za otplatu glavnice i kamata. Gomilanje deficita i zaduženosti izaziva pad kreditnog rejtinga u inozemstvu, razvoj pesimističnih očekivanja i nesklonost ulaganjima.

Analiza pokazatelja inozemne zaduženosti potvrđuje da su gotovo svi oni „probili“ kritične vrijednosti. Neki od njih poput, *omjera otplate inozemnog duga prema izvozu roba i usluga uvećanog za tekuće transfere*, signaliziraju da eventualni nastavak trenda rasta zaduženosti ugrožava likvidnost Hrvatske u međunarodnim plaćanjima. Istovremeno, usporedba s drugim tranzicijskim zemljama pokazuje da Hrvatska, nakon Slovenije, ima najveći apsolutni i relativni rast javnog duga u promatranom razdoblju. S obzirom da su u Hrvatskoj drugi sektori u recesijskom razdoblju (2008.-2014.) započeli proces razduživanja, rast javnog duga je postao ishodište rasta inozemne zaduženosti (Buturac, 2015).

Među osnovne uzroke značajnog rasta zaduženosti Hrvatske mogu se ubrojiti: makroekonomska neravnoteža, razlike u kamatnim stopama na domaćem i inozemnim tržištima i rast javnog duga. S aspekta fiskalne politike valja se pridržavati osnovnog postulata održivosti javnih financija da stopa rasta realne proizvodnje u dugom roku nužno mora biti veća od realne kamatne stope po kojoj se država zadužuje. Visoki javni dug opterećuje gospodarski rast primarno iz razloga što se povećanim troškovima njegova servisiranja ograničavaju ostali državni rashodi i sposobnost fiskalne politike da pospješi gospodarsku aktivnost u zemlji. Uz to visok javni dug i inozemna zaduženost izlažu domaće gospodarstvo rizicima mogućih fluktuacija na financijskim tržištima. Rezultati analize sugeriraju da je uz mjere ekonomske politike prijeko potrebno pokrenuti strukturne reforme u gospodarstvu kojima će se potaknuti i realizirati snažniji gospodarski rast. Novi

model ekonomskog rasta valja zasnivati na rastu investicijske potrošnje i izvoza proizvoda veće dodane vrijednosti.

## POPIS LITERATURE

1. Arteta, C. and Hale, G. (2008). „Sovereign debt crises and credit to the private sector“, *Journal of International Economics*, 74 (1): 53-69.
2. Babić, A. (1997). „Vanjska zaduženost i pokazatelji zaduženosti Republike Hrvatske 1994-96.“, *Privredna kretanja i ekonomska politika*, 7 (61): 65-99.
3. Babić, A., Krznar, I., Nestić, D., Švaljek, S. (2004). „Dinamička analiza održivosti javnog i vanjskog duga Hrvatske“, *Privredna kretanja i ekonomska politika*, 13 (97): 77-126.
4. Babić, M. (2006). *Od dezinflacije u zaduženost: Hrvatska privreda 1994.-2004.*. Zagreb: Ekonomski fakultet: Binoza press.
5. Buturac, G., Žilić, I. (2011.). „Od strukturnih promjena prema zaduženosti: slučaj Hrvatske“ *Zbornik radova 19. tradicionalnog savjetovanja Hrvatskog društva ekonomista „Ekonomska politika Hrvatske u 2012. godini”* / Jurišić, S. (ur.). Opatija: Inženjerski biro, str. 167-189.
6. Buturac, G. (2014). „Država i ekonomija: gdje je Hrvatska?“, *Ekonomski pregled*, 65 (6): 513-540.
7. Buturac, G. (2015). „Prijeti li Hrvatskoj „grčki scenarij“?“, *Zbornik radova 23. tradicionalnog savjetovanja Hrvatskog društva ekonomista „Ekonomska politika Hrvatske u 2016. godini”* / Jurišić, S. (ur.). Opatija : Hrvatsko društvo ekonomista, str. 37-65.
8. Dutt, A. K. (2006). „Aggregate demand, aggregate supply and economic growth“, *International Review of Applied Economics*, 20 (3): 319-336.
9. Ekonomski institut, Zagreb (2014). *Kako pobuditi rast hrvatskog gospodarstva?*, Zagreb: Ekonomski institut, Zagreb.
10. Europska komisija (2016). *Izvjешće za Hrvatsku 2016*. Bruxelles: Europska komisija.
11. IMF (2003). *External Debt Statistics: Guide for Compilers and Users*. Washington: International Monetary Fund.
12. Jošić H. (2008). „Komparativna analiza pokazatelja vanjske zaduženosti Republike Hrvatske i tranzicijskih zemalja“, *Zbornik Ekonomskog fakulteta u Zagrebu*, 6 (1): 179-191.
13. Jurčić, Lj. (2012). „Europska unija: Hrvatska ante portas“, *Ekonomski pregled*, 63 (12): 763-790.
14. Jurčić, Lj. (2013). „Hrvatska – Oporavak ili stagnacija?“, *Ekonomski pregled*, 64 (6): 671-680.

15. Kersan-Škabić, I., Mihovilović, G. (2006) „Komparativna analiza zaduženosti Hrvatske i zemalja srednje i istočne Europe“, *Ekonomika istraživanja*, 19 (1): 78-91.
16. Laubach, T. (2009). „New Evidence on the Interest Rate Effects of Budget Deficits and Debt“, *Journal of the European Economic Association*, 7 (4): 858-885.
17. Mihaljek, D. (2003) „Analiza održivosti javnog i vanjskog duga Hrvatske primjenom standardnih financijskih pokazatelja“, *Privredna kretanja i ekonomska politika*, 13 (97): 29-75.
18. Reinhart, C., Rogoff, K.S. (2011). “From Financial Crash to Debt Crisis”, *American Economic Review*, 101 (5): 1676-1706.
19. Teodorović, I., Buturac, G., (2006). “Perspektive industrijske proizvodnje u Hrvatskoj i intra-industrijska razmjena”, *Ekonomski pregled*, 57 (11): 705-729.
20. Vojnić, D. (2003). „Ekonomija i politika tranzicije u teoriji i praksi – gdje je Hrvatska?“, *Ekonomski pregled*, 54 (7-8): 621-650.
21. Vojnić, D. (2013). „Ekonomija i politika tranzicije – pola stoljeća povijesti reforme socijalizma i tranzicije 1962.-2012. u svjetlu novije ekonomske povijesti“, *Rad Hrvatske akademije znanosti i umjetnosti: razred društvene znanosti*, No. 516=50, 153-186.
22. World Bank (2003). *Global Development Finance: Striving for Stability in Development Finance: Analysis and Statistical Appendix 2003*. Washington: World Bank.

## AN ECONOMY UNDER CONDITIONS OF HIGH INDEBTEDNESS: THE CASE OF CROATIA

### Summary

The aim of this paper is to gain new knowledge about the cause-and-effect relationship between high indebtedness and economic growth in Croatia. Methodology of the paper is based on applying the indebtedness indicators. In 2015 Croatia got out of the period of economic crisis. Besides Greece, Croatia had the longest period of recession in Europe. The long-lasting recession took the veil off all weaknesses of the present economic model. They have been concealed for years by the increase of foreign indebtedness and abetting of the growth in the domestic demand. With the increase of the indebtedness, Croatia is forced to give a greater part of its production for debt repayment. In terms of fiscal policy it is necessary to follow the basic rule of the public finance sustainability that the real growth rate of the production in the long-term must be higher than real interest rate on government debts. Higher public debt hinders the economic growth because the higher costs of its servicing constrain other fiscal expenses and the ability of the fiscal policy to initiate the economic activity in the country. The obtained results suggest that besides the economic policy measures it is very necessary to start the structural reforms to initiate and realize stronger economic growth.

Key words: indebtedness, economy, economic growth, Croatia