Povezanost zaduženosti i kreditnog rejtinga

Bojničić, Ana

Undergraduate thesis / Završni rad

2016

Degree Grantor / Ustanova koja je dodijelila akademski / stručni stupanj: **University of Pula / Sveučilište Jurja Dobrile u Puli**

Permanent link / Trajna poveznica: https://urn.nsk.hr/urn:nbn:hr:137:885158

Rights / Prava: In copyright / Zaštićeno autorskim pravom.

Download date / Datum preuzimanja: **2024-03-29**

Image not found or type unknown

Repository / Repozitorij:

Digital Repository Juraj Dobrila University of Pula

zir.nsk.hr

Image not found or type unknown

Sveučilište Jurja Dobrile u Puli
Fakultet ekonomije i turizma "Dr. Mijo Mirković", Pula

ANA BOJNIČIĆ

POVEZANOST ZADUŽENOSTI I KREDITNOG REJTINGA

Završni rad

Pula, 2016.

Sveučilište Jurja Dobrile u Puli
Fakultet ekonomije i turizma "Dr. Mijo Mirković", Pula

ANA BOJNIČIĆ

POVEZANOST ZADUŽENOSTI I KREDITNOG REJTINGA

Završni rad

JMBAG: 0303037207, redovita studentica

Studijski smjer: Financijski management

Predmet: Međunarodna ekonomija

Znanstveno područje: Društvena znanost
Znanstveno polje: Ekonomija
Znanstvena grana: Međunarodna ekonomija

Mentorica:prof. dr.sc. Ines Kersan-Škabić

Pula, rujan 2016.

IZJAVA O AKADEMSKOJ ČESTITOSTI

Ja, dolje potpisani _____, kandidat za prvostupnika ekonomije/poslovne ekonomije, smjera _____ovime izjavljujem da je ovaj Završni rad rezultat isključivo mojega vlastitog rada, da se temelji na mojim istraživanjima te da se oslanja na objavljenu literaturu kao što to pokazuju korištene bilješke i bibliografija. Izjavljujem da niti jedan dio Završnog rada nije napisan na nedozvoljen način, odnosno da je prepisan iz kojega necitiranog rada, te da ikoji dio rada krši bilo čija autorska prava. Izjavljujem, također, da nijedan dio rada nije iskorišten za koji drugi rad pri bilo kojoj drugoj visokoškolskoj, znanstvenoj ili radnoj ustanovi.

Student

_____

U Puli, _____, _____ godine

IZJAVA
o korištenju autorskog djela

Ja, _____ dajem odobrenje Sveučilištu Jurja Dobrile u Puli, kao nositelju prava iskorištavanja, da moj završni rad pod nazivom

_____

_____

_____ koristi na način da gore navedeno autorsko djelo, kao cjeloviti tekst trajno objavi u javnoj internetskoj bazi Sveučilišne knjižnice Sveučilišta Jurja Dobrile u Puli te kopira u javnu internetsku bazu završnih radova Nacionalne i sveučilišne knjižnice (stavljanje na raspolaganje javnosti), sve u skladu s Zakonom o autorskom pravu i drugim srodnim pravima i dobrom akademskom praksom, a radi promicanja otvorenoga, slobodnoga pristupa znanstvenim informacijama.
Za korištenje autorskog djela na gore navedeni način ne potražujem naknadu.

U Puli, _____ (datum)

Potpis
_____

Sadržaj

1. UVOD 1
2. ZADUŽENOST 2
2.1. Uzroci zaduženosti 3
2.2. Pokazatelji zaduženosti 5
2.2.1. Pokazatelji stanja duga 5
2.2.2. Pokazatelji tijeka duga 6
3. KREDITNI REJTING 9
3.1. Rizik zemlje i kreditni rejting 9
3.2. Klasifikacija kreditnog rejtinga 11
3.3. Kreditne rejting agencije 14
3.4. Kratka povijest kreditnih rejting agencija i povezanost sa financijskim krizama 16
3.5. Uloga kreditnog rejtinga 19
3.6. Determinante kreditnog rejtinga 19
3.7. Kritike kreditnim agencijama 21
4. POVEZANOST KREDITNOG REJTINGA ZEMLJE I ZADUŽENOSTI 26
4.1. Pregled kreditnih ocjena Hrvatske i usporednih zemalja (2009. do 2014. god.) 28
5. ANALIZA ODABRANIH DETERMINANTI KREDITNOG REJTINGA I POKAZATELJA ZADUŽENOSTI 29
5.1. Promjena rejtinga i kamatne stope 29
5.2. Analiza BDP per capita 33
5.3. Analiza rasta BDP-a 35
5.4. Analiza odabranih pokazatelja zaduženosti 36
6. ZAKLJUČAK 43
Sažetak 50

1. UVOD

Kreditne agencije su tokom proteklih godina vrlo često bile optužene kako su imale velik utjecaj na financijske krize koje su mnoge države dovele do problema zaduženosti. Većina zemalja danas nema dovoljno štednje kako bi sama financirala svoju prekomjernu potrošnju pa su često subjekti na međunarodnom tržištu duga.Veliku ulogu u tome imaju kreditne agencije koje svojim mišljenjima određuju da li pojedina zemlja spada u investicijski ili neinvesticijski rang. Ako zemlja ima manji kreditni rejting odnosno ako se nalazi ispod granice špekulativnog rizika tada joj je otežano zaduživanje u inozemstvu.

Cilj ovog rada je prikazati kako zaduženost djeluje na ocjene kreditnog rejtinga, prvenstveno putem teorijskog dijela, a zatim i analize sekundarnih podataka.

U prvom dijelu rada teorijski je objašnjena zaduženost, njezini uzroci te pokazatelji zaduženosti.

U drugom dijelu rada dano je objašnjenje kreditnoga rejtinga, prikazana je povijest kreditnih rejting agencija i njihova povezana s financijskim krizama, način klasifikacije, uloga i determinante koje kreditne agencije uzimaju u obzir kada dodjeljuju ocjene.

U trećem dijelu rada je putem dostupne literature objašnjena povezanost kreditnog rejtinga zemlje i zaduženosti.

U zadnjem dijelu rada analiziraju se odabrane determinante koje utječu na kreditni rejting pa se na temelju njih izvodi zaključak.

U izradi završnog rada korištene su sljedeće znanstvene metode: metoda deskripcije, induktivna i deduktivna metoda, statistička metoda i metoda sinteze.

2. ZADUŽENOST

Zaduženost zemlje prema inozemstvu posljedica je ekonomskih transakcija svih domaćih sektora prema inozemstvu. Inozemni dug se definira kao stanje tekućih i bezuvjetnih obaveza koje zahtijevaju plaćanje glavnice i kamata koje dužnik rezident duguje nerezidentu u određenom trenutku.

Vanjsku ili inozemnu zaduženost neke zemlje čini zaduženost svih sektora i uključuje vanjski dio javnoga duga države te zaduživanje u inozemstvu poduzeća, kućanstava i banaka. Zbroj povećanja neto zaduženja svakog sektora prema inozemstvu daje ukupno neto zaduženje zemlje s tim da neki sektori mogu iskazivati neto suficit, a neki neto deficit prema inozemstvu. [1]

Kada se spominje javni i vanjski dug prisutna je pojmovna zbrka. Razina vanjske zaduženosti najčešće se vezuje uz kriterije Europske unije (Maastricht kriterije) koji se zapravo odnose na javni dug. Zamjena ovih pojmova vjerojatno potiče iz doba dominacije državnog vlasništva. Kada je gospodarstvo bilo društveno odnosno državno ili javno, čitavi vanjski dug prema inozemstvu bio je ujedno i javni dug.

Kriteriji iz Maastrichta ili kriteriji konvergencije su kriteriji koje moraju zadovoljiti zemlje članice Europske unije kako bi ušle u treću fazu ekonomske i monetarne unije i uvele euro:[2]

1. Stabilnost cijena [3]
2. Državne financije [4]
3. Tečaj[5]
4. Dugoročne kamatne stope[6]

Javni ili državni dug čine iznosi koje država pozajmljuje kako bi financirala prošle

[1] Grgić, M., Bilas, V., *Međunarodna ekonomija*, Zagreb, LARES PLUS d.o.o., 2008., str. 576

[2] Kesner-Škreb, M., "Kriteriji konvergencije*", Financijska teorija i praksa*, Vol.30, No.4., 2006., str. 407

[3] Stopa inflacije određene zemlje članice ne smije biti veća od 1,5 postotnih poena prosječne stope inflacije za zemlje EU sa najnižom inflacijom u godini dana. Stopa inflacije mjeri se indeksom potrošačkih cijena.

[4] Deficit proračuna opće države: udio proračunskog deficita opće države u bruto domaćem proizvodu ne smije prelaziti 3% na kraju prethodne financijske godine. Državni dug: udio bruto duga opće države u BDP-u ne smije preći 60% na kraju prethodne financijske godine.

[5] Održavanje normalne fluktuacije u granicama određenih tečajnim mehanizmom europskog monetarnog sustava tijekom najmanje dvije godine.

[6] dugoročna kamatna stopa ne smije za više od dva postotna poena prijeći odgovarajuću kamatnu stopu u najviše 3 zemlje članice s najnižom inflacijom

deficite. Kada se država zadužuje u inozemstvu, govorimo o vanjskom javnom dugu. Pri njegovom otplaćivanju sredstva izlaze iz zemlje, raste trgovinski deficit te to može imati ozbiljne posljedice na gubitak proizvodnih mogućnosti zemlje dužnika. [7]

2.1. Uzroci zaduženosti

Do promjene razine zaduženosti može doći zbog djelovanja endogenih (unutarnjih) ili egzogenih (vanjskih) uzroka. Endogeni uzroci zaduženosti vezani su za unutarnje stanje ekonomije i makroekonomske politike zemlje, a sastoje se u sljedećem:

- Prekomjerna razina svih oblika potrošnje i prekomjerni uvoz robe i usluga,
- Nerealna razvojna politika, koja se temelji na prekomjernim investicijama u odnosu prema štednji, što dovodi do financiranja investicija putem zaduživanje u inozemstvu,
- Pogoršanje ekonomske i političke situacije u zemlji, koja izaziva bijeg kapitala u inozemstvo.

Egzogeni uzroci zaduženosti vezani su za uvjete zaduživanja na svjetskim financijskim tržištima kao što su:

- Promjene kamatnih stopa na svjetskim tržištima kapitala,
- Ocjene kreditnog rejtinga zemlje,
- Promjene tečaja valute u kojoj je dug zaključen s obzirom na domaću valutu ili s obzirom na valutu u kojoj zemlja ostvaruje najveći priljev od izvoza robe i usluga,
- Konjunktura na svjetskom tržištu i promjene inozemne potražnje za robom i uslugama. [8]

Vanjska zaduženost je posljedica neravnoteže između agregatne ponude i potražnje odnosno štednja i investicije. Neravnoteža štednje i investicija implicira neravnotežu u tekućem računu platne bilance. [9]

Povećanje proizvodnih mogućnosti i ekonomski razvoj je funkcija investicija. Investicije su često ograničene raspoloživom domaćom štednjom. Da bi se povećale investicije a samim time i gospodarski rast, zemlje često posežu za vanjskom

[7] Ralašić , M., "Javni ili državni dug", www.ijf.hr/pojmovnik/javni_dug.htm (pristupljeno 25.srpnja 2016.)
[8] Grgić, M., Bilas, V., op.cit., str.576
[9] ibidem, str. 581

štednjom. Bilanca investicija izgleda ovako:

$$I=S+\Delta L$$

odnosno

$$\Delta L = I-S$$

Ukupne investicije financiraju se domaćom štednjom koja je jednaka zbroju štednje poduzeća, stanovništva i države ili neto porastom zaduženja u inozemstvu, dakle vanjskom štednjom. Porast zaduženosti u inozemstvu jednak je višku investicija nad domaćem akumulacijom. Povećanje investicija iznad razine domaće štednje moguće je samo povećanjem zaduženja. Na taj način zaduženje u inozemstvu omogućuje zemlji da stopa investicija bude veća od stope štednje kako bi ubrzala svoj gospodarski razvoj. Politika zaduživanja je sastavni dio makroekonomske politike i ona ne može biti uspješna ako je opća makroekonomska politika neefikasna. Posuđivanje u inozemstvu može ubrzati gospodarski rast, ako su posuđena sredstva učinkovito iskorištena, ali ga može i usporiti ako je posuđeni kapital neracionalno utrošen. Posuđivanje u inozemstvu može poslužiti zemlji za odlaganje nužnih privrednih reformi. To je najgore jer gomilanje zaduženosti može učiniti zemlju osjetljivom na eksterne šokove. Kakav rezultat će dati zaduženje u inozemstvu odnosno da li će to ubrzati gospodarski razvoj zemlje ili će ga usporiti, ovisi prije svega o učinkovitosti makroekonomske politike.[10] Kreditne agencije prije analize duga određene države testiraju njenu otpornost na vanjske šokove. Ekonomska otpornost se temelji na kvaliteti institucionalnog okvira i upravljanja potencijalnih čimbenika pojedine zemlje kao što su predvidljivost državnog djelovanja i stupanj konsenzusa o ključnim ciljevima političkog djelovanja. [11]

[10] Babić, A., Babić, M., *Međunarodna ekonomija*, Zagreb, MATE d.o.o., 2008., str. 470

[11] Paudyn, B., "Credit rating agencies and the sovereign debt crisis: performing the politics of creditworthiness through risk and uncertainty", *Review of International Political Economy,* Vol.20, No.4, 2014., str. 12

2.2. Pokazatelji zaduženosti

Sve pokazatelje zaduženosti neke zemlje možemo podijeliti na pokazatelje stanja zaduženosti i pokazatelje tijeka, odnosno tekućeg tereta eksterne zaduženosti.

2.2.1. Pokazatelji stanja duga

1. odnos inozemnog duga i BDP-a

Pokazuje stupanj opterećenja tekuće ekonomske aktivnosti inozemnim dugom.
Vrijednost:
D/BDP≤ 48% manje zadužena zemlja
48≤D/BDP≤80% srednje zadužena zemlja
D/BDP >80% visoko zadužena zemlja
Ako se uzme u obzir stopa promjene inozemnog duga i BDP-a u određenom razdoblju, može se utvrditi da li se stupanj zaduženosti povećava ili smanjuje. Ako je stopa rasta ukupnog inozemnog duga veća od stope promjene BDP-a, pogoršava se sposobnost otplate duga.

2. odnos ukupnog duga i izvoza robe i usluga D/X

Pokazuje koliko opterećenje znači dug za ekonomske tijekove s inozemstvom u tekućoj godini mjerene izvozom roba i usluga , koji su glavni izvor prihoda potrebnih za otplatu dugova.
D/X ≤ 132% manje zadužena zemlja
132% ≤D/X ≤220% srednje zadužena zemlja
D/X > 220 visoko zadužena zemlja

3. odnos međunarodnih pričuva i ukupnog inozemnog duga R/D

Prikazuje pokrivenost ukupnog inozemnog duga međunarodnim pričuvama, a važna je zbog ocjene solventnosti i boniteta zemlje prema inozemstvu. Ukoliko se ne podmire obveze prema inozemstvu, tada se one preusmjeravaju na državu. [12]

[12] Grgić, M., Bilas, V., op.cit, str. 581

4. **odnos kratkoročnog i ukupnog inozemnog duga KD/D**

Pokazuje koliki je udio kratkoročnog duga u ukupnom dugu odnosno kratkoročnu poziciju zemlje prema inozemstvu. Daje informaciju o udjelu nesigurnog kratkoročnog kapitala koji je promjenjiva smjera u uvjetima poremećaja (bijeg kapitala).

5. **odnos multilateralnog prema ukupnom inozemnom dugu MD/D**

Pokazuje udio zaduženja zemlje kod multilateralnog vjerovnika (međunarodne organizacije) u odnosu prema ukupnom zaduženju

2.2.2. Pokazatelji tijeka duga

1. **odnos otplate duga prema izvozu roba i usluga OD/X**

Pokazuje teret godišnje otplate duga u odnosu prema izvozu robe i usluga, kao glavni izvor deviznih prihoda potrebnih za otplatu inozemnog duga. U obzir se uzima vrijednost stvarno plaćenih obveza po osnovi otplate inozemnog duga, a ne vrijednost ukupno dospjelih obveza. Smatra se da odnos otplate duga i tekućih prihoda od izvoza robe i usluga veći 20% može izazvati probleme sa inozemnom likvidnošću zemlje.

2. **odnos godišnje obveze po kamatama i izvoza roba i usluga OK/X**

Pokazuje koliki dio prihoda od izvoza robe i usluga treba odvojiti za plaćanje kamata na inozemni dug. Taj pokazatelj je zapravo mjera troška zaduživanja u inozemstvu i često se promatra za skupinu jako zaduženih zemalja koje reprogramiraju svoje dugove, budući da se kamate obično ne reprogramiraju nego samo glavnica duga. Vrijednost tog pokazatelja smanjuje se uvjetima kad je stopa rasta izvoza robe i usluga veća od prosječne kamatne stope na inozemno zaduživanje. [13]

[13] Ibidem, str. 582

3. odnos otplate glavnice prema korištenju novih zajmova OG/NZ

Pokazuje koliki je odnos otplate glavnice ukupnog duga prema korištenjima novih zajmova u jednoj godini. Taj omjer pokazuje mjeru obnavljanja vanjskog duga odnosno koliko se zemlja ponovno zadužuje s obzirom na otplaćene obveze u promatranom razdoblju.

4. odnos međunarodnih pričuva i otplate duga R/OD

Računa se kao odnos ukupnih međunarodnih pričuva neke zemlje i 1/12 iznosa obveza po osnovi inozemnog duga (glavnica i kamate) koje dospijevaju u promatranom razdoblju. Dobivena vrijednost prikazuje koliko mjeseci bi se mogao otplaćivati dug korištenjem trenutačno raspoložive razine međunarodnih pričuva.

5. odnos neto transfera financijskih sredstava i uvoza robe i usluga NFT/M

Pokazuje udio neto primljenih financijskih sredstava (korištena minus otplaćena glavnica) u financiranju uvoza, odnosno raspoloživost neto posuđenih sredstava iz inozemstva za financiranje uvoza. Pomoću tog pokazatelja može se vidjeti koliki se dio neto posuđenih sredstava rabi za financiranje uvoza, a koliki za financiranje domaćih investicija i potrošnje.

6. odnos neto transfera financijskih sredstava iz inozemstva i BDP-a NFT/BDP

Pokazuje udio neto primljenih financijskih sredstava iz inozemstva u ukupnoj aktivnosti domaće ekonomije. Razlika između novouzetih zajmova i otplate postojećih zajmova (korištenja i otplate glavnice i kamate) i bruto domaćeg proizvoda pokazuje doprinos novostvorenog inozemnog duga gospodarskom rastu zemlje dužnika. Taj se pokazatelj često uspoređuje sa udjelima domaće štednje i domaćih investicija u bruto domaćem proizvodu. [14]

[14] Ibidem, str. 583

7. odnos iskorištenih zajmova prema uvozu robe i usluga NZ/M

Pokazuje koliki dio uvoza financira inozemnim zajmovima, odnosno taj pokazatelj pokazuje ovisno zemlje o inozemnim zajmovima pri financiranju uvoza.

8. odnos godišnje obveze po kamatama i BDP-a OK/BDP

Označuje odnos odljeva po osnovi kamata i tijeka ukupne ekonomske aktivnosti u privredi zemlje dužnika, odnosno koliki postotak od ekonomske aktivnosti treba odvajati za otplatu kamata. Ako se povećavaju izdaci za kamate s obzirom na bruto domaći proizvod, to znači da otplata obveza po kamatama iz redovite gospodarske aktivnosti postaje sve veći teret za domaću ekonomiju.[15]

[15] Loc.cit.

3. KREDITNI REJTING

3.1. Rizik zemlje i kreditni rejting

Rizik zemlje podrazumijeva nemogućnost povrata uzetoga kredita ili isplate kupljenih državnih obveznica od strane dužnika u međunarodnim kreditnim transakcijama. U biti, riječ je o kreditnom riziku koji se može pojaviti na razini države kad ona uzme kredit ili emitira obveznice (makrokreditni rizik) i na razini pojedinačnog poduzeća (mikrokreditni rizik).

Kreditni rejting je indikator vjerojatnosti nastanka neplaćanja. Vjerojatnost neplaćanja je kontinuirana varijabla omeđena između 0 i 1, a predstavlja očekivanu relativnu frekvenciju nastanka neplaćanja. Trenutak nastanka neplaćanja ne mora automatski značiti da je investitor u cijelosti izgubio uloženi novac. Uzimajući u obzir prioritet u naplati ili kolateralnu poziciju određenoga financijskog instrumenta, uz vjerojatnost neplaćanja, drugi bitan indikator koji može utjecati na kreditni rejting je stopa oporavka.

Kreditni rejting nije mjera apsolutnog, već relativnog kreditnog rizika. Rejting agencije svoje mišljenje o kreditnom riziku određenog dužnika ili financijskog instrumenta određuju kreditnim rejtinzima koji su označeni simbolima (slova, brojevi ili kombinacija).[16] Kreditni rejtinzi su rangirani i raspoređeni unutar ordinalne skale, a svaki pojedini rejting označava grupu unutar koje je kreditni rejting približno jednak.[17]

Standardizirani pokazatelj kvalitete naziva se rejting koji prikazuje procjenu financijske pozicije izdavatelja vrijednosnih papira. Osim procjene rizičnosti izdavatelja vrijednosnih papira, rejting agencije dodjeljuju rejting i zemljama. [18]

Rizik zemlje je sintetički izraz koji uključuje političke i ekonomske rizike. Stoga se pri mjerenju rizika zemlje pojedinačno vrednuju čimbenici političkog i ekonomskog rizika. Najprije se procjenjuje da li je za određenu zemlju istaknutiji politički ili ekonomski rizik i određuje se postotni udjel jednoga i drugoga rizika u ukupnom riziku zemlje. Unutar političkog i ekonomskog rizika također se vrednuju pojedini čimbenici i dodjeljuje se određeni ponder kako bi se na temelju svega toga brojčano izrazio

[16] Lovrinović I., *Globalne financije*, Zagreb, Accent d.o.o., 2015., str. 687
[17] Ibidem, str. 688
[18] Loc.cit.

stupanj rizika zemlje.

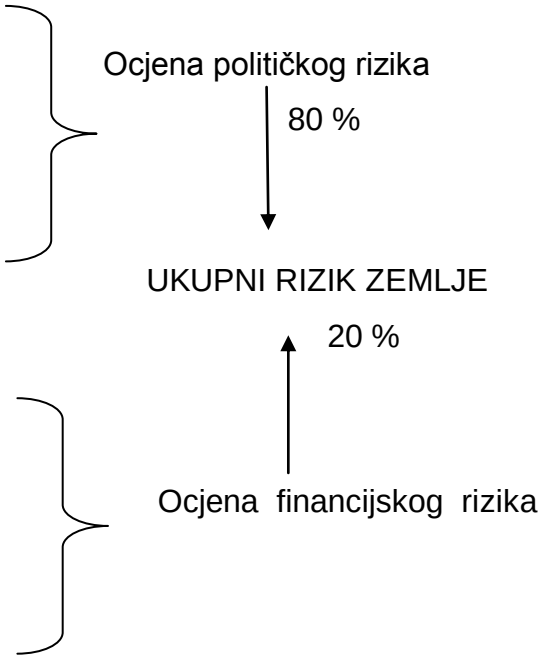
Političke rizike teško je mjeriti pa je prisutan subjektivizam u procjeni. Važno je kontinuirano pratiti stanje i razvoj politički socijalne situacije u određenoj zemlji i mišljenja eksperata. U procjeni političkog rizika u određenoj zemlji dobri indikatori mogu biti: stavovi potrošača prema određenoj zemlji ili kompaniji, mogućnost nastupa blokade transfera novca u matičnu zemlju, stupanj konvertibilnost lokalne valute, mogućnost nastanka rata, birokratiziranost sustava i stupanj korupcije. Prema navedenome, mnogo je varijabli koje se mora imati na umu odluči li se pojedinac investirati ili poslovati u određenoj zemlji. [19]

Nakon ocjenjivanja političkog i financijskog rizika pristupa se ocjenjivanju pojedinih varijabli koje se potom množe sa određenim ponderom koji ovisi o važnosti pojedine varijable. Na kraju se izračunaju ocjene političkog a potom i financijskog rizika koje se zbrajaju i dobije se ocjena ukupnog rizika zemlje (prikazano u tabeli 1). [20]

Tabela 1: Određivanje ukupnog rizika zemlje

Politički faktor	**Ponder**
Blokada kapitalnih transfera	30 %
Birokracija	70 %
∑	100 %

Financijski faktori	**Ponder**
Kamatna stopa	20%
Stopa inflacije	10%
Devizni tečaj	20%
Konkurencija u industriji	10%
Rast	40%
∑	100 %



Izvor: Lovrinović I., *Globalne financije*, Zagreb, Accent d.o.o., 2015., str. 689

[19] ibidem, str. 689
[20] Loc.cit.

Kreditni rejting ne odražava ostale vrste rizika, kao što je tržišni rizik ili rizik likvidnosti koji se također može odraziti na vrijednost obveznica. Kreditni rejting ne uzima u obzir cijenu po kojoj je investitor kupio vrijednosnice ili cijenu po kojoj je ona prodana. Kreditni rejting se ne bi trebao interpretirati kao investicijski savjet i ne bi ga se trebalo gledati kao preporuku da li se treba kupiti, prodati ili zadržati vrijednosnice. Kreditni rejting nije garancija da će financijska obveza biti ispunjena. Na primjer, AAA kreditni rejting na vrijednosnicama ne znači da će investitor uvijek biti isplaćen s apsolutnom sigurnošću. [21]

3.2. Klasifikacija kreditnog rejtinga

Kreditne rejtinge je moguće podijeliti na eksterne i interne. Eksterni kreditni rejtinzi su određeni od strane rejtinge agencije koje su specijalizirane za njihovu izradu i objavljivanje. Kreditne agencije izražavaju mišljenje i ne sudjeluju u preuzimanju kreditnog rizika već su isključivo informacijski posrednici. Interni kreditni rejting financijske institucije određuju kako bi vrednovale rizik preuzet u svojim bilancama te lakše njime upravljale kao što su naprimjer banke.
Najvažnije podjela eksternih kreditnih rejtinga koje primjenjuju najpoznatije globalne rejting agencije je: [22]

a. Kreditni rejting izdavatelja financijskog instrumenta (rejting dužnika)
b. Kreditni rejting financijske obveze (financijskog instrumenta)

Kreditni rejting izdavatelja je mišljenje agencije vezano za mogućnost dužnika da ukupnim financijskim kapacitetom u budućnosti podmiri sve financijske obveze o dospijeću. To mišljenje isključivo se fokusira na kreditnu sposobnost i volju samog dužnika, bez uzimanja u obzir pozadine pojedine financijske obveze, preferencijalne naplate ili bonitet jamaca i osiguratelja. Kreditni rejting instrumenta ili određene financijske obveze, osim rizika neplaćanja dužnika, u obzir uzima stupanj prioriteta naplate i mogućnost oporavka u slučaju nastanka neplaćanja. Zbog navedenoga, kreditni rejting određene vrijednosnice može imati viši rejting od rejtinga subjekta koji ga izdaje. Opće prihvaćena praksa svih agencija je da poduzeće ne mogu imati

[21] U.S. Security and Exchange Commission, "The ABCs of credit ratings", SEC Publication No.161 (10/13), 2013, str. 2
[22] Lovrinović, I., op.cit., str. 692

rejting viši od rejtinga države koje pripadaju.

Rejting izdavatelja najčešće se odnosi na rejting poduzeća ili države (središnje vlade). Rejting financijskog instrumenta može biti određen za obveznice, komercijalne zapise, certifikate o depozitu, sindicirane kredite i sve ostale vrste kredita i dužničkih vrijednosnica.

S obzirom na ročnost razlikujemo dugoročni i kratkoročni kreditni rejting. Dugoročni kreditni rejting može biti dodijeljen financijskom instrumentu ili izdavatelju, a označuje procjenu kreditnog rizika za razdoblje duže od godinu dana. Dugoročni rejting izdavatelja određuje se na neodređeni vremenski horizont. Kratkoročni kreditni rejting je procjena dužnikove mogućnosti podmirenja kratkoročnih financijskih obaveza unutar godinu dana. [23]

U tablici je prikazana ljestvica dugoročnih kreditnih rejtinga izdavatelja i to od strane triju najvećih rejting agencija.

Tabela 2: Ljestvica dugoročnih kreditnih rejtinga

Razina kreditne kvalitete	**S&P's**	**Moody's**	**Fitch**
Najviša kreditna kvaliteta	AAA	Aaa	AAA
Vrlo snažan kapacitet otplate (vrlo mala razlika s obzirom na najviši rang)	AA+ AA AA-	Aa1 Aa2 Aa3	AA+ AA AA-
Snažan kapacitet otplate (nešto veća osjetljivost na nepovoljne ekonomske uvjete od prethodne razine)	A+ A A-	A1 A2 A3	A+ A A-
Adekvatan kapacitet otplate (nepovoljne ekonomske promjene mogu utjecati na slabljenje kapaciteta)	BBB+ BBB BBB-	Baa1 Baa2 Baa3	BBB+ BBB BBB-
Granica investicijski / špekulativni rang			
Nemogućnost otplate moguće zbog izloženosti nepovoljnim ekonomskim	BB+ BB BB-	Ba1 Ba2 Ba3	BB+ BB BB-

[23] Ibidem, str. 693

poslovnim ili financijskim promjenama			
Veća ranjivost na rizik neplaćanja prethodne razine; Trenutačna otplata još uvijek moguća	B+ B B-	B1 B2 B3	B+ B B-
Trenutačna mogućnost otplate upitna i ovisi isključivo o povoljnim ekonomskim i poslovnim uvjetima	CCC+ CCC CCC-	Caa1 Caa2 Caa3	CCC+ CCC CCC-
Trenutačno velika ranjivost na neplaćanje	CC	Ca	CC
Neplaćanje	SD, D	C	C, SD, RD

Izvor: Lovrinović I., *Globalne financije*, Zagreb, Accent d.o.o., 2015., str. 693

Temeljem navedenoga, vrijednosnica rejtinga BB ima veću vjerojatnost neplaćanja od vrijednosnice A, a manju od vrijednosnice rejtinga C. Međutim kreditni rejting ne pokazuje kolika je razlika u vjerojatnosti nastanka neplaćanja među njima.

Ukupno gledajući, kreditni rejting je mišljenje agencije vezano za kreditni rizik određenoga financijskog instrumenta ili ukupne kreditne sposobnosti dužnika, kompanije ili države. Kreditni rejting nikad investitoru ne govori koliko novca može izgubiti, niti kolika je vjerojatnost da će do neplaćanja doći. Umjesto toga, rejting je relativna mjera kreditnog rizika kojom se želi istaknuti kako rejting više razine ima manju vjerojatnost od nastanka neplaćanja od rejtinga niže razine. Time je investitorima omogućeno da uspoređuju vrijednosnice različitih rejtinga i skladno svojoj preferenciji kreiraju portfelje. S obzirom na to da je nemoguće sa sigurnošću predvidjeti budućnost, viši kreditni rejting nije jamstvo da do neplaćanja neće doći. [24]

Rizik zemlje važan je pokazatelj za kompanije koje žele internacionalizirati svoje poslovanje i za investitore koji žele uložiti novac u određenu državnu obveznicu te banke koje odobravaju kredite državama ili kompanijama. Svi su oni zainteresirani za

[24] Ibidem, str. 688

siguran povrat uloženog novca.

Inozemna ulaganja povećavaju rizičnost koja dolazi iz ekonomske i političke sfere pri čemu je ponekad to gotovo nemoguće predvidjeti. U političke rizike spadaju: mogućnost terorističkih napada, štrajkovi, politička kriza u zemlji, navala na banke i prijetnja bijega kapitala, uvođenje restrikcije na uvoz robe i usluga,itd. [25]

Noviji primjer kako je zbog političke nesigurnosti smanjen kreditni rejting je Turska. Naime, u srpnju 2016.godine Standard&Poor's (S&P) je smanjio kreditni rejting Turskoj. S&P je smanjio s BB+/B na BB/B, što se smatra "smećem". [26] Moody's je kreditni rejting Turske stavio na razmatranje. Trenutni rang je Baa3 i ukoliko bi ga se spustilo, pripao bi neinvesticijskom rejtingu odnosno špekulativnom. [27] Drugi primjer je snižavanje kreditnog rejtinga Europske Unije nakon britanskog referenduma Brexit također u srpnju 2016.godine. S&P je snizio rejting EU s AA+ na AA. [28]

3.3. Kreditne rejting agencije

Zbog sve veće internacionalizacije poslovanja pojavila se potreba kontinuiranog izračuna i objavljivanja kreditnog rejtinga. Zbog toga na svjetskoj razini postoje specijalizirane rejting agencije koje se bave izradom kreditnog rejtinga za pojedine međunarodne kompanije, vrijednosnice ili države. Danas rejting agencije imaju vrlo važnu ulogu jer svaka promjena kreditnog rejtinga izravno utječe na troškove zaduživanja pojedine države što nadalje utječe na opću gospodarsku situaciju. Uloga i funkcije rejting agencija posebno su aktualizirane i počeli su se preispitivati nakon velike financijske krize koja je započela u SAD-u 2008. godine. Istraživanja su pokazala da su rejting agencije odigrale važnu negativnu ulogu u nastanku spomenute krize jer su mnogim eminentima duga i zajmotražiteljima dodjeljivali

[25] Loc.cit.
[26] "Standard & Poor's downgrades Turkey's credit rating", CBS News, 2016., http://www.cbsnews.com/news/standard-poors-downgrades-turkeys-credit-rating/ (pristupljeno 1.rujna 2016.)
[27] "Moody's review of Turkey's Baa3 rating remains ongoing", Moody's, 2016., https://www.moodys.com/research/Moodys-review-of-Turkeys-Baa3-rating-remains-ongoing--PR_353143 (pristupljeno 1.rujna 2016.)
[28] Krause-Jackson, F., "European Union's Credit Rating Cut by S&P After Brexit Vote", Bloomberg, 2016., http://www.bloomberg.com/news/articles/2016-06-30/european-union-cut-to-aa-from-aa-by-s-p-following-brexit (pristupljeno 1.rujna 2016.)

rejtinge koje oni nisu zaslužili i time dovodili u zabludu investitore. [29]

Kreditna rejting agencija je specijalizirana tvrtka koja daje mišljenje o kreditnoj sposobnosti entiteta ili financijske obveze kao što su obveznice, preferencijalne dionice i komercijalni papiri. Rejting agencije neovisni su procjenitelji čiji se savjeti prihvaćaju u svrhu izvršavanja transakcija na financijskom tržištu. Ocjenu kreditne sposobnosti daju i banke, ali i iz komercijalnih razloga u praksi sve više se koriste rejtinzi specijaliziranih agencija. Zbog razvoja financijskog tržišta instrumenata koji se na njemu razmjenjuju, rasla je i važnost kreditnih rejting agencija.

Kreditni rejting definira se kao skup svojstava tražitelja kredita, kao što su položaj, imovina, poslovi i perspektiva na temelju kojih je moguće donijeti ocjenu o njegovoj kreditne sposobnosti. [30]

Rejting agencije koje su priznate nose oznaku NRSROs (Nationally Recognized Statistical Rating Organizations).[31]

Osnovna svrha poslovanja rejtinga agencija je uklanjanje asimetričnih informacija između izdavatelja financijskog instrumenta i potencijalnog investitora, čime se postiže izbjegavanje problema postojanja asimetričnih informacija između dviju strana uključenih u transakciju jer se financijska procjena temelji na primjeni standardiziranih pokazatelja kvalitete. [32]

Pri procjeni rizičnosti izdavatelja financijskog instrumenta agencije za kreditni rejting koriste se metodologijom koja analizira javno dostupne podatke vezane uz izdavatelja, ali i podatke koji nisu javno dostupni. Zbog nastalih financijskih kriza postoji veliki interes za poslovanje agencije za kreditni rejting a brojni ih stručnjaci i znanstvenici smatraju jednim od glavnih krivaca u lancu odgovornosti za postojeće stanje financijskog sustava. [33]

Moguć je i potencijalni sukob interesa kod kreditnih agencija. Mnoge kreditne agencije, uključujući i najveće, plaćene su kako bi ocijenile različite vrijednosnice te to nameće pitanje da li je tim putem moguće utjecati na mišljenje kreditnih agencija.

[29]Lovrinović, I., op.cit., str. 688
[30]Pavković A. I D. Vedriš, "Redefiniranje uloge agencija za kreditni rejting u suvremenom financijskom sustavu", *Ekonomska misao i praksa,* No.1, 2011., str. 227
[31]U.S. Security and Exchange Commission, op.cit., str. 3
[32]Lovrinović, I., op.cit., str.
[33] Pavković A. I D. Vedriš, op.cit., str. 228

Ne postoji standardna ili dogovorena metoda za mjerenje točnosti kreditnog rejtinga. Djelomično je to zbog subjektivne prirode kreditnog rejtinga. [34]

3.4. Kratka povijest kreditnih rejting agencija i povezanost s financijskim krizama

Na financijskom tržištu dominiraju tri velike rejting agencije (Standard&Poor, Moody's i Fitch) koje zauzimaju preko 90% ukupnog tržišta kreditnog rejtinga prema ukupnim ostvarenim prihodima industrije.

Prva javna objava rejtinga obveznica započela je 1909.godine. John Moody objavio je "priručnik o rejtingu" koji je sadržavao rejtinge nekoliko obveznica koji su bile izdane od strane željezničkih kompanija u SAD-u. Američko tržište obveznica bilo je daleko veće nego tržište obveznica u ostalim zemljama. Tako da nije slučajno da se to dogodilo u SAD-u. Što se tiče željezničkih kompanija, one su bile najveće kompanije u SAD-u koje su imale brzi rast i imali su veću potrebu pozajmljivanja sredstava. Moody je prodavao svoj priručnik investitorima i na taj način ostvarivao prihod. The Poor's Publishing Company pojavio se 1916.godine, dok je Standard Statistics počeo s ocjenjivanjem rejtinga 1922.godine, a Fitch Publishing Company 1924.godine. U svim slučajevima rejtinzi su bili prodavani investitorima. [35]

30-te godine prošlog stoljeća obilježile su važnu prekretnicu za poslovanje kreditnih agencija. Pred američke banke postavljena je regulatorna odredba prema kojoj smiju držati samo obveznice koje imaju rejting BBB ili bolji, ako ih žele obračunavati po knjigovodstvenoj vrijednosti. U suprotnom, obveznice su morale biti usklađene s tržišnim vrijednostima, a 50% iznosa od svakog ostvarenog knjigovodstvenog gubitka smanjivalo je kapital banke.[36]

Najveća promjena dogodila se 1936. kada je osnovana U.S. SEC[37], i to nakon Crnog utorka (Black Tuesday) na Wall Streetu 1929.godine. Takozvani Great Crash odnosi se na velike gubitke uslijed špekulacije vrijednosnicama koje su dovele do Velike depresije (Great depression) koja je trajala od 1929-1939. godine. [38]

---

[34] U .S. Security and Exchange Commission, op.cit., str. 3
[35] White, L.J., "Credit rating agencies: an overview", *Journal of Economic Perspectives*, Volume 24, No.2, Stern School of Business, NY University, 2013., str.8
[36] Lovrinović,I., op.cit, str. 691
[37] U.S. Securities and Exchange Commission
[38] "Securities and Exchange Comission", History, http://www.history.com/topics/securities-and-exchange-commission (pristupljeno 1.rujna 2016.)

SEC je osnovan kako bi zaštitio investitore i održao efikasnost na tržištu. Postavljena je jasna granica između investicijskog ranga (rejting BBB i viši) i špekulativnog ranga (rejting BB i niži) koja i danas ima važnu ulogu. Regulatori su se u sljedećim desetljećima koristili tom granicom kako bi nakon banaka i ostalim financijskim institucijama zabranili investiranje u vrijednosnice špekulativnog ranga ili su tražili dodatni kapital koja koji institucija mora osigurati odlučili se na investiranje u takve rizičnije financijske instrumente.

Svrha regulacije je smanjenje rizika i postavljanje minimalnih kapitalnih zahtjeva prema financijskim institucijama. Regulatori se u tu svrhu koriste kreditnim rejtinzima kako bi usmjerili financijske posrednike na financiranje vlastitih portfelja kapitalom, proporcionalno riziku preuzetom u portfelj. U tom slučaju kreditni rejting je svojevrsni ekvivalent, odnosno indikator kreditnog rizika. Na taj način regulatorni organi nastoje osigurati stabilnost poslovanja financijskog sustava pri čemu se nadzor nad cijelim tržištem zapravo eksternalizira putem rejting agencija.[39]

Kreditne rejting agencije ponovno su privukle veliku pažnju 2001.godine kada je korporacija Enron bankrotirala. Pažnja je fokusirana na činjenicu da su Enronove obveznice ocijenjene u investicijskom razredu i to od strane triju velikih kreditnih agencija pet dana prije bankrota.

Kreditne agencije opet su bile u centru pozornosti u financijskoj krizi koja je započela 2007.godine u SAD-u. Došlo je do sloma tržišta hipotekarnih kredita koji je doveo do sustavne krize na globalnoj razini. [40]

Američko gospodarstvo poticalo je stjecanje vlasništva te su kamatne stope bile niske što je omogućilo podizanje kredita za kupnju automobila ili stanova. Cijena nekretnina je rasla a očekivalo se da će se taj trend i nastaviti čime se zapravo utjecalo na potražnju. Krediti su bili odobravani i kućanstvima s niskim prihodima što je rezultiralo plasmanom velikog broja rizičnih bankarskih proizvoda odnosno drugorazrednih hipoteka (subprime mortgages). Takve hipoteke su morale biti osigurane s različitim instrumentima poput hipoteke, jamaca, sigurnosti prihoda, zaposlenja itd. Banke su zapravo ublažavale uvjete koje treba zadovoljiti pri podizanju kredita. Time se povećava rizik ali je i rasla cijena odnosno profit. Banke su zatim prodavale ugovore o hipotekarnim zajmovima investicijskim bankama na sekundarnom tržištu koje ostvaruju visoke profite. Na tržište je plasiran velik broj

[39] Lovrinović, I., op.cit., str. 691
[40] White, L.J., op.cit, str.16

drugorazrednih hipoteka.[41]

Ti su zajmovi sekuritizirani i prodani investitorima (tzv. CDOs-collateralized debt obligation i CDS-credit default swap). Investicijske banke su plaćale kreditnim agencijama naknade za ocjenjivanje CDO-a . Takve visokorizične derivate kreditne agencije su ocjenjivale sigurnima, odnosno AAA.[42]

Iako je stanje na tržištu nekretnina bilo previše optimistično, kreditne agencije su i dalje držale visoke ocjene takvih financijskih derivata bez dovoljne provjere svojih podataka na temelju kojih su ocjenjivali.[43] Kada su cijene na tržištu nekretnina naglo pale, kreditne agencije su drastično smanjile ocjene CDO-a. Umjesto da su sa kretanjem tržišta polako smanjivale ocjene, takva drastična promjena dovela je do panike među investitorima. Dakle, smanjivanje ocjena prouzrokovalo je velike probleme za banke koje su držale takve financijske derivate u svojim portfeljima što je u konačnici dovelo do njihovog bankrota[44] i daljnje krize na međunarodnom financijskom tržištem na kojem je povlačenje kapitala uzrokovalo oštrije kriterije zaduživanja.[45] Međunarodna investicijska banka Lehman Brothers jedan je od primjera koju je držanje sekuritiziranih zajmova i dovelo do same propasti 2008.godine. Rejting agencije su najavile da ukoliko ne pronađu nekoga tko bi otkupio njen dug, one će biti prisiljene smanjiti njihov visoki rejting. Iste te zajmove rejting agencije su ocjenjivale sa najvišim rejtingom odnosno sigurnom investicijom. Nekoliko dana nakon takvog ultimatuma, Lehman Brothers je proglasio bankrot zbog nemogućnosti da nađe kupce s time da njihova propast se nije dogodila u jednom danu već otkako je tržište nekretnina počelo propadati. [46]

[41]Mlikotić, S., "Globalna financijska kriza - uzroci, tijek i posljedice", *Pravnik : časopis za pravna i društvena pitanja,*Vol. 44,No. 88, 2010, str. 87

[42] Bahena, A. J, "What Role Did Credit Rating Agencies Play in the Credit Crisis?", University of Colorado Boulder, Colorado, 2010., str. 10

[43] US Goverment, "The Financial Crisis Inquiry Report", US Goverment, 2011., str. 212

[44] Primjer su Lehman Brothers, American International Group i Citigroup

[45]Bahena, A. J., op.cit., str. 6

[46]Bahena, A. J., op.cit., str. 15

3.5. Uloga kreditnog rejtinga

Osnovna uloga kreditnog rejtinga je objektivno mjerenje kreditnog rizika dužnika i financijske obveze koju preuzima. Rejting omogućuje potencijalnom zajmotražitelju lakši i brži pristup tržištu kapitala, koje je redovito jeftinije od zaduživanja kod banaka, ali i omogućuje manju ovisnost o jednom ili nekoliko kreditora, što automatski znači i veću fleksibilnost. Rejting daje i određenu međunarodnu prepoznatljivost tvrtke pa se tako poduzeće visokog rejtinga s malog tržišta može zaduživati npr. na američkom tržištu kapitala. To bez rejtinga ne bi bilo moguće budući da američki investitori nisu upoznati s referencama potencijalnog stranog dužnika. Kreditni rejting, osim što je mjera kreditnog rizika, omogućuje i komparaciju među različito rangiranim subjektima i financijskim instrumentima, ali je i svojevrsni opći javni standard. Mogućnost komparacije prvenstveno koristi investitorima kako bi lakše razumjeli rizik i kreirali svoje portfelje. Usporedbom rejtinga obveznica izdanih od strane različitih poduzeća investitor odlučuje o svojoj investiciji i kreiranju portfelja. Time je omogućena znatna ušteda troškova koji bi nastali kada bi vlastitom analizom procjenjivali rizik potencijalnih ulaganja. [47]

3.6. Determinante kreditnog rejtinga

Kreditne agencije navode brojne ekonomske, socijalne i političke čimbenike koji ulaze u sastav kreditnog rejtinga države: [48]

1. **Dohodak po stanovniku (BDP/per capita)**. Što je veća porezna baza zemlje potencijalnog dužnika veća je mogućnost vraćanja duga. Ta varijabla može poslužiti kao pokazatelj razine političke stabilnosti i ostalih važnih čimbenika. Siromašnije zemlje imaju manju fleksibilnost u smanjenju potrošnje nego bogatije. Zemlje s manjim BDP- om po stanovniku imaju ograničene sposobnosti otplate duga.
2. **Rast BDP-a**-relativno visoka stopa gospodarskog rasta ukazuje da će otplata postojećeg duga postati lakša tijekom vremena.

[47] ibidem, str. 694
[48] Bajo, A. i J. Penava, "Kreditne rejting agencije i kreditni rejting države", *Riznica*, No.1, 2012., str. 46

3. **Stopa inflacije**-visoka stopa inflacije ukazuje na strukturne probleme u državnim financijama. Javno nezadovoljstvo inflacije inflacijom može dovesti do političke nestabilnosti.
4. **Fiskalna ravnoteža**-visok proračunski deficit apsorbira privatnu domaću štednju te ukazuje da vladi manjka sposobnosti ili želje za oporezivanjem njenih građana i povećanjem prihoda za financiranje postojećih visokih troškova, naročito troškova otplate duga.
5. **Vanjska ravnoteža**-postojanje velikog vanjskotrgovinskog deficita ukazuje da se privatni i javni sektor zajednički oslanjaju na inozemne izvore financiranja. Za brojne je zemlje izvoz jedan od glavnih izvora priljeva deviza. Zemlje sa visokom stopom rasta izvoza sposobnije su uredno podmirivati obveze za otplatu dugova.
6. **Vanjski dug**-opterećenje dugom raste sa rastom rizika neispunjenja ugovornih obaveza. Države koje imaju manju razinu vanjskog duga, imaju i veće rejtinge.[49]
7. **Gospodarski razvoj** – iako se razina gospodarskog razvoja mjeri varijablom dohotka po stanovniku, u ocjeni kreditnog rejtinga analizira se odnos gospodarskog razvoja i potencijalnih rizika. Kada zemlja dosegne određenu razinu ekonomskog razvoja, postoji manja vjerojatnost neispunjenja ugovornih obveza.[50]U obzir se uzima stupanj razvijenosti odnosno industrijaliziranosti prema klasifikaciji IMF-a (razvijeno gospodarstvo, tržišta u nastajanju i gospodarstvo u razvoju –u obzir se uzima BDP per capita, izvoz robe i usluga i broj stanovnika)[51]
8. **Povijest ispunjenja obaveza**-države koju prošlosti nisu uredno podmirivali obveze smatraju se kreditno visoko rizična.[52]

Osim navedenoga, spominje se i članstvo u Europskoj uniji, što bi trebalo imati pozitivan utjecaj na dodjeljivanje rejtinga. [53]

[49] Cantor, R. i F. Packer, "Determinants and Impact of Sovereign Credit Rating", *FRBNY Economic Policy review,* Federal Reserve Bank of New York, 1996., str. 40
[50]Cantor, R. i F. Packer, op.cit., str. 39
[51] International Monetary Fund, "World Economic Outlook October 2016.", IMF, 2016., str. 205
[52] Bajo, A. i J. Penava,op.cit., str. 46
[53]Afonso A., Gomes, P. i P. Rother , "Short and Long-run Determinants of Sovereign Debt Credit Ratings", 2011., str. 11

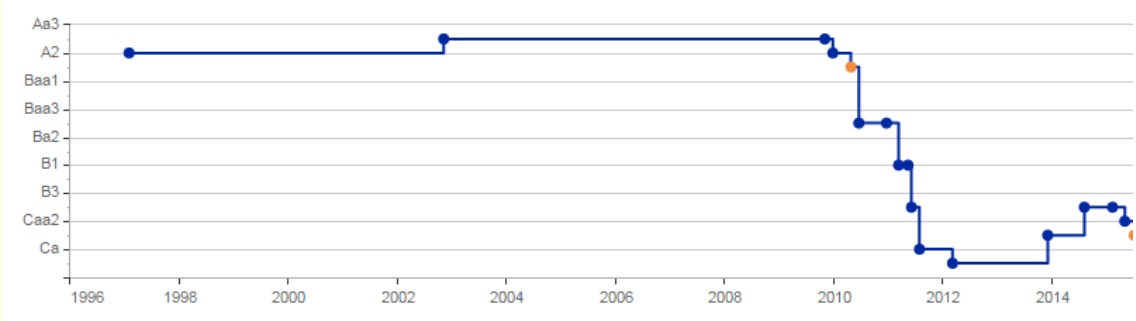
Među faktorima koji mogu utjecati na dodjeljivanje višeg i nižeg rejtinga može se spomenuti politička stabilnost zemlje, nivo vanjske zaduženosti, dostupnost informacija o javnim računima te ekonomski indikatori i stupanj razvijenosti zemlje.
Afonso A., Gomes, P. i P. Rother su u svojoj analizi obuhvatili sljedeće varijable: BDP per capita, stopa inflacije, rast BDP-a, indikator razvoja, omjer inozemnog duga i izvoza te deficit izražen u postotku BDP-a.
Varijable kao što je deficit u postotku BDP-a, rashodi vlade u postotku BDP-a ili ukupan dug u postotku BDP-a smatra da slabo koreliraju s dodjeljivanjem rejtinga.
Stupanj razvijenosti je uzet u obzir kada se promatra BDP per capita. Ta varijabla ima jak utjecaj na dodjeljivanje višeg rejtinga i ako se promatraju zemlje s najvećim rejtingom može se uočiti da su to razvijene zemlje koje imaju visok BDP per capita.
Vrlo važan kriterij je omjer inozemnog duga i izvoza te smatra da je povezan sa rizikom neplaćanja tj. neizvršenja obaveza. Glavni izvor strane valute je izvoz koji možda neće biti dovoljan da se osigura otplaćivanje duga. Zemlja u kojoj je ovaj omjer visok , vrlo vjerojatno će biti jače pogođena što se tiče razmjene robe ili u smanjenju inozemne potražnje. Ovaj indikator ima negativan utjecaj na dodjeljivanje rejtinga.[54]

3.7. Kritike kreditnim agencijama

Kreditne rejting agencije bile su oštro kritizirane od strane europskih političara zbog njihove odluke da naglo spuste rejting zemljama kao što su Grčka, Irska i Portugal. Na slikama 1, 2 i 3 je prikazan nagli pad rejtinga kod navedenih zemalja. Kritiziraju ih kako nisu uspjele na vrijeme prepoznati krizu u eurozoni te da je zbog njihove nagle odluke spuštanja kreditnih ocjena kriza se dalje prelila u ostale zemlje u Europi.
Upravo zbog te krize koja i dalje traje, spominje se osnivanje europske agencije za kreditni rejting. Sve tri najveće rejting agencije potječu iz Amerike, iako je sad većinski vlasnik Fitch-a iz Francuske.[55]

[54] Ibidem, str. 14
[55] House Of Lords, European Union Committee, ''Sovereign Credit Ratings: Shooting the Messenger?'', *21st Report of Session 2010–12, 2010.*, str. 16

Slika 1: Kreditni rejting Grčke

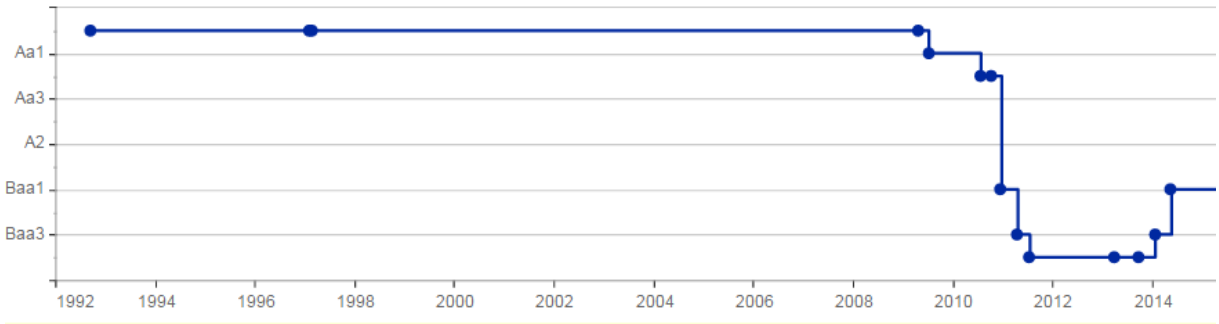


Izvor: www.moodys.com

Grčka je do 2009.godine držala kreditni rejting na A1 ali te godine se počeo postepeno spuštati na A2. 2010. godine Moody's je spustio rejting s A3 na Ba1(ispod investicijske razine) te navodi da je razlog tome visok rizik zbog neodrživosti duga, unatoč paketima financijske pomoći od IMF-a,ECB i EU.[56] Iste te godine grčka vlada je objavila da je fiskalni deficit za 2009.godinu bio veći nego što je procijenjeno, što je narušilo povjerenje u samu državu.[57] 2011.godine rejting joj je spušten zbog daljnje neodrživosti duga i neučinkovitih reformi.[58] 2012.godine kreditni rejting je spušten na C, najnižu razinu (neplaćanje). Razlog tome je što je u restrukturiranje duga uključen i privatni sektor koji se morao odreći polovine iznosa koji mu Grčka duguje odnosno zbog gubitka istoga. [59] 2014.godine rejting je podignut zbog uspješne fiskalne politike i smanjenja duga. [60] 2015.godine rejting se smanjio na Caa2 zbog loše komunikacije između nove grčke vlade i njenih kreditora. [61]

[56]" Key Drivers of Greece's Downgrade to Ba1", Moody's, 2010., https://www.moodys.com/researchdocumentcontentpage.aspx?docid=PBC_125694 (pristupljeno 22.listopada 2016.)
[57]Higgins, M., Klitgaard, T., "Saving Imbalances and the Euro Area Sovereign Debt Crisis", *Current Issues in Economics and Finance*, Volume 17, Number 5, Federal Reserve Bank of New York, 2011., str. 2
[58]"Moody's downgrades Greece to B1 from Ba1, negative outlook", Moody's, 2011., https://www.moodys.com/research/Moodys-downgrades-Greece-to-B1-from-Ba1-negative-outlook--PR_215151 (pristupljeno 22.listopada 2016.)
[59] "Moody's downgrades Greece to C from Ca", Moody's, 2012., https://www.moodys.com/research/Moodys-downgrades-Greece-to-C-from-Ca--PR_239375 (pristupljeno 22.listopada 2016.)
[60] "Moody's upgrades Greece's government bond rating to Caa1 from Caa3", Moody's, 2014., https://www.moodys.com/research/Moodys-upgrades-Greeces-government-bond-rating-to-Caa1-from-Caa3--PR_305086 (pristupljeno 22.listopada 2016.)
[61]" Moody's places Greece's Caa1 government bond rating on review for downgrade ", Moody's, 2015., https://www.moodys.com/research/Moodys-places-Greeces-Caa1-government-bond-rating-on-review-for--PR_317662 (pristupljeno 22.listopada 2016.)

Slika 2: Kreditni rejting Irske



Izvor: www.moodys.com

S početkom krize, smanjen je rejting s Aaa na Aa1 zbog smanjenih prihoda vlade koji utječu na povrat duga a oni su manji nego ostalim zemljama sa visokim rejtingom. Naglašeno je da će se rejting smanjivati ako se prihodi ne povećaju. [62]

Rejting je pao ispod investicijske granice 2011.godine a razlog tome je što su analitičari smatrali kako financijska pomoć koju Irska dobiva od EU institucija neće biti dovoljna već će se morati uključiti i privatni sektor što negativno djeluje na ocjenu rejtinga. [63] Irska je 2008.godine doživjela jednu od svojih najvećih financijskih kriza. Zbog visokih stopa rasta gospodarstva, procvalo je i tržište nekretnina. [64] Irske banke su davale zajmove u najvećoj mjeri građevinskom sektoru, dok su se istovremeno zaduživale na tržištu po niskim kamatnim stopama otkako je Irska (kao i Portugal i Grčka) ušla u eurozonu.[65] Nakon propasti Lehman Brothers i sloma tržišta nekretnina u Americi(pad špekulativnog rasta vrijednosti imovine), banke su počele imati problema sa solventnošću i likvidnošću. Iako je Irska imala gospodarski rast godinama, ispostavilo se da je većina prihoda dolazila iz sektora nekretnina pa je tako i ušla u recesiju.[66] 2010.godine Irska je zatražila financijsku pomoć europskih institucija kako bi spasila bankarski sektor.

[62]"Moody's downgrades Ireland to Aa1; outlook negative", Moody's, 2009., https://www.moodys.com/research/Moodys-downgrades-Ireland-to-Aa1-outlook-negative--PR_182430 (pristupljeno 22.listopada 2016.)

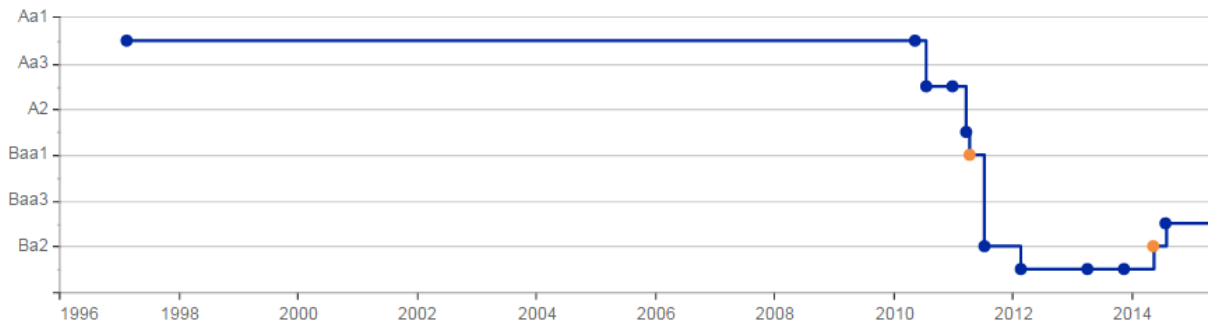
[63]"Key Drivers of Moody's Decision to Downgrade Ireland to Ba1 from Baa3", Moody's, 2011., https://www.moodys.com/researchdocumentcontentpage.aspx?docid=PBC_134360 (pristupljeno 22.listopada 2016.)

[64] 0'Sullivan, K.P.V., Kennedy, T., "What caused the Irish banking crisis?", *Journal of Financial Regulation and Compliance*, Vol. 18 Issue 3, 2010., str. 233

[65]Clarke, B., Hardiman, N., " Crisis in the Irish Banking System", *Discussion Paper Series WP2012/03,* UCD Geary Institute, University College Dublin, 2012., str. 9

[66] Whelan,K.," Ireland's Economic Crisis The Good, the Bad and the Ugly", Working Paper, University College Dublin , 2013., str. 10

Slika 3: Kreditni rejting Portugala



Izvor: www.moodys.com

Do 2011.godine Portugal je imao rejting Aa2 i unutar godinu dana se postepeno spuštao, da bi se krajem godine spustio na Ba2 zbog sve lošije političke situacije (vlada je odstupila jer u parlamentu nisu uspjeli usvojiti nove mjere štednje).[67] 2012.godine spušta se na Ba3 zbog nesigurnosti u ishod reformi i sve dužeg trajanja razduživanja bankarskog sektora.[68] Veliki dio spašavanja Portugala odnosi se na banke. Zbog nelikvidnosti vlada je bila prisiljena dokapitalizirati banke. [69] [70] Banke su imale važnu ulogu jer vrijednosne papire koje su izdavale s državnim jamstvom su instrument osiguranja koji se koristio kako bi se olakšao pristup financiranju od strane ECB-a.[71] Slab bankarski sektor i danas je jedan od većih ekonomskih problema Portugala.[72]

Portugal je bio u gospodarskom zastoju od 2000.godine, sa slabom proizvodnjom, bez gospodarskog rasta i rastućom nezaposlenošću dok su javni i privatni sektor nagomilavali dugove. Iste neprilike su snašle Grčku i Irsku. Kod Irske to nije bilo

[67]" Moody's downgrades Portugal's bond ratings to Baa1 from A3, still under review down", Moody's, 2011., https://www.moodys.com/research/Moodys-downgrades-Portugals-bond-ratings-to-Baa1-from-A3-still--PR_216973 (pristupljeno 22.listopada 2016.)

[68]"Moody's adjusts ratings of 9 European sovereigns to capture downside risks", Moody's, 2012., https://www.moodys.com/research/Moodys-adjusts-ratings-of-9-European-sovereigns-to-capture-downside--PR_237716 (pristupljeno 22.listopada 2016.)

[69]"Portugal's Injection of €6.65 Billion into Three Portuguese Banks Would Be Credit Positive", Moody's,2012.,https://www.moodys.com/researchdocumentcontentpage.aspx?docid=PBC_143088 (pristupljeno 22.listopada 2016.)

[70] Pereira, P.T., Wemans, L., "Portugal and the Global Financial Crisis – short-sighted politics, deteriorating public finances and the bailout imperative", *Working papers No.26,* School of Economics and Management, Technical University Of Lisbon, 2012., str. 13

[71] Lagoa, S. et al.," Report on the financial system in Portugal ", *Studies in Financial Systems, No.9,* University Institute of Lisbon, 2013., str. 42

[72]"Bank troubles test new Portugal government", The Economist, Intelligence Unit, 2016., http://www.eiu.com/industry/article/1063835290/bank-troubles-test-new-portugal-government/2016-01-08 (pristupljeno 22.listopada 2016.)

toliko kritično jer je njeno gospodarstvo imalo nekakav rast u usporedbi s Grčkom i Portugalom. [73]

Smanjenje rejtinga ima negativan efekt na pristup kreditima i troškovima pozajmljivanja. Iako nisu dostupne precizne informacije koje makroekonomske politike kreditne agencije uzimaju u obzir kada ocjenjuju kreditni rejting, pretpostavlja se da se radi o smanjenju inflacije i deficitu državnog budžeta. Postoji rizik da zemlje koje pozajmljuju novac, kako bi izbjegle smanjivanje rejtinga, prihvaćaju politiku koja će zadovoljiti investitorove kratkoročne potrebe iako je to u konfliktu s njezinim dugoročnim razvojem. No, takva pretpostavka još nije dovoljno istražena. [74]
Kritike su najviše usmjerene na transparentnost metodologija i procedura koje kreditne agencije upotrebljavaju. Postoji također potencijalni konflikt interesa koji se može pojaviti kada rejting agencije ponude savjetodavne usluge izdavatelju financijskog instrumenta koji se ocjenjuje. S druge strane, ne postoji nikakav mehanizam koji će zaštititi investitora ili pozajmljivača od grešaka koje učine kreditne agencije. Smatra se kako bi kreditne agencije trebale objavljivati kompletnu metodologiju koju rabe.[75]

[73] Reis, R., ''The Portuguese slump and crash and the Euro crisis'', *Nber Working Paper Series*, No. 19288, National Bureau Of Economic Research, Cambridge, USA, 2013., Str. 2
[74] United Nations, ''Credit rating agencies and their potential impact on developing countries'', *Disscussion Papers No.186, 2008.*, str. 11
[75] ibidem, str. 14

4. POVEZANOST KREDITNOG REJTINGA ZEMLJE I ZADUŽENOSTI

Kreditni rejting zemlje je ključna determinanta koja određuje kamatu s kojom će se zemlja suočiti na međunarodnom financijskom tržištu što utječe na njene troškove zaduživanja. Kreditni rejting zemlje može imati određeni utjecaj na rejtinge koji su dodijeljeni domaćim bankama ili tvrtkama. Određeni investitori odabiru niži rizik koji će preuzeti u svojim investicijama kada sastavljaju svoj portfelj te će uzeti u obzir kreditni rizik koji se percipira putem kreditnog rejtinga. To je važno i za vlade i za financijska tržišta kako bi bolje razumjeli faktore koje rejting agencije više naglašavaju kada dodjeljuju svoje rejting ocjene. Efektivnost vlade, kao i nivo vanjskog duga i vanjskih rezervi su važna dugoročna determinanta kada se ocjenjuje rejting države.[76]

Afonso, A., Furceri, D. i P. Gomes u svojem članku analiziraju kakav utjecaj ima kreditni rejting na prinose kod državnih obveznica. Rezultati su pokazali da postoji velika povezanost između lošeg kreditnog rejtinga i prinosa na obveznice. Investitori će tražiti veći prinos na obveznice ukoliko je kreditni rejting loš. [77]

Osim navedenih autora koji su istraživali utjecaj kreditnog rejtinga na prinos obveznica može se spomenuti i istraživanje IMF-a u kojem su Cady, J. i A. Pellechio[78] također uočili povezanost kreditnog rejting i prinosa obveznica.

U lipnju 2016.godine prvi puta u povijesti Hrvatske propalo je inozemno zaduženje obveznicama jer su investitori zahtijevali visoki prinos. Do plasmana nije došlo jer je po procjeni HNB-a i Ministarstva financija prinos bio previsok. Investitori su tražili visok prinos zbog loših ocjena kreditnog rejtinga i rizika koji bi snosili zbog loše političke situacije u zemlji.

R. A. De Santis je također u ekonometrijskoj analizi uočio kako pad rejtinga utječe na povećanje prinosa obveznica. Smatra kako pad rejtinga Grčke, Portugala i Irske je utjecao na povećanje zahtijevanog prinosa na obveznice (spillover efekt) u drugim

[76] Afonso A., Gomes, P. i P. Rother , op.cit., str. 2

[77] Afonso, A., Furceri, D. i P. Gomes, "Sovereign credit ratings and financial markets linkages: application to european data", *ECB Workin Papers seriesNo. 1347.,* European Central Bank, 2011., str. 20

[78] Cady, J. i A. Pellechio, "Sovereign Borrowing Cost and the IMF's Data Standards Initiatives", *IMF Working Paper 06/78*, International Monetary Fund, 2006.

zemljama Europe kao što su Italija, Španjolska, Belgija i Francuska. [79]

Smanjenje kreditnog rejtinga određene zemlje utječe također na poduzeća unutar te zemlje i to zbog granice koje određuju kreditne agencije. Kreditne agencije smatraju da poduzeća ne mogu imati veći kreditni rejting od zemlje iz koje dolaze. Na taj način ograničen je pristup tržištu kapitala poduzećima što u krajnjoj mjeri može imati ozbiljne posljedice na ekonomiju zemlje.[80]

Država je obično osuđena na neispunjavanje obaveza kada pravovremeno ne isplati glavnicu ili kamate na javno izdani dug ili ako ponudi zamjenu za originalan dug. Neispunjavanje obveza obično ne uključuje neuspjeh plaćanja duga koji se odnosi na druge države ili službene kreditore kao što su MMF ili Svjetska banka. S&P mjeri rizik neplaćanja neispunjavanja obaveza u smislu zadane vjerojatnosti a Moody's mjeri očekivani gubitak.[81]

Afonso, A., Gomes, P. i P. Rother smatraju kako BDP per capita, rast BDP-a, dug države, efektivnost države, inozemni dug, nemogućnost otplate duga i članstvo u EU su najvažnije determinante koje utječu na dodjelu kreditnog rejtinga. [82] Pozitivan utjecaj imaju rast BDP-a, veći BDP per capita i efektivnost vlade dok ostale navedene determinante imaju negativan utjecaj.[83]

Afonso A. je proveo analizu determinanti kreditnog rejtinga kao što su BDP per capita, inozemna zaduženosti, razina razvijenosti određene države, rizik neplaćanja, stopa inflacije i rast BDP-a na primjeru Moody's-a i Standard&Poor's-a te došao do zaključka da koreliraju s rejtingom na isti način kao što je navedeno u prijašnjem istraživanju s time da stopa inflacije ima dvostruko djelovanje na zaduženost. Povećanje inflacije poboljšava javni dug tako da se smanjuje realna vrijednost duga a s druge strane djeluje negativno jer država mora platiti veće nominalne kamate.[84]

---

[79] Santis, R., "The Euro area sovereign debt crisis -safe haven, credit rating agencies and the spread of the fever from Greece,Ireland And Portugal", *ECB Working paper series 1419*, European Central Bank, 2012., str. 8

[80] Almeida,H. et. al., "The Real Effects of Sovereign Credit Rating Downgrades", *Journal of Finance, Forthcoming, 2014.*, str. 32

[81] International Monetary Fund, "The Uses And Abuses Of Sovereign Credit Ratings", *Global Financial Stability ReportOctober 2010, 2010.*, str. 88

[82] Afonso, A., Gomes, P. i P. Rother, "What hides behind sovereign debt ratings?" *ECB Working paper series 711*, European Central Bank, 2007 ., str. 5

[83] Ibidem, str. 12

[84] Afonso, A. , "Understanding the Determinants of Sovereign Debt Ratings: Evidence for the Two Leading Agencies", *Journal of Economics and Finance*, Vol. 27, Number 1, 2002., str. 9

4.1. Pregled kreditnih ocjena Hrvatske i usporednih zemalja (2009. do 2014. god.)

Republika Hrvatska ima ocjene kreditnog rejtinga triju vodećih specijaliziranih agencija za procjenu kreditne sposobnosti, a to su Moody's Investors Service, Standard & Poor's (S&P) i Fitch Ratings. Pored navedenih, Republika Hrvatska dobila je i ocjenu japanske rejting-agencije R&I, specijalizirane za dodjelu rejting ocjena izdavatelja vrijednosnih papira u Japanu. Inicijalne ocjene agencija S&P, Moody's i Fitch Ratings dodijeljene su Republici Hrvatskoj u siječnju 1997. godine, a japanska rejting-agencija R&I dodijelila je svoju ocjenu Republici Hrvatskoj u 1998. godini.[85]

Prema tablicama vidimo da je Hrvatska držala kreditni rejting na Baa3 tj. BBB u razdoblju od 2009. do kraja 2012.godine kada joj je agencija S&P spustila rejting s investicijskog na najvišu razinu neinvesticijskog rejtinga BB+ te se rejting u neinvesticijskom rangu održao i u 2014.godini. Razlog tome su provedene strukturalne i fiskalne reforme koje nisu imale učinkovit utjecaj na gospodarski rast. [86]

Tabela 3 : Usporedba kreditnih ocjena u razdoblju od 2009.-2014.godine

	2009.		2010.		2011.		2012.		2013.		2014.	
	Moody	S&P	Moody	S&P	Moody	S&P	Moody	S&P	Moody	S&P	Moody	S&P
Bugarska	Baa3	BBB	Baa3	BBB	Baa2	BBB	Baa2	BBB	Baa2	BBB	Baa2	BB+
Češka	A1	A	A1	A	A1	AA	A1	AA	A1	AA	A1	AA
Hrvatska	Baa3	BBB	Baa3	BBB	Baa3	BBB	Baa3	BB+	Ba1	BB+	Ba1	BB
Mađarska	Baa1	BBB	Baa3	BBB	Ba1	BB+	Ba1	BB	Ba1	BB	Ba1	BB
Poljska	A2	A	A2	A	A2	A	A2	A	A2	A	A2	A
Rumunjska	Baa3	BB+	Baa3	BB+	Baa3	BB+	Baa3	BB+	Baa3	BB+	Baa3	BBB
Slovačka	A1	A+	A1	A+	A1	A+	A2	A	A2	A	A2	A

Izvor podataka: Godišnjaci Ministarstva financija u razdoblju 2009.-2014.godine, www.mfin.hr

[85] Ministarstvo Financija, Godišnje izvješće 2009., str. 92

[86] "S&P affirmed Croatia's credit rating", Unicredit group, 2012., http://gss.unicreditgroup.eu/markets/croatia/newsflashes/sp-affirmed-croatia%E2%80%99s-credit-rating(pristupljeno 26.kolovoza 2016.)

5. ANALIZA ODABRANIH DETERMINANTI KREDITNOG REJTINGA I POKAZATELJA ZADUŽENOSTI

5.1. Promjena rejtinga i kamatne stope

Brojni su autori koji su istraživali utjecaj kreditnog rejtinga na obveznice. Neki od njih su Afonso, Furceri i Gomes (2011)[87], Cady i Pellechio (2006)[88] i Santis (2012)[89] a njihova istraživanja su objašnjena u prijašnjem poglavlju.

U obzir se uzimaju dugoročne kamatne stope koje se mjere na temelju dugoročnih državnih obveznica ili usporedivih vrijednosnih papira (ECB).

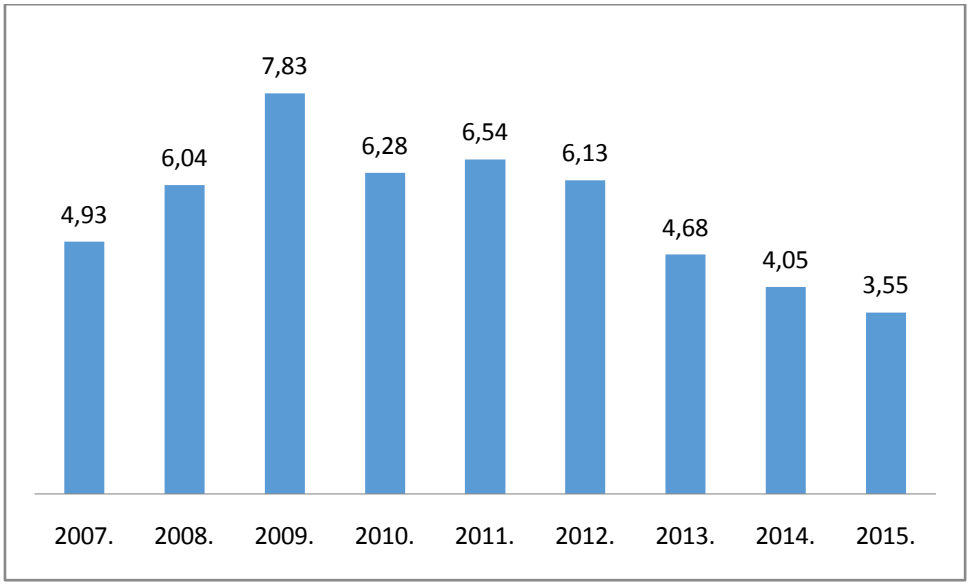
Cijene su uglavnom određene prema cijeni koju zaračunava vjerovnik, riziku zajmoprimca i padu vrijednosti kapitala. Dugoročne kamatne stope su prosjeci dnevnih stopa mjereni kao postotak. Ove kamatne stope podrazumijevaju cijene po kojima se trguje državnim obveznicama na financijskim tržištima a ne kamatne stope po kojima su izdani krediti. One se odnose na obveznice čiji kapitalni povrat je zajamčen od strane vlade. Dugoročne kamatne stope su jedna od odrednica poslovnih investicija i one potiču ulaganja u novu opremu te su tako glavni izvor gospodarskog rasta (OECD).

O dodijeljenom kreditnom rejtingu ovise i uvjeti zaduživanja države. Povoljni ili nepovoljni uvjeti odredit će visinu kamatne stope na zaduživanje, a promjene kreditnog rejtinga utječu na kretanja prinosa državnih obveznica na tržištu kapitala. [90]

.

[87] "Sovereign credit ratings and financial markets linkages: application to European data"
[88] "Sovereign Borrowing Cost and the IMF's Data Standards Initiatives"
[89] "The Euro area sovereign debt crisis -safe haven, credit rating agencies and the spread of the fever from Greece,Ireland And Portugal"
[90] Bajo, A. i J. Penava, op.cit., str. 46

Graf 1: Kretanje dugoročnih kamatnih stopa (%) u RH



Izvor: ECB, www.ecb.europa.eu

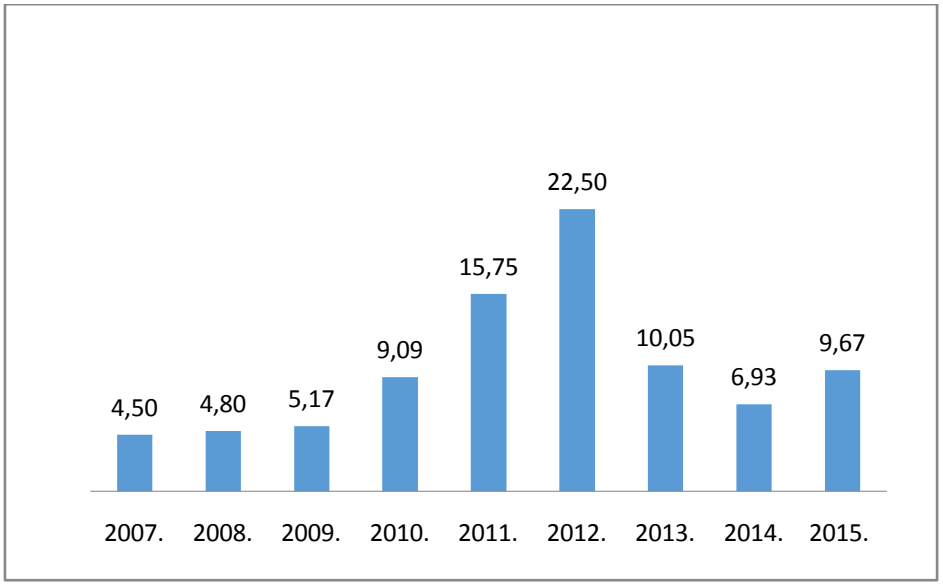
Prema kretanju kamatnih stopa (graf 1) primjećuje se da je financijska kriza pogodila i Hrvatsku (BDP je pao za 5,8%)[91], gdje se 2009.godine zaduživala po visokoj kamatnoj stopi od 7,83%. Te godine je imala i političkih nesuglasica sa Slovenijom pa je sve to skupa utjecalo na snižavanje rejtinga na Baa3.

Smanjenje dugoročnih kamatnih stopa dogodilo se 2013.godine, upravo kada je Hrvatska postala članicom Europske unije što je pozitivno utjecalo na smanjenje troškova zaduživanja. Iste godine kreditni rejting je smanjen s Baa3 na Ba1(ispod špekulativne razine) što dovodi do zaključka da na primjeru Hrvatske, prije navedena determinanta koja kaže da članstvo u EU pozitivno djeluje na ocjenu kreditnog rejtinga, djeluje negativno. Ocjena je smanjena zbog slabog ekonomskog oporavka, neučinkovitih fiskalnih reformi i slabog poslovnog okruženja. [92]

[91] Državni Zavod za statistiku, Statističke informacije 2010., Zagreb, 2010., str. 44

[92] "Moody's downgrades Croatia's government bond rating to Ba1 from Baa3; outlook stable", Moody's, 2013., https://www.moodys.com/research/Moodys-downgrades-Croatias-government-bond-rating-to-Ba1-from-Baa3--PR_265054 (pristupljeno 21.listopada 2016.)

Graf 2: Kretanje dugoročnih kamatnih stopa (%) u Grčkoj



Izvor:Vlastita izrada prema podacima ECB-a, www.ecb.europa.eu

Drugi primjer je Grčka (graf 2), čiji slučaj je specifičan upravo zbog činjenice da je ona jedna od država Europe koju je kriza najviše zahvatila. Grčka je na kraju 2009.godine imala rejting A1 da bi se na kraju 2010.godine on spustio na Ba1 (ispod investicijske razine). 2012.godine spušten je na razinu C kad su Grčku pogodila vrlo nepovoljna politička i financijska zbivanja te protesti zbog mjera štednje koje je država provodila kako bi se izvukla iz krize. Te godine vidimo da se Grčka zaduživala po vrlo visokoj kamatnoj stopi od 22,5%. Razlog tome je uključenost privatnog sektora u restrukturiranje duga. To zapravo uključuje oprost dijela državnog duga, čime privatni sektor ostaje na gubitku. Osim toga, država će izdati nove obveznice s rokom dospijeća od 30 godina i manjom nominalnom vrijednošću.[93]

Sljedeće godine Moody's je digao kreditni rejting na Caa3 zbog političke stabilizacije i plana spašavanja. 2014.godine kreditni rejting je dignut na Caa1 te u skladu s time su padale i kamatne stope. 2015.godine rejting je spušten na Caa3 zbog političke situacije odnosno zbog negativnih odnosa između novoizabrane vlade i institucija Europske Unije te su tako i porasle kamatne stope za Grčku.[94]

[93] Zettelmeyer, J., Trebesch, C. I Gulati M., "The Greek Debt Restructuring: An Autopsy", Working Paper Series 13-8, Washington, Peterson Institute for International Economics, 2013., str. 6

[94]" Moody's downgrades Greece's government bond rating to Caa3; on review for further downgrade", Moody'a, 2015., https://www.moodys.com/research/Moodys-downgrades-Greeces-government-bond-rating-to-Caa3-on-review--PR_329070(pristupljeno 21.listopada 2016.)

Tabela 4: Usporedba dugoročnih kamatnih stopa u odabranim zemljama

	2007.	2008.	2009.	2010.	2011.	2012.	2013.	2014.	2015.
Češka	4,30	4,63	4,84	3,88	3,71	2,78	2,11	1,58	0,58
Bugarska	4,54	5,38	7,22	6,01	5,36	4,5	3,47	3,35	2,49
Hrvatska	4,93	6,04	7,83	6,28	6,54	6,13	4,68	4,05	3,55
Mađarska	6,74	8,24	9,12	7,28	7,63	7,89	5,92	4,81	3,43
Poljska	5,48	6,07	6,12	5,78	5,96	5,00	4,03	3,52	2,70
Rumunjska	7,13	7,70	9,69	7,34	7,29	6,68	5,41	4,49	3,47
Slovenija	4,53	4,61	4,38	3,83	4,97	5,81	5,81	3,27	1,71
Slovačka	4,49	4,72	4,71	3,87	4,45	4,55	3,19	2,07	0,89
Cipar	4,48	4,60	4,60	4,60	5,79	7,00	6,50	6,00	4,54
Litva	4,54	5,61	14,00	5,57	5,16	4,83	3,83	2,79	1,38
Latvija	5,28	6,43	12,36	10,34	5,91	4,57	3,34	2,51	0,96
Malta	4,72	4,81	4,54	4,19	4,49	4,13	3,36	2,61	1,49
Grčka	4,50	4,80	5,17	9,09	15,75	22,50	10,05	6,93	9,67
Njemačka	4,22	3,98	3,22	2,74	2,61	1,5	1,57	1,16	0,50

Izvor: vlastita izrada prema podacima ECB, www.ecb.europa.eu

Objašnjenje: Kod zemalja koje su označene sa zelenom bojom dugoročne kamatne stope (%) su denominirane u eurima. U zemljama koje su označene plavom bojom kamatne stope su denominirane u vlastitoj valuti: Češka: češka kruna, Bugarska: bugarski lev, Hrvatska: hrvatska kuna, Mađarska: mađarske forinte, Poljska: poljski zlot, Rumunjska: rumunjski lej

Ako promatramo dugoročne kamatne stope ostalih zemalja u Europi (slika 4), vidimo da se Grčka uistinu zadužuje po visokim kamatnim stopama. Radi usporedbe je dan primjer Njemačke, koja ima visoke rejtinge[95], kako bi se lakše ustanovilo da li je stopa dugoročne kamate u Hrvatskoj i usporednih zemalja (Rumunjska, Bugarska, Mađarska, Poljska, Češka,Slovenija, Slovačka, Litva, Latvija, Malta i Cipar) visoka.
Cipar ima najveću dugoročnu kamatnu stopu, a slijedi Hrvatska, Rumunjska, Mađarska, Poljska i Bugarska. Nešto nižu kamatnu stopu imaju Slovenija, Malta i Litva zatim Latvija, Slovačka i Češka (te zemlje ujedno imaju snažan kapacitet otplate

[95] Prema Moody's-u konstantno drži rejting Aaa (najviši rang)

duga prema kreditnom rejtingu) dok Njemačka ima najmanju.

5.2. Analiza BDP per capita

Dohodak po stanovniku jedna je od važnijih determinanti koju u obzir uzimaju rejting agencije pri dodjeljivanju ocjena.

Zemlji se svrstavaju u tri skupine prema kojima se dalje determinira njihov stupanj razvijenosti.

1. Zemlje s niskim dohotkom imaju dohodak po glavi od tisuću s 1.025 dolara ili manje.
2. Zemlje sa srednjim dohotkom imaju dohodak po glavi od 1.026 do 4.035 dolara. Zemlje s višim srednjim dohotkom imaju dohodak od 4.036 do 12.475 dolara.
3. Zemlje sa visokim dohotkom imaju dohodak per capita 12.476 dolara ili više[96]

Hrvatska pripada u skupinu srednje razvijenijih zemalja prema toj klasifikaciji, odnosno u 2015.godini pala je iz skupine zemalja s visokim dohotkom u skupinu s višim srednjim dohotkom per capita.

[96]"World Bank Country and Lending Groups", The World Bank, https://datahelpdesk.worldbank.org/knowledgebase/articles/906519 (pristupljeno 3.rujna 2016.)

Tabela 5: BDP per capita za odabrane zemlje u razdoblju 2009.-2015.godine

BDP per capita (u dolarima)	2009.	2010.	2011.	2012.	2013.	2014.	2015.
Rumunjska	8.220	8.297	9.200	8.558	9.585	10.012	8.973
Poljska	11.441	12.597	13.891	13.142	13.776	14.337	12.494
Mađarska	12.948	13.009	14.033	12.820	13.585	14.022	12.259
Hrvatska	14.157	13.509	14.542	13.236	13.575	13.481	11.536
Slovačka	16.460	16.555	18.139	17.207	18.109	18.501	15.963
Češka	19.698	19.764	21.657	19.641	19.814	19.502	17.231
Slovenija	24.634	23.439	24.984	22.478	23.144	24.002	20.713
Bugarska	6.956	6.753	7.750	7.333	7.657	7.851	6.820
Litva	11.837	11.989	14.367	14.343	15.694	16.490	14.172
Latvija	12.208	11.320	13.781	13.775	15.016	15.692	13.665
Estonija	14.726	14.641	17.454	17.491	19.155	20.148	17.295
Malta	19.636	19.694	22.348	21.176	22.796	22.917	22.095
Cipar	31.673	30.439	31.837	28.868	27.909	27.246	22.957

Izvor: vlastita izrada prema http://data.worldbank.org/ i National Statistics Office Malta

U skupini promatranih zemalja najveći dohodak per capita ima Cipar a slijede Malta, Slovenija, Estonija, Češka, Slovačka, Litva, Latvija i Poljska koje pripadaju prema gore navedenoj klasifikaciji u skupinu zemalja s visokim dohotkom odnosno najrazvijenije su. U skupinu zemalja s višim srednjim dohotkom pripadaju Mađarska, Hrvatska, Rumunjska i Bugarska koja ima najmanji BDP per capita.

5.3. Analiza rasta BDP-a

BDP je mjera ekonomske aktivnosti zemlje odnosno mjeri vrijednost proizvedenih dobara i usluga u zemlji. Rast BDP-a govori da će otplata duga s vremenom postati lakša.

Tabela 6: Rast BDP-a za odabrane zemlje u razdoblju 2009.-2015.godine

Rast BDP-a %	2009.	2010.	2011.	2012.	2013.	2014.	2015.
Litva	-14,8	1,6	6,0	3,8	3,5	3,5	1,8
Latvija	-14,3	-3,8	6,2	4,0	2,9	2,1	2,7
Estonija	-14,7	2,3	7,6	4,3	1,4	2,8	1,4
Malta	-6,6	0,7	1,7	-1,6	2,1	4,0	3,1
Cipar	-18,0	1,3	0,3	-3,2	-6,0	-1,5	1,7
Češka	-4,8	2,3	2,0	-0,8	-0,5	2,7	4,5
Hrvatska	-7,4	-1,7	-0,3	-2,2	-1,1	-0,5	1,6
Mađarska	-6,6	0,7	1,7	-1,6	2,1	4,0	3,1
Poljska	2,8	3,6	5,0	1,6	1,3	3,3	3,6
Rumunjska	-7,1	-0,8	1,1	0,6	3,5	3,1	3,7
Slovačka	-5,4	5,0	2,8	1,7	1,5	2,6	3,8
Bugarska	-3,6	1,3	1,9	0,0	0,9	1,3	3,6
Slovenija	-7,8	1,2	0,6	-2,7	-1,1	3,1	2,3

Izvor: vlastita izrada prema podacima Eurostata

U promatranom razdoblju i skupini, Hrvatska je jedina zemlja koja bilježi negativno kretanje stope rasta BDP-a kroz niz godina, odnosno nalazila se u recesiji što otplatu duga drži na neodrživoj razini, s time da 2015.godine ima pozitivan predznak odnosno izlazi iz recesije. Najveći rast ima Češka zatim Slovačka, Rumunjska, Bugarska, Poljska, Mađarska, Malta, Latvija i Slovenija. Niži rast imaju Litva, Cipar, Hrvatska a najmanji ima Estonija.

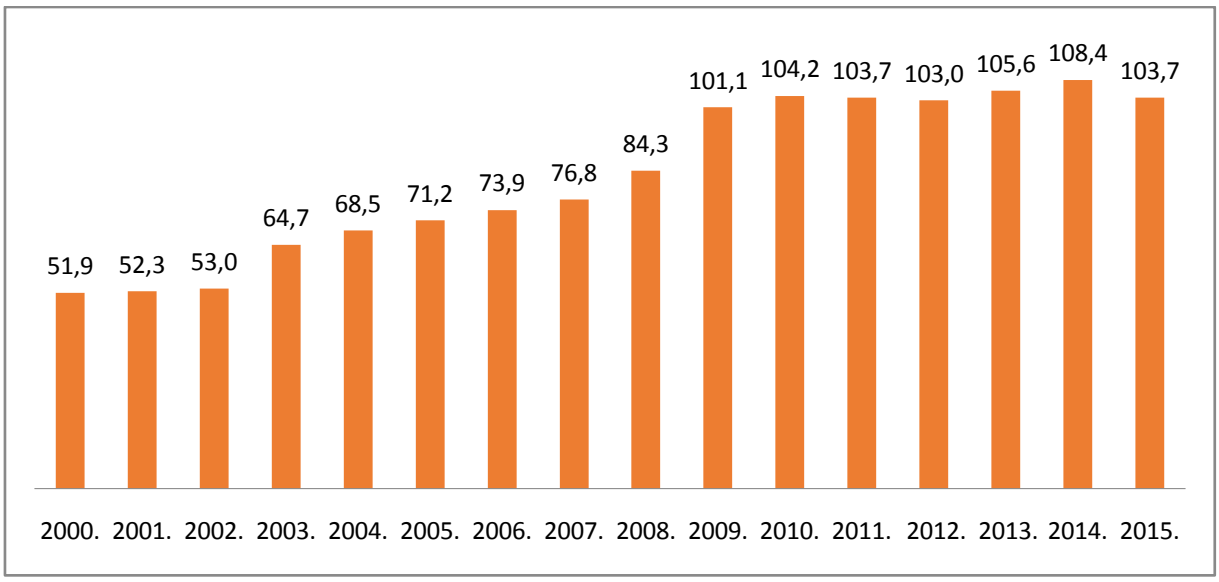
5.4. Analiza odabranih pokazatelja zaduženosti

Kretanje vanjskog duga Republike Hrvatske može se pratiti tek nakon njezina osamostaljenja.[97]

Za razliku od nekih tranzicijskih zemalja, koje su proces tranzicije započele neopterećene dugom prema inozemstvu, Hrvatska je naslijedila početnu razinu toga duga od ukupno 2.831,7 milijuna dolara.[98]

Omjer inozemnog duga i bruto nacionalnog dohotka pokazuje stupanj opterećenja ekonomske aktivnosti inozemnim dugom.

Graf 3: Omjer inozemnog duga i BDP-a Hrvatske za razdoblje 2000.-2015.godine



Izvor: vlastita izrada prema podacima HNB-a, www.hnb.hr

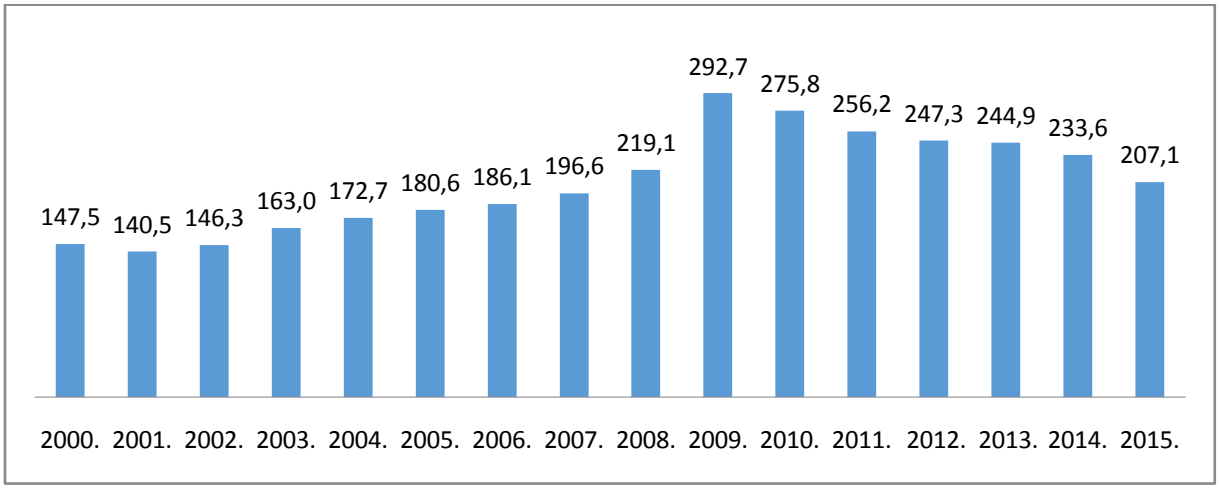
U promatranom razdoblju od 2000. do 2014. godine primjećuje se konstantni porast te opterećenosti (graf 5). Prema već navedenim vrijednostima u teorijskom dijelu,

[97] Mihalj P., "Dugovi zemalja u tranziciji", *Politička misao:časopis za politologiju*, Vol.36,No.2, 1999., str. 194

[98] Kačan, A., "Analiza inozemnog duga Republike Hrvatske",*Povremene publikacije*. HNB, 2000., str. 1

Hrvatska pripada u visoko zadužene zemlje jer je udio inozemnog duga nadmašio razinu BDP-a. 2015.godine taj udio je pao na razinu iz 2011.godine odnosno 103,7%. Zaduživanje ne bi predstavljalo problem ako zemlja ostvaruje velike prihode putem izvoza roba i usluga, no obično je situacija obratna jer se zemlje upravo i zadužuju jer ne mogu pokrivati obveze proizišle iz prevelikog uvoza.[99] Iz navedenih podataka stope rasta BDP-a i omjera zaduženosti vidljivo je da Hrvatska ne potiče dovoljno investicije koje bi trebale imati pozitivan utjecaj na ekonomsku aktivnost zemlje.

Graf 4: Omjer inozemnog duga i izvoza robe i usluga Hrvatske za razdoblje 2000.-2015.godine



Izvor: vlastita izrada prema podacima HNB-a, www.hnb.hr

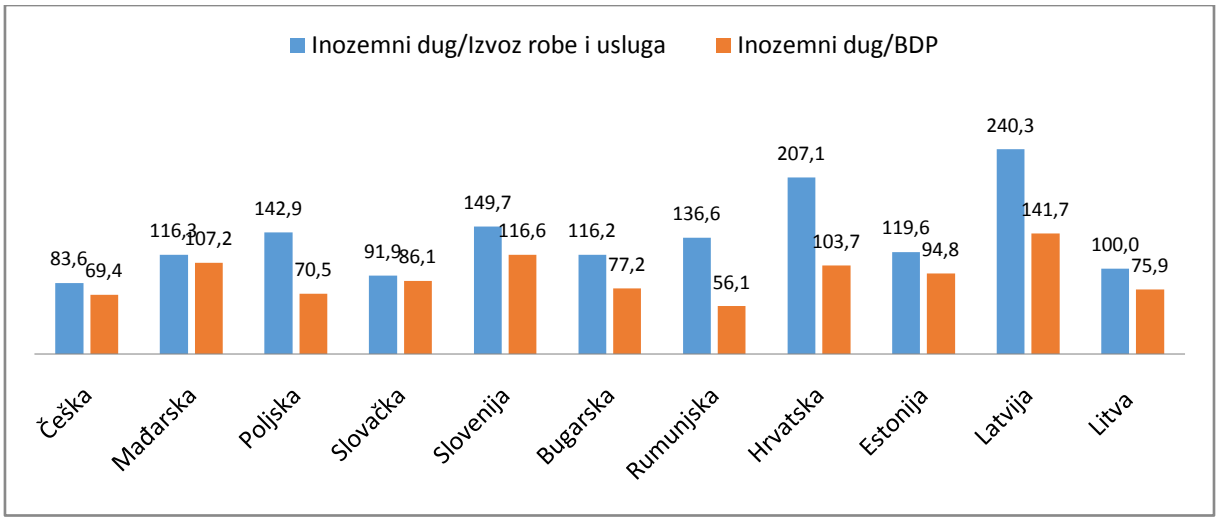
Na grafu 6 primjećujemo da je udio inozemnog duga u izvozu dosegao rekordnu razinu 2009.godine od 292,7% te se u narednim godinama smanjivao. Svi iznosi premašuju vrijednost od 220%, što govori da je Hrvatska već godinama visoko zadužena zemlja, iako je u 2015.godini poboljšala izvoz te tako postala srednje zadužena zemlja.

Odabrane zemlje srednje i istočne Europe pripadaju tranzicijskim zemljama i razlozi njihove zaduženosti nisu isti kao u razvijenim zemljama (sanacija velikih banaka, obveze plaćanja tzv. stare devizne štednje, kao i preuzimanje dijela inozemnog duga bivšeg režima)i utjecali su na povećanje obveza države koje su takva potraživanja

[99] Kersan-Škabić, I. i G. Mihovilović, "Komparativna analiza zaduženosti Hrvatske i zemalja srednje i istočne Europe", *Ekonomska istraživanja*, Vol. 19, No. 1, 2006., str. 85

plaćala pomoću zaduživanja. [100] Osim toga, odabrane zemlje su novije članice EU. U 2004. godini u EU su ušle: Češka, Cipar, Estonija, Malta, Poljska, Slovačka, Slovenija, Litva i Latvija. Bugarska i Rumunjska su ušle u EU 2007.godine dok je Hrvatska ušla 2013.godine.

Graf 5: Pokazatelji inozemne zaduženosti za odabrane zemlje za 2015. godinu



Izvor: vlastita izrada prema podacima HNB-a, European Central Bank i Eurostata

Graf 8 prikazuje usporedbu pokazatelja inozemne zaduženosti po odabranim zemljama za 2015. godinu. Cipar i Malta su uključeni u analizu ali ne i u sami grafikon kako se ne bi izgubio dojam visine duga u ostalim zemljama.
Najmanji udio inozemnog duga u BDP-u ima Češka, Poljska, Litva i Bugarska koje prema teorijskim vrijednostima (manje od 80%) pripadaju u srednje zadužene zemlje. U skupinu visoko zaduženih zemalja ulaze Slovačka, Estonija, Hrvatska, Mađarska, Slovenija i Latvija a najveći udio imaju Cipar (550,4%) i Malta (1.013,4 %).

Što se tiče udjela inozemnog duga u izvozu robe i usluga najmanji ima Češka, zatim je slijedi Slovačka, Litva, Bugarska, Mađarska i Estonija i te zemlje su manje zadužene. Zemlje čiji omjer D/X prelazi 132% su Rumunjska, Poljska, Slovenija i Hrvatska su srednje zadužene. Visoko zadužene zemlje čiji omjer prelazi 220% su Latvija, Malta (720,3%) i Cipar (899,1%).

[100] ibidem, str. 81

Tabela 7: Usporedni prikaz podataka za 2015.godinu

	Kreditni rejting	Inozemni dug/BDP %	Bdp per capita(USD)	Dugoročne kamatne stope %	Rast BDP-a %
Češka	A1	69,4	17.231	0,58	4,5
Estonija	A1	94,8	17.295	nema podataka	1,4
Poljska	A2	70,5	12.494	2,70	3,6
Slovačka	A2	86,1	15.963	0,89	3,8
Latvija	A3	141,7	13.665	0,96	2,7
Malta	A3	1.013,4	22.095	1,49	3,1
Litva	Baa1	75,9	14.172	1,38	1,8
Bugarska	Baa2	77,2	6.820	2,49	3,6
Rumunjska	Baa3	56,1	8.973	3,47	3,7
Slovenija	Baa3	116,6	20.713	1,71	2,3
Hrvatska	Ba1	103,7	11.536	3,55	1,6
Mađarska	Ba1	107,2	12.259	3,43	3,1
Cipar	B3	550,4	22.957	4,54	1,7

Izvor: Moody's, Eurostat, European Central Bank, Hrvatska Narodna banka, National Statistics Office Malta i World Bank

Ako ove pokazatelje zaduženosti usporedimo s kreditnim rejtingom promatranih zemalja za 2015. godinu vidimo da Češka i Estonija imaju najveći kreditni rejting. Češka ima najmanji udio inozemnog duga u BDP-u, najmanju dugoročnu kamatnu stopu i najveći rast BDP-a. Estonija ima isti rejting A1 unatoč tome što je visoko zadužena zemlja zbog jake fiskalne politike i državnih institucija. Ekonomija u toj zemlji je otporna na šokove iz susjednih zemalja kao što je Rusija. [101]Najveći udio u vanjskom dugu Estonije imaju financijske institucije (pretežito u stranom vlasništvu),

[101]"IMF Executive Board Concludes 2015 Article IV Consultation with Republic of Estonia", IMF, 2015., https://www.imf.org/en/News/Articles/2015/09/14/01/49/pr15559(pristupljeno 15.listopada 2016.)

dok opća država ima jedan od najmanjih udjela. [102] Najveći udio kod Češke čine također financijske institucije a centralna banka ima najmanji.[103]

Estonija nije izdavala državne obveznice.[104]

Slijede ju Poljska i Slovačka s kreditnim rejtingom A2. Poljska pripada srednje zaduženim zemljama dok Slovačka u visoko zadužene zemlje. Poljska ima veći rast BDP-a, iznad EU prosjeka (2%) i jaku centralnu banku čime je opravdala svoj rejting.[105] Najveći udio u bruto inozemnom dugu Slovačke ima opća država.[106]

Obje zemlje imaju deficit na tekućem računu što ih drži podalje od višeg kreditnog rejtinga. [107]

Latvija i Malta imaju A3 rejting, najniži u trećoj skupini kreditne kvalitete i obje pripadaju visoko zaduženim zemljama. Najveći udio u inozemnom dugu Latvije čine financijske institucije(bez centralne banke).[108] Kreditni rejting te zemlje je 2014.godine bio Baa1 a razlog povećanja je poboljšanje fiskalne politike u kratkom vremenu i smanjenje deficita. Najveći udio u inozemnom dugu Malte čine direktne strane investicije a najmanji udio imaju centralna banka i opća država. [109] Veći priljev direktnih stranih investicija je negativno utjecao na visinu inozemnog duga Malte. Visok rast BDP-a temelji se većinom na razvijenom turizmu te se očekuje daljnji rast.[110]

Države koje imaju adekvatan kapacitet otplate su Litva, Bugarska, Rumunjska i Slovenija. Među tim zemljama jedino Slovenija pripada u visoko zadužene zemlje dok su druge srednje zadužene čemu i odgovara razina kreditnog rejtinga. Unatoč tome

---

[102]"External debt Statistics", Bank of Estonia, 2016., http://statistika.eestipank.ee/?lng=en#listMenu/1876/treeMenu/MAKSEBIL_JA_INVPOS/414 (pristupljeno 15.listopada 2016.)

[103]"Quarterly external debt 2015", Czech National Bank, 2016., https://www.cnb.cz/en/statistics/bop_stat/external_debt/zz_czk_2015_en.htm(pristupljeno 21.listopada 2016.

[104]Umellas, O., "The Corner of Europe That's the Very Opposite of Greece", Bloomberg, 2015., http://www.bloomberg.com/news/articles/2015-02-16/the-corner-of-europe-that-s-the-very-opposite-of-greece(pristupljeno 15.listopada 2016.)

[105]"Moody's affirms Poland's A2/P-1 government bond ratings with stable outlook", Moody's, 2015., https://www.moodys.com/research/Moodys-affirms-Polands-A2P-1-government-bond-ratings-with-stable--PR_324910 (pristupljeno 12.listopada 2016.)

[106]"Gross External Debt Statistics 2015", Národná banka Slovenska, 2016., http://www.nbs.sk/en/statistics/balance-of-payments-statistics/en-zahranicna-zadlzenost (pristupljeno 12.listopada 2016.)

[107]International Monetary Fund, IMF Country Report No. 16/13 , str. 25

[108]" External debt data tables", Latvijas Banka, 2016., https://statdb.bank.lv/lb/Data.aspx?id=126 (pristupljeno 12.listopada 2016.)

[109]"External Statistics, external debt", Central Bank of Malta, 2016., https://www.centralbankmalta.org/external-statistics (pristupljeno 12.listopada 2016.)

[110]"Malta's robust growth outlook and reliable access to domestic funding support A3 rating", Moody's, 2014., https://www.moodys.com/research/Moodys-Maltas-robust-growth-outlook-and-reliable-access-to-domestic--PR_311341 (pristupljeno 12.listopada 2016.)

da Rumunjska ima manji omjer zaduženosti naspram BDP-u, njen rejting je Baa3(najniži u tom razredu). Najveći udio u inozemnom dugu Rumunjske ima opća država, a najmanji centralna banka. [111] Rumunjska ima fiskalni deficit ali rast BDP-a se popravlja zbog većeg izvoza. Negativni aspekt čini makroekonomska nestabilnost i neefikasni rad institucija.[112]

Hrvatska i Mađarska pripadaju visoko zaduženim zemljama i njihov rejting je ispod granice investicijskog ranga odnosno kreditne agencije smatraju da postoji nemogućnost otplate zbog nepovoljnih ekonomskih i financijskih promjena. Najveći udio u inozemnom dugu Hrvatske čine ostali domaći sektori, opća država čini 1/3 inozemnog duga dok najmanji udio ima centralna banka. [113] Hrvatska ima slab rejting zbog prevelike rastrošnosti vlade, neučinkovite fiskalne politike i neučinkovitih institucija. [114] Najveći udio u inozemnom dugu Mađarske ima opća država.[115] Rast BDP-a dogodio se zbog učinkovite politike i većeg korištenja EU fondova. Iako je njen dug manji od duga Slovenije, a pri tome je slovenski rejting veći, razlog tome leži u otpornosti tih zemalja na vanjske šokove. Dug Slovenije se povećao zbog dokapitalizacije banaka i pokušaja da stimulira ekonomski rast, a Mađarska ima dug denominiran u stranoj valuti pa samim time je i manja otpornost zbog valutnog rizika.[116]

Cipar ima kreditni rejting B3, ispod je investicijskog ranga, ali postoji mogućnost otplate. Najveći udio u inozemnom dugu Cipra čine ostali domaći sektori, a najmanji ima centralna banka.[117] Ciparske banke su izložene riziku zbog poslovanja s prezaduženom Grčkom[118] te imaju veliki udio nekvalitetnih kredita što negativno

111''Gross External Debt Statistics'', National Bank of Romania, 2016., http://www.bnr.ro/Gross-External-Debt-Statistics---BPM6-11354.aspx (pristupljeno 12.listopada 2016.)

112''Moody's changes outlook on Romania's Baa3 ratings to positive; affirms rating'', Moody's, 2015., https://www.moodys.com/research/Moodys-changes-outlook-on-Romanias-Baa3-ratings-to-positive-affirms--PR_341055 (pristupljeno 12.listopada 2016.)

113''Stanje bruto inozemnog duga'', Hrvatska narodna banka, 2016., https://www.hnb.hr/statistika/statisticki-podaci/sektor-inozemstva/stanje-bruto-inozemnog-duga (pristupljeno 15.listopada 2016.)

114''Croatia's weak economic recovery impedes fiscal consolidation efforts'', Moody's, 2015., https://www.moodys.com/research/Moodys-Croatias-weak-economic-recovery-impedes-fiscal-consolidation-efforts--PR_326329 (pristupljeno 15.listopada 2016.)

115''Hungary’s balance of payments 2015'', Central Bank of Hungary, 2016., https://www.mnb.hu/en/statistics/statistical-data-and-information/statistical-releases-and-notes/hungary-s-balance-of-payments (pristupljeno 15.listopada 2016.)

116''Slovenia and Hungary share similar growth and debt challenges, but resilience to shocks differs'', Moody's, 2015., https://www.moodys.com/research/Moodys-Slovenia-and-Hungary-share-similar-growth-and-debt-challenges--PR_319038 (pristupljeno 15.listopada 2016.)

117''External debt, annual data'', Central Bank of Cyprus, 2016., http://www.centralbank.gov.cy/nqcontent.cfm?a_id=13911 (pristupljeno 15.listopada 2016.)

118Moody's says that European banks are better positioned to manage a Greek exit, though periphery

utječe na njen rejting.[119]

Ako se poveže visina zaduženosti i ocjena kreditnog rejtinga vidimo da te dvije varijable koreliraju. Manje zadužene zemlje imaju veći kreditni rejting dok one više zadužene zemlje imaju najlošiji kreditni rejting. Iznimku čini Malta čija zaduženost je zbog većih stranih direktnih investicija, te se zbog njih očekuje veći ekonomski rast koji će na kraju i pridonijeti samoj otplati.

Ako kreditni rejting također povežemo s BDP-om per capita i rastom BDP-a, vidimo da u manjoj mjeri koreliraju s razinom rejtinga iako veću povezanost s rejtingom ima rast BDP-a. Visina dugoročne kamatne stope na obveznice je u većoj mjeri povezana s visinom kreditnog rejtinga odnosno što je kreditni rejting veći manja je kamatna stopa pri kojoj se zemlje zadužuju.

banks remain vulnerable to risks", Moody's, 2015., https://www.moodys.com/research/Moodys-says-that-European-banks-are-better-positioned-to-manage--PR_328478 (pristupljeno 15.listopada 2016.)

[119]"Cyprus's B3 rating reflects high government debt and banks' non-performing loans", Moody's, 2015., https://www.moodys.com/research/Moodys-Cypruss-B3-rating-reflects-high-government-debt-and-banks--PR_331278 (pristupljeno 15.listopada 2016.)

6. ZAKLJUČAK

Kreditni rejting prikazuje ocjenu određenih specijaliziranih agencija o sposobnosti dužnika da svoj dug pravovremeno otplate. Investitori se najčešće oslanjaju na mišljenje kreditnih agencija zbog troškova koji bi nastali kada bi oni sami analizirali zaduženost pojedine zemlje i njezinu sposobnost otplate. Upravo zato kreditne agencije imaju veliku ulogu u uklanjanju asimetričnih informacija između dužnika i potencijalnog investitora. Iako postoje sumnje da kreditne agencije ne objavljuju javno i transparentno svoju metodologiju i dalje ih se ne može direktno optužiti za nastale financijske krize u svijetu, ali su i dalje u fokusu pažnje upravo zbog profita koji ostvaruju te njihove zakašnjele reakcije na makroekonomska zbivanja u pojedinim zemljama. To se najviše primjećuje na primjeru Grčke, koju je kriza najviše zahvatila te je ona danas jedna od najzaduženijih zemalja u Europi koja se i zadužuje po najvećim kamatnim stopama.

Analizom se ustanovilo da države koje imaju manju razinu inozemnoga duga imaju i veće rejtinge. Osim što razina inozemne zaduženosti utječe na ocjenu kreditnog rejtinga ujedno utječe i dohodak po stanovniku te rast BDP-a odnosno što je manja zaduženost, veći rast BDP-a i veći BDP per capita zemlja ostvaruje višu ocjenu kreditnog rejtinga.

Dugoročna kamatna stopa na obveznice odnosno kamatna stopa pri kojoj se vlade zadužuju također je povezana s visinom kreditnog rejtinga. Najmanju kamatnu stopu u skupini analiziranih zemalja ima Češka koja ujedno ima i najveći rejting, dok najveću kamatnu stopu ima Cipar koji ima najmanji rejting.

Najveće udjele u inozemnom dugu analiziranih zemalja pretežito imaju opća država i financijske institucije koje bi trebale pozitivno utjecati na razvoj ekonomije. Opća država zaduživanjem financira deficite odnosno prekomjernu potrošnju a banke pokrivaju gubitke nastale izdavanjem nekvalitetnih kredita.

Dobar primjer analiziranih zemalja je Češka, koja ima snažan kapacitet otplate dugova, a ujedno ima i suficit u bilanci tekućih transakcija.[120]Svoje zaduživanje opravdava visokim rastom BDP-a koje ima pozitivan efekt na čitavu ekonomiju te ju kreditne agencije percipiraju kao zemlju u koju se isplati ulagati i čiji primjer bi trebale slijediti i ostale analizirane zemlje.

[120]"Balance of payments 2015", Czech National Bank, 2016., https://www.cnb.cz/en/statistics/bop_stat/bop_q/bop_q_eur_2015_en.htm (pristupljeno 21.listopada 2016.)

LITERATURA

Knjige :

1) Babić, A., Babić, M., *Međunarodna ekonomija*, Zagreb, MATE d.o.o., 2008.
2) Grgić, M., Bilas, V., *Međunarodna ekonomija*, Zagreb, LARES PLUS d.o.o., 2008.
3) Lovrinović I., *Globalne financije*, Zagreb, Accent d.o.o., 2015.

Članci:

1) Afonso A., Gomes, P. i P. Rother , "Short and Long-run Determinants of Sovereign Debt Credit Ratings", 2011., dostupno na Canadian Economics Association (pristupljeno 22. lipnja 2016.)
2) Afonso, A. , "Understanding the Determinants of Sovereign Debt Ratings: Evidence for the Two Leading Agencies", *Journal of Economics and Finance*, Vol. 27, Number 1, 2002., dostupno na Social Science Research Network (pristupljeno 22. lipnja 2016.)
3) Afonso, A., Furceri, D. i P. Gomes, "Sovereign credit ratings and financial markets linkages: application to European data", *ECB Workin Papers seriesNo. 1347.,* European Central Bank, 2011., dostupno na www.ecb.europa.eu(pristupljeno 22. lipnja 2016.)
4) Afonso, A., Gomes, P. i P. Rother, "What hides behind sovereign debt ratings?" *ECB Working paper series 711*, European Central Bank, 2007., dostupno na www.ecb.europa.eu(pristupljeno 22. lipnja 2016.)
5) Almeida,H. et. al., "The Real Effects of Sovereign Credit Rating Downgrades", *Journal of Finance, Forthcoming, 2014.,* dostupno na Social Science Research Network (pristupljeno 22. lipnja 2016.)
6) Bahena, A. J, "What Role Did Credit Rating Agencies Play in the Credit Crisis?", University of Colorado Boulder, Colorado, 2010., dostupno na www.colorado.edu (pristupljeno 23. lipnja 2016.)
7) Bajo, A. i J. Penava, "Kreditne rejting agencije i kreditni rejting države", *Riznica*, No.1, 2012., str. 45-58, dostupno na www.rif.hr (pristupljeno 23. lipnja 2016.)

8) Cady, J. i A. Pellechio, "Sovereign Borrowing Cost and the IMF's Data Standards Initiatives", *IMF Working Paper 06/78*, International Monetary Fund, 2006., dostupno na www.imf.org(pristupljeno 1.rujna 2016.)
9) Cantor, R. i F. Packer, "Determinants and Impact of Sovereign Credit Rating", *FRBNY Economic Policy review,* Federal Reserve Bank of New York, 1996., dostupno na Newyorkfed (pristupljeno 1.rujna 2016.)
10) Clarke, B., Hardiman, N., " Crisis in the Irish Banking System", *Discussion Paper Series WP2012/03,* UCD Geary Institute, University College Dublin, 2012., dostupno na http://www.ucd.ie/ (pristupljeno 23.listopada 2016.)
11) Državni Zavod za statistiku, Statističke informacije 2010., Zagreb, 2010., dostupno na http://www.dzs.hr/ (pristupljeno 21.listopada 2016.)
12) Higgins, M., Klitgaard, T., "Saving Imbalances and the Euro Area Sovereign Debt Crisis", *Current Issues in Economics and Finance*, Volume 17, Number 5, Federal Reserve Bank of New York, 2011., dostupno na www.newyorkfed.org (pristupljeno 22.listopada 2016.)
13) House Of Lords, European Union Committee, "Sovereign Credit Ratings: Shooting the Messenger?", *21st Report of Session 2010–12, 2010.,* dostupno na www.parliament.uk(pristupljeno 1.rujna 2016.)
14) International Monetary Fund, IMF Country Report No. 16/13, IMF, 2016., dostupno na www.imf.org (pristupljeno 12.listopada 2016.)
15) International Monetary Fund, "The Uses And Abuses Of Sovereign Credit Ratings", *Global Financial Stability ReportOctober 2010, 2010.,* dostupno na www.imf.org (pristupljeno 1.rujna 2016.)
16) International Monetary Fund, "World Economic Outlook October 2016.", IMF, 2016., dostupno na http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2016/02/ (pristupljeno 21.listopada 2016.)
17) Kačan, A., "Analiza inozemnog duga Republike Hrvatske",*Povremene publikacije*. HNB, 2000., dostupno na www.hnb.hr (pristupljeno 28. srpnja 2016.)
18) Kersan-Škabić, I. i G. Mihovilović, "Komparativna analiza zaduženosti Hrvatske i zemalja srednje i istočne Europe", *Ekonomska istraživanja*, Vol. 19, No. 1, 2006., str. 78-91, dostupno na portalu Hrčak (pristupljeno 28. srpnja 2016.)
19) Kesner-Škreb, M., "Kriteriji konvergencije*", Financijska teorija i praksa*, Vol.30 No.4., 2006., str. 407-408, dostupno na portalu Hrčak (pristupljeno 28. srpnja 2016.)

20) Lagoa, S. et al.," Report on the financial system in Portugal ", *Studies in Financial Systems, No.9,* University Institute of Lisbon, 2013., dostupno na http://fessud.eu/ (pristupljeno 22.listopada 2016.)
21) Mihalj P., "Dugovi zemalja u tranziciji", *Politička misao:časopis za politologiju*, Vol.36,No.2, 1999., str. 193-204, dostupno na portalu Hrčak (pristupljeno 28. srpnja 2016.)
22) Mlikotić, S., "Globalna financijska kriza - uzroci, tijek i posljedice", *Pravnik : časopis za pravna i društvena pitanja,*Vol. 44,No. 88, 2010., str. 83-94, dostupno na portalu Hrčak (pristupljeno 28. srpnja 2016.)
23) O'Sullivan, K.P.V., Kennedy, T., "What caused the Irish banking crisis?", *Journal of Financial Regulation and Compliance*, Vol. 18 Issue 3, 2010., pp.224 – 242 dostupno na www.emeraldinsight.com (pristupljeno 23.listopada 2016.)
24) Paudyn, B., "Credit rating agencies and the sovereign debt crisis: performing the politics of creditworthiness through risk and uncertainty", *Review of International Political Economy,*Vol.20,No.4, 2014., pp. 788-818, dostupno na LSE Research Online (pristupljeno 28. srpnja 2016.)
25) Pavković A. I D. Vedriš, "Redefiniranje uloge agencija za kreditni rejting u suvremenom financijskom sustavu", *Ekonomska misao i praksa,* No.1, 2011., str. 225-250, dostupno na portalu Hrčak (pristupljeno 28. srpnja 2016.)
26) Pereira, P.T., Wemans, L., "Portugal and the Global Financial Crisis – short-sighted politics, deteriorating public finances and the bailout imperative", Working papers No.26, School of Economics and Management, Technical University Of Lisbon, 2012., dostupno na https://www.iseg.ulisboa.pt/aquila/instituicao/ISEG / (pristupljeno 22.listopada 2016.)
27) Reis, R., "The Portuguese slump and crash and the Euro crisis", *Nber Working Paper Series*, No. 19288, National Bureau Of Economic Research, Cambridge, USA, 2013., dostupno na http://www.nber.org/ (pristupljeno 22.listopada 2016.)
28) Santis, R., "The Euro area sovereign debt crisis -safe haven, credit rating agencies and the spread of the fever from Greece,Ireland And Portugal", *ECB Working paper series 1419*, European Central Bank, 2012., dostupno na www.ecb.europa.eu (pristupljeno 10. rujna 2016.)

29) U.S. Security and Exchange Commission, "The ABCs of credit ratings", SEC Publication No.161 (10/13), 2013., dostupno na www.sec.gov (pristupljeno 10. rujna 2016.)
30) United Nations, "Credit rating agencies and their potential impact on developing countries". *Disscussion Papers No.186, 2008.,* dostupno na www.unctad.org (pristupljeno 10. rujna 2016.)
31) US Goverment, "The Financial Crisis Inquiry Report", US Goverment, 2011., dostupno na https://fcic.law.stanford.edu/ (pristupljeno 10. rujna 2016.)
32) Whelan,K.," Ireland's Economic Crisis The Good, the Bad and the Ugly", Working Paper, University College Dublin , 2013., dostupno na http://karlwhelan.com/ (pristupljeno 23.listopada 2016.)
33) White, L.J., "Credit rating agencies: an overview", *Journal of Economic Perspectives*, Volume 24, No.2, Stern School of Business, NY University, 2013., pg 211-226, dostupno na Social Science Research Network (pristupljeno 28. srpnja 2016.)
34) Zettelmeyer, J., Trebesch, C. I Gulati M., "The Greek Debt Restructuring: An Autopsy", Working Paper Series 13-8, Washington, Peterson Institute for International Economics, 2013., dostupno na https://piie.com (pristupljeno 22.listopada 2016.)

Internet izvori :

1) Bloomberg, www.bloomberg.com (pristupljeno 1.rujna 2016. i 17.listopada 2016.)
2) CBS News, www.cbsnews.com (pristupljeno 1.rujna 2016.)
3) Central Bank of Cyprus, http://www.centralbank.gov.cy (pristupljeno 17.listopada 2016.)
4) Central Bank of Malta, https://www.centralbankmalta.org (pristupljeno 12.listopada 2016.)
5) Czech National Bank, https://www.cnb.cz (pristupljeno 21.listopada 2016.)
6) Eesti Pank, Central Bank of Estonia, www.eestipank.ee (pristupljeno 15.listopada 2016.)

7) European Central Bank, www.ecb.europa.eu (pristupljeno 22. lipnja i 3.rujna 2016.)
8) History , www.history.com(pristupljeno 1.rujna 2016.)
9) Hrvatska narodna banka, www.hnb.hr (pristupljeno 28. srpnja 2016. i 3.rujna 2016.)
10) Institut za javne financije, www.ijf.hr (pristupljeno 25.srpnja 2016.)
11) Ministarstvo financija RH, www.mfin.hr (pristupljeno 24.kolovoza 2016.)
12) Moody's, www.moodys.com (pristupljeno 1.rujna, 12., 15., 21. i 22. listopada 2016.)
13) National Bank of Hungary, https://www.mnb.hu (pristupljeno 17.listopada 2016.)
14) National Bank of Latvia, https://statdb.bank.lv (pristupljeno 17.listopada 2016.)
15) National Bank of Romania, www.bnr.ro (pristupljeno 12.listopada 2016.)
16) National Bank of Slovakia, www.nbs.sk (pristupljeno 12.listopada 2016.)
17) National Statistics Office Malta, https://nso.gov.mt (pristupljeno 17.listopada 2016.)
18) The Economist Intelligence Unit, http://www.eiu.com/ (pristupljeno 22.listopada 2016.)
19) The World Bank, www.worldbank.org (pristupljeno 3.rujna 2016.)
20) U.S. Securities and Exchange Commission, www.sec.gov (pristupljeno 10. rujna 2016.)
21) Unicredit Group, www.gss.unicreditgroup.eu(pristupljeno 26.kolovoza 2016.)

Popis tabela, grafikona i slika

Popis tabela

Tabela 1: Određivanje ukupnog rizika zemlje 10
Tabela 2: Ljestvica dugoročnih kreditnih rejtinga 12
Tabela 3 : Usporedba kreditnih ocjena u razdoblju od 2009.-2014.godine 28
Tabela 4: Usporedba dugoročnih kamatnih stopa u odabranim zemljama 32
Tabela 5: BDP per capita za odabrane zemlje u razdoblju 2009.-2015.godine 34
Tabela 6: Rast BDP-a za odabrane zemlje u razdoblju 2009.-2015.godine 35
Tabela 7: Usporedni prikaz podataka za 2015.godinu 39

Popis grafova

Graf 1: Kretanje dugoročnih kamatnih stopa (%) u RH 30
Graf 2: Kretanje dugoročnih kamatnih stopa (%) u Grčkoj 31
Graf 3: Omjer inozemnog duga i BDP-a Hrvatske za razdoblje 2000.-2015.godine ..36
Graf 4: Omjer inozemnog duga i izvoza robe i usluga Hrvatske za razdoblje 2000.-2015.godine 37
Graf 5: Pokazatelji inozemne zaduženosti za odabrane zemlje za 2015. godinu 38

Popis slika

Slika 1: Kreditni rejting Grčke 22
Slika 2: Kreditni rejting Irske 23
Slika 3: Kreditni rejting Portugala 24

Sažetak

Rad istražuje povezanost kreditnog rejtinga i zaduženosti. Kreditne rejting agencije odigrale su važnu ulogu u financijskoj krizi koja je započela u SAD-u a potom se prelila u Europu. Njihova upletenost u precjenjivanje ocjena hipotekarnih kredita dovela je do propasti mnoge banke i naposljetku do zaoštravanja kriterija po kojima su se do tada zemlje zaduživale. Kolaps bankarskog sustava u Europi zemlje su spašavale pomoću financijske pomoći europskih institucija, čiju pomoć i danas otplaćuju zbog loših kreditnih rejtinga i slabijeg pristupa tržištu kapitala.

Analizom determinanti koje pojedine rejting agencije koriste u procjeni rizika zemlje pokušava se vidjeti koji faktori najviše utječu na određivanje kreditnog rejtinga.

Visina kreditnog rejtinga je određena visinom inozemne zaduženosti pojedine zemlje, a samim time je i određena dugoročna kamatna stopa obveznica odnosno zemlje koje imaju najmanji kreditni rejting imaju i najveći trošak zaduživanja.

Ključne riječi: kreditni rejting, determinante kreditnog rejtinga, inozemna zaduženost, pokazatelji zaduženosti

Abstract

This paper studies the connection between credit rating and indebtedness, analysing the factors which rating agencies are using in risk assessment of a country and tries to determine which factors have the most effect on a rating score.

Credit rating agencies played an important role in the financial crisis which began in the United States and had a spill over effect in Europe. Because of the overrated mortgage loans, many banks collapsed and therefore borrowing criterion are tightened. The collapse of the banking system in Europe, countries are trying to save with the financial help from EU institutions and they are still repaying it because of the bad credit rating scores and low access to capital markets.The credit rating is determined by the amount of external debt of a country and consequently the long-term interest rate on bonds is determined, meaning that countries which have the lowest ratings have the highest cost of borrowing.

Keywords: credit rating, credit rating determinants, external debt, indebtedness indicators (indicators of debt management)