

KREDITNI REJTING DRŽAVE I AGENCIJE ZA OCJENU KREDITNOG REJTINGA

Lukačević, Karla

Master's thesis / Diplomski rad

2023

Degree Grantor / Ustanova koja je dodijelila akademski / stručni stupanj: **Josip Juraj Strossmayer University of Osijek, Faculty of Economics in Osijek / Sveučilište Josipa Jurja Strossmayera u Osijeku, Ekonomski fakultet u Osijeku**

Permanent link / Trajna poveznica: <https://urn.nsk.hr/urn:nbn:hr:145:722605>

Rights / Prava: [In copyright](#) / [Zaštićeno autorskim pravom.](#)

Download date / Datum preuzimanja: **2025-01-19**



Repository / Repozitorij:

[EFOS REPOSITORY - Repository of the Faculty of Economics in Osijek](#)



Sveučilište Josipa Jurja Strossmayera u Osijeku

Ekonomski fakultet u Osijeku

Diplomski studij (*financijski menadžment*)

Karla Lukačević

**KREDITNI REJTING DRŽAVE I AGENCIJE ZA OCJENU
KREDITNOG REJTINGA**

Diplomski rad

Osijek, 2023.

Sveučilište Josipa Jurja Strossmayera u Osijeku

Ekonomski fakultet u Osijeku

Diplomski studij (*financijski menadžment*)

Karla Lukačević

**KREDITNI REJTING DRŽAVE I AGENCIJE ZA OCJENU
KREDITNOG REJTINGA**

Diplomski rad

Kolegij: Upravljanje javnim dugom

JMBAG: 1191236533

e-mail: karla.lukacevic96@gmail.com

Mentor: izv. prof. dr. sc. Domagoj Karačić

Osijek, 2023.

Josip Juraj Strossmayer University of Osijek
Faculty of Economics and Business in Osijek
Graduate Study (Financial Management)

Karla Lukačević

**CREDIT RATING OF THE STATE AND CREDIT RATING
AGENCY**

Graduate paper

Osijek, 2023

Kreditni rejting države i agencije za ocjenu kreditnog rejtinga

SAŽETAK

Kreditni rejting predstavlja neovisno mišljenje o kreditnom riziku, odnosno procjenu mogućnosti i volje dužnika da u cijelosti i pravodobno podmiri sve dospjele obveze. Ako se govori o kreditnom rejtingu države, onda isti pokazuje sposobnost i spremnost države u otplati vanjskog i unutarnjeg duga. U procjeni kreditnog rejtinga države procjenjuju se makroekonomski pokazatelji poput BDP per capita, stope nezaposlenosti, stope inflacije i visine vanjskog duga, ali se u obzir uzimaju i drugi čimbenici, primjerice kako je država ispunjavala svoje obveze u prošlosti. Što je veći kreditni rejting države, to je veća i kreditna sposobnost države. Postoje tri velike agencije za ocjenu kreditnog rejtinga, a to su Fitch Ratings, Standard & Poor's i Moody's. Agencije iznose svoja mišljenja o kreditnom riziku određenog dužnika ili financijskog instrumenta te tako kreiraju svoju ocjenu kreditnog rejtinga koje označavaju simbolima, tj. slovima, brojevima ili njihovom kombinacijom. Ovaj diplomski rad razrađuje teoriju vezanu uz kreditni rejting, objašnjava institucionalni okvir Europske unije, ali i postavlja i odgovara na pitanje međusobne ovisnosti makroekonomskih pokazatelja i ocjene kreditnog rejtinga. U istraživačkom dijelu rada analizira se povezanost makroekonomskih pokazatelja s ocjenom kreditnog rejtinga, odnosno kretanje ocjene kreditnog rejtinga s obzirom na promjene realnog bruto domaćeg proizvoda, javnog duga, stope inflacije te nezaposlenosti.

Ključne riječi: kreditni rejting, agencije za ocjenu kreditnog rejtinga, makroekonomski pokazatelji

Credit rating of the state and credit rating agency

ABSTRACT

Credit rating represents an independent opinion on credit risk, that is, an assessment of the debtor's ability and willingness to pay all due obligations completely and on time. If talking about the credit rating of the state, then it shows the ability and willingness of the country to repay its external and internal debt. In the assessment of the country's credit rating, macroeconomic indicators such as GDP per capita, unemployment rate, inflation rate and external debt are assessed, but other factors are also taken into account, for example, how the country fulfilled its obligations in the past. The higher the country's credit rating, the higher the country's creditworthiness. There are three major credit rating agencies: Fitch Ratings, Standard & Poor's and Moody's. Agencies present their opinions on the credit risk of a certain debtor or financial instrument and thus create their own credit rating, which they indicate with symbols, respectively letters, numbers or their combination. This graduate paper elaborates the theory related to credit rating, explains the institutional framework of the European Union, but also raises and answers the question of mutual dependence of macroeconomic indicators and credit rating assessment. In the research part of the paper, the connection between macroeconomic indicators and the credit rating is analyzed, i.e. the movement of the credit rating with regard to changes of real gross domestic product, public debt, inflation rate and unemployment.

Keywords: credit rating, credit rating agencies, macroeconomic indicators

Sadržaj

1. UVOD	1
2. METODOLOGIJA RADA	3
2.1. Struktura rada	3
2.2. Metode istraživanja.....	3
2.3. Istraživački ciljevi i pitanje.....	4
3. KREDITNI REJTING – OSNOVE I KARAKTERISTIKE	5
3.1. Dug kao temelj financijskog sustava	5
3.2. Pojam i evolucija kreditnog rejtinga.....	7
3.3. Postupak ocjenjivanja kreditnog rejtinga	9
3.4. Institucionalni okvir Europske unije i Republike Hrvatske.....	10
4. ULOGA AGENCIJA ZA KREDITNI REJTING	15
4.1. Moody's Investors Service.....	18
4.2. Standard & Poor's Corporation.....	18
4.3. Fitch Ratings Inc.....	19
5. ANALIZA MEĐUOVISNOSTI MAKROEKONOMSKIH POKAZATELJA I KREDITNOG REJTINGA REPUBLIKE HRVATSKE	21
5.1. Međuovisnost kreditnog rejtinga i javnog duga	23
5.2. Međuovisnost kreditnog rejtinga i realnog BDP-a	24
5.3. Međuovisnost kreditnog rejtinga i nezaposlenosti	25
5.4. Međuovisnost kreditnog rejtinga i inflacije.....	27
6. KREDITNI REJTING REPUBLIKE HRVATSKE	29
6.1. Kretanje kreditnog rejtinga Republike Hrvatske od 2012. do 2022. godine	30
6.2. Usporedba kreditnog rejtinga Republike Hrvatske s drugim zemljama članicama EU	32
7. RASPRAVA	34
8. ZAKLJUČAK	36
LITERATURA	38
POPIS TABLICA	40

1. UVOD

Kreditni rejting je sustav koji koriste financijske institucije za procjenu kreditne sposobnosti pojedinca, poduzeća ili vlade. To je ocjena koja odražava sposobnost dužnika da otplati dug ili zajam i vjerojatnost neplaćanja. Kreditni rejting temelji se na različitim čimbenicima kao što su prihod, omjer duga i prihoda, kreditna povijest i imovina. Prihod je važan čimbenik jer pokazuje koliko novca dužnik zarađuje i samim time njegovu sposobnost da redovito plaća svoje dugove. Zajmodavci žele znati da zajmoprimci imaju stabilan izvor prihoda koji će im omogućiti da na vrijeme vrate svoje dugove. Omjer duga i prihoda mjeri iznos duga koji dužnik ima u odnosu na njegov prihod. Zajmodavci koriste ovaj omjer za procjenu sposobnosti zajmoprimca da upravlja svojim postojećim dugovima i izvrši buduća plaćanja zajma. Visoki omjer duga i prihoda sugerira da bi dužnik mogao imati poteškoća s plaćanjem novog duga, dok nizak omjer ukazuje na to da bi on mogao imati veću financijsku fleksibilnost i da je manja vjerojatnost neplaćanja. Kreditna povijest također je ključan čimbenik jer zajmodavcima pruža informacije o tome kako je zajmoprimac upravljao svojim dugovima u prošlosti. To uključuje čimbenike kao što su izvršavanje plaćanja na vrijeme i koliki je preostali dug. Imovina koju dužnik posjeduje, kao što su nekretnine, vozila ili ulaganja također se smatra faktorom kreditnog rejtinga dužnika jer ona pruža izvor kolaterala ili sigurnosti koji zajmodavci mogu koristiti za povrat svog novca u slučaju da zajmoprimac ne plati svoj zajam. Zajmoprimci s većom imovinom smatraju se manje rizičnima jer imaju čime poduprijeti svoj zajam u slučaju da ga ne mogu otplatiti.

Kreditne ocjene obično se izražavaju kao slovo ili broj ili kao njihova kombinacija. Što su više ocjene, takvi rezultati ukazuju na niži rizik neispunjavanja obveza. Za pojedince, kreditne ocjene su važne pri podnošenju zahtjeva za kredite, kreditne kartice i druge oblike kredita. Za tvrtke i vlade, ulagači koriste kreditne ocjene kako bi odredili rizik ulaganja u obveznice ili druge vrijednosne papire.

Agencije za kreditni rejting, kao što su Standard & Poor's, Moody's i Fitch Ratings, odgovorne su za ocjenu kreditne sposobnosti i dodjeljivanje kreditnog rejtinga. Te tri agencije predstavljaju najutjecajnije rejting agencije i njihov tržišni udio iznosi oko 95 %. Različite agencije mogu dodijeliti različite ocjene kreditnog rejtinga sukladno svom razmišljanju i donošenju zaključaka o kreditnoj povijesti i sposobnosti otplaćivanja duga.

Ovaj rad razrađuje teoriju vezanu uz kreditni rejting i agencije odgovorne za dodjelu kreditne ocjene, uspoređuje Republiku Hrvatsku s drugim zemljama članicama Europske unije te istražuje mijenjanje kreditne ocjene Republike Hrvatske s obzirom na promjene odabranih makroekonomskih pokazatelja u razdoblju od 2012. do 2022. godine.

2. METODOLOGIJA RADA

Ovaj dio rada osvrće se na teorijsku podlogu te tehnički aspekt koji se odnosi na postupak prikupljanja, promatranja, obrade i mjerenja podataka. Objašnjeno je kako je rad strukturiran te koje se metode koriste u njegovoj izradi. Također, iznesen je cilj i postavlja se istraživačko pitanje na koje se u radu traži odgovor.

2.1. Struktura rada

Rad je podijeljen u osam poglavlja. Prvo poglavlje predstavlja uvod te se kratko osvrće na tematiku rada. U drugom poglavlju pod nazivom metodologija rada, upoznaje se struktura rada te metode istraživanja. Također, ističe se cilj pisanja te se postavlja istraživačko pitanje na koje rad nastoji kroz istraživanje dati odgovor. Treće poglavlje predstavlja teorijsku podlogu za ocjenjivanje kreditnog rejtinga gdje se kroz četiri potpoglavlja definiraju kreditni rejting, njegova evolucija, postupak ocjenjivanja te se daje uvid u institucionalni okvir Europske unije i Republike Hrvatske. U četvrtom poglavlju se detaljnije govori o agencijama za ocjenu kreditnog rejtinga. Peto poglavlje je poglavlje istraživanja, gdje se proučava utjecaj makroekonomskih pokazatelja na ocjenu kreditnog rejtinga u Republici Hrvatskoj kroz posljednjih 11 godina, odnosno od 2012. do 2022. godine. U četiri potpoglavlja, istražuje se promjena ocjene kreditnog rejtinga s obzirom na promjenu javnog duga, bruto domaćeg proizvoda, inflacije i zaposlenosti. U šestom poglavlju se detaljnije objašnjava kreditni rejting Republike Hrvatske te se iznose podaci ocjene hrvatskog kreditnog rejtinga kroz povijest i uspoređuje se hrvatski rejting s ostalim zemljama članicama Europske unije. Na temelju petog poglavlja, izvode se zaključci o istraženom u raspravi, odnosno sedmom poglavlju. Naposljetku, u zaključku kao osmom poglavlju, obuhvaćaju se najbitnije stavke koje su objašnjene i istražene u radu.

2.2. Metode istraživanja

U ovom radu najviše se koriste metode deskripcije, odnosno opisivanja. Najčešće se ta metoda može vidjeti u trećem poglavlju gdje je obrađena teorija potrebna za razumijevanje rada. Uz to,

metode analize i sinteze su također ključne u donošenju zaključaka, posebice u istraživačkom dijelu rada. Za istraživanje su korišteni sekundarni podaci s web stranica Trading Economics i The World Bank koje nude uvid u realni BDP, javni dug, inflaciju i nezaposlenost kroz godine, a za potrebe istraživanja, autorica je uzela obzir podatke za posljednjih 11 godina koje su dostupne, odnosno podatke od 2012. do 2022. godine. Budući da se u radu uspoređuju ocjene kreditnog rejtinga kroz godine, veliku ulogu imala je i komparativna metoda istraživanja kojom se uspoređivao taj segment iz godine u godinu. Pri istraživanju se koristi metoda indukcije, odnosno na temelju slučaja Hrvatske i promjene njenog kreditnog rejtinga kroz povijest uzimajući u obzir makroekonomske pokazatelje. Tom metodom se nastoji na istraživanom slučaju izvesti općeniti zaključak o promjeni kreditnog rejtinga. Rad je sustavno podijeljen u razumljive cjeline, stoga je metoda klasifikacije bitna za preglednost rada.

2.3. Istraživački ciljevi i pitanje

Glavni cilj ovog rada je istražiti promjenu ocjene kreditnog rejtinga s obzirom na promjene u kretanju stope bruto domaćeg proizvoda, inozemnog i javnog duga te inflacije i zaposlenosti. Korištenjem metoda navedenih u prethodnom potpoglavlju, nastoji se izvesti zaključak o promatranoj temi i ispuniti cilj rada. Stoga autorica postavlja pitanje „Kako pojedini makroekonomski pokazatelji utječu na promjenu ocjene kreditnog rejtinga?“ te na njega daje odgovor u raspravi.

3. KREDITNI REJTING – OSNOVE I KARAKTERISTIKE

Za razumijevanje kreditnog rejtinga i shvaćanja njegove važnosti, bitno je objasniti određene vezane teorijske pojmove te dodatno odrediti njegovu ulogu u današnjoj modernoj ekonomiji. U ovom dijelu rada detaljnije se objašnjava važnost duga u financijskom sustavu, evolucija kreditnog rejtinga te kako se kreditne ocjene uopće dodjeljuju. Također, izložene su informacije o institucionalnom okviru Europske unije i Republike Hrvatske.

3.1. Dug kao temelj financijskog sustava

Dug je igrao važnu ulogu u evoluciji ljudske povijesti, kao i globalnog financijskog i ekonomskog sustava. Pojam duga označava odgovornost pravne ili fizičke osobe da nešto plati drugoj osobi, a koja obično predstavlja isplatu u novcu. Prema Karačić (2023) dug predstavlja akumuliranu vrijednost prošlih deficita te se promatra kao varijabla stanja jer se mjeri u nekoj danoj točki u vremenu. Također navodi da se država kao najveća institucija javnog sektora zadužuje u svrhu prikupljanja sredstva, koja potom koristi za financiranje kapitalnih projekata, otplatu postojećih dugova, provedbu mjera stabilizacijske politike te uravnoteženje poreznog opterećenja. Javni dug ključni je izvor državnih prihoda, osobito u razvijenim zemljama. Javni dug kao oblik financiranja države može biti uvjetovan ekonomskim intervencionizmom u gospodarstvu, neusklađenim javnim приходima i rashodima te stalnom proračunskom neravnotežom. Struktura i visina zaduženosti zemalja, kao i utjecaj javnog duga na ekonomsku politiku, pokazuju svoje značenje ne samo za fiskalnu i monetarnu politiku, nego i za cjelokupni financijski sustav. Suvremena monetarna politika, uključujući politiku duga, sve više koristi operacije na otvorenom tržištu kao jedan od najučinkovitijih alata za regulaciju količine novca u optjecaju. Sve te radnje utječu na financijska tržišta. Taj učinak postiže se povećanjem burzovnih transakcija, poboljšanjem diversifikacije portfelja i davanjem većih prinosa, što je jedan od dokaza relevantnosti javnog duga kao financijskog instrumenta. To je posebno važno za tranzicijske zemlje i razvoj njihovih nacionalnih financijskih tržišta.

Dakle, danas je poznato kako je dug važan dio financijskog sustava, no važno je napomenuti kako je dug kroz povijest također imao bitnu ulogu. Prema povijesnim izvorima, u vrijeme Mezopotamije, starog Rima i Grčke, hrana se dijelila u porcijama, a zapisničke ploče su već

tada imale dugovnu i potražnu stranu kakve se danas koriste u računovodstvu. Ljudi su dugovali novac na ime zakupa zemljišta koje je kontroliralo carstvo. To je ključna činjenica koja pokazuje kako je dug nastao prije novca. Prema Uložnik (2019) najvažnija razlika između duga i obveze je novac i to što je dug moguće kvantificirati. Štoviše, novac ne uvjetuje nastanak duga nego se oboje javlja istovremeno. Pojava novca bilježi se tek oko 600. godine prije nove ere, ali pojmovi kao što su kamatna stopa i računi za troškove sežu od 3500. godine prije nove ere. Novac je u povijesti predstavljao knjigovodstveni alat, a ne fizičko sredstvo plaćanja. Smatra se da prvi kovani novac potječe iz Indije 687. godine prije Krista. Neki autori pak tvrde da se prvi novac pojavio tek u 2. stoljeću prije Krista na obali Kine. Što god se u povijesti zapravo događalo, važan je zaključak kako su se ljudi nekada zaduživali i bez fizičkog novca, ne bi li osigurali hranu i stambeno pitanje, što govori o činjenici kako je dug temelj financijskog sustava.

Još u doba drevne Mezopotamije su postojali zajmovi koji su bili izraženi u srebru i ječmu kao osnovnom usjevu. Veliki dugovi bili su zabilježeni na klinastim pločama koje su i vjerovnici i dužnici morali čuvati kao jamstvo. Siromašni poljoprivrednici su se zaduživali kod trgovaca ili dužnosnika te su kao jamstvo davali svoju stoku, zemlju, a pojedini čak i članove obitelji što dovodi do pojave dužničkog ropstva. To se događalo zbog nemogućnosti otplate zajma.

Stanovnici starog Rima kupovali su zemlju, financirali trgovinu i investirali u provincije koje su okupirale rimske legije. Sredstva su stjecali kroz kredite, što je dokumentirano na računima vjerovnika i dužnika. Zajmodavci i zajmoprimci okupljali su se na Forumu, rimskom ekvivalentu Wall Streeta u to vrijeme, gdje je također bio dostupan popis dužnika, što je preteča današnjeg kreditnog rejtinga. Nameće se misao zašto se onda uopće kovao novac ako kreditni sustavi postoje već tisućama godinama. Povjesničari objašnjavaju kako je do toga došlo zbog vojnika kako ne bi išli u borbe sa srebrom ili zlatom, nego su vladari standardizirali komade metala označene službenim pečatom i tako plaćali vojnu snagu. Kovanje novca bilo je potpomognuto financijskim sredstvima stečenim od naroda putem prikupljanja poreza od strane vladara.

U srednjem vijeku su se pojavili novi financijski instrumenti. Među njima su bile mjenice, a u islamskom svijetu javili su se čekovi i akreditivi. Kombinacija mjenica i čekova rezultirala je izumom novčanica. U to vrijeme, posebno su bili popularni sudovi koji su se temeljili na šerijatskom pravu i igrali su važnu ulogu u reguliranju međunarodne trgovine toga vremena. Ovi sudovi su omogućavali razvoj kreditnih sustava koji su se oslanjali isključivo na povjerenje, bez bilo kakve regulacije vlade. Također su provodili obuhvatne mjere zaštite dužnika,

uključujući zabranu naplate kamata i ropstva zbog duga. Unatoč tome, bilo je moguće ostvariti profit jer su islamski pravni stručnjaci pažljivo osigurali naplatu određenih naknada za pružene usluge. Na primjer, omogućeno je prodavanje robe na dug po malo višoj cijeni u usporedbi s gotovinskom kupovinom. Kao rezultat toga, razvila se prvobitna svjetska ideja slobodnog tržišta koja je zagovarala da su tržišta korisna, a uloga vlade najbolje svedena na neizbježnu nužnost, odnosno da nema potrebe za njihovom regulacijom. Europa je relativno kasno ušla u srednji vijek i veći dio toga razdoblja zaostajala je za drugim dijelovima svijeta.

Kako je globalizacija dobivala na značaju u modernom svijetu te je došlo do razvoja međunarodne trgovine, financijski sustavi postajali su sve složeniji. Prekretnica je bila 17. stoljeće kada je prvi puta u povijesti postalo moguće trgovanje dionicama poduzeća. Otvorena je prva svjetska burza u Amsterdamu 1602. godine, a potom su oformljene i Londonska burza 1773. godine te burza u New Yorku 1792. godine. Na početku 17. stoljeća također se pojavila mogućnost kupovanja državnih obveznica te su na taj način ljudi mogli pozajmiti novac državi. Suvremeni dužnički sustav je pokrenut tek 15. kolovoza 1971. godine kada je američki predsjednik Richard Nixon službeno prekinuo mogućnost konvertiranja dolara u zlato. Danas novac predstavlja opće platno sredstvo i kao takav redovito protječe sustavom. Novac i dug su iznimno povezani pojmovi jer kompletan novac u optjecaju zapravo i jest dug.

3.2. Pojam i evolucija kreditnog rejtinga

Organizacije za ocjenjivanje kreditnog rejtinga procjenjuju financijska potraživanja svakog sudionika na tržištu na temelju njihove kreditne sposobnosti, a to ne čine samo za dugoročne obveznice, već i za niz drugih instrumenata. Rejtinzi ocjenjuju kreditnu sposobnost dužnika i daju osjećaj relativnog rizika u odnosu na izdavatelja duga, kao i sposobnost dužnika da pravodobno, redovito plaća kamate i otplaćuje ukupni dug. U kratkoj povijesnoj procjeni, Standard & Poor's (S&P) i Moody's, dvije američke rejting organizacije, dominiraju tržištem komercijalnih kredita. S&P se prvi put spominje 1860. godine, a sadašnja agencija osnovana je 1941. godine. Rane procjene napravljene su korištenjem samo javno dostupnih podataka kada je prvi put počela dodjeljivati rejtinge 1920-ih godina. 1914. godine osnovana je agencija Moody's Investors Service (tada poznata kao John Moody & Company). Dvije dodatne značajne rejting agencije su Fitch IBCA i Duff & Phelps Credit Rating Co. (DCR), uz S&P i Moody's. Mogućnosti financiranja zajmodavaca značajno su se povećale kako su financijska tržišta postajala sve kompliciranija, dok se njihova sposobnost prikupljanja sveobuhvatnih

informacija o potencijalnim zajmoprimcima smanjivala. Kao rezultat toga, funkcija rejting agencije uključuje davanje rejtinga svakom dužniku kako bi se pružile pristupačne informacijske usluge koje će zatvoriti jaz u znanju između ulagača i dužnika. Ovim informacijama smanjuje se neravnoteža između zajmoprimca i zajmodavca, a agencije povećavaju likvidnost tržišta, potiču financijsku aktivnost i smanjuju troškove. Budući da se financijska procjena temelji na korištenju standardiziranih pokazatelja kvalitete, primarni cilj rejting agencija je eliminirati informacijske disparitete između izdavatelja financijskog instrumenta i potencijalnog investitora, dviju strana uključenih u transakciju. Kreditni rejting značajno se razvijao tijekom godina, prolazeći kroz promjene u svojoj strukturi, regulatornom nadzoru i metodologiji.

Ključne faze u evoluciji kreditnog rejtinga prema Pavković i Vedriš (2011) su:

1. Rani razvoj
2. Dominacija velike trojke
3. Povećana globalizacija
4. Regulatorno priznanje
5. Financijska kriza i regulatorne reforme
6. Regulatorni nadzor i tržišno natjecanje
7. Metodološka poboljšanja
8. Uspon neovisnih pružatelja usluga istraživanja.

Rani razvoj kreditnog rejtinga započinje tijekom 19. stoljeća. Tada se prve agencije za ocjenjivanje kreditnog rejtinga pojavljuju u SAD-u, te su prvotno služile potrebama ulagača, a pružale su procjene kreditne sposobnosti željezničkih obveznica. Faza dominacije velike trojke započinje u drugoj polovici dvadesetog stoljeća kada se S&P, Moody's i Fitch Ratings pojavljuju kao vodeći ove industrije. Također, stekle su značajan tržišni udio i utjecaj.

Nadalje, u fazi povećane globalizacije s rastom međunarodnih financijskih tržišta, agencije za kreditni rejting proširile su svoje poslovanje, te počele davati ocjene za izdavatelje i instrumente u raznim zemljama, stoga se smatraju ključnim sudionicima u globalnom financijskom sustavu.

U četvrtoj fazi agencije za kreditni rejting stekle su regulatorno priznanje, a njihove su ocjene uključene u propise i zahtjeve za financijske institucije. Ocjene su korištene kao kriteriji za određivanje adekvatnosti kapitala, upravljanje rizicima i investicijske odluke. Ovo priznanje dalo je značajan utjecaj na agencije i dovelo do zabrinutosti o mogućim sukobima interesa i potrebi za pojačanim nadzorom.

Faza financijske krize i regulatorne reforme u evoluciji kreditnog rejtinga odnosi se na globalnu financijsku krizu 2008./2009. godine koja je razotkrila slabosti formiranja kreditnog rejtinga. Istaknuta je zabrinutost u vezi s ulogom agencija za ocjenjivanje rejtinga u sekuritizaciji složenih financijskih proizvoda, kao što su vrijednosni papiri osigurani hipotekom. Kao odgovor, uvedene su regulatorne reforme s ciljem poboljšanja kvalitete, transparentnosti i neovisnosti kreditnog rejtinga.

Regulatorna tijela, poput Komisije za vrijednosne papire i burze SAD-a (SEC), te Europske agencije za vrijednosne papire i tržišta kapitala (ESMA), provela su mjere za poboljšanje nadzora agencija za kreditni rejting. Spomenute mjere su uključivale zahtjeve za registraciju, obveze objavljivanja i promicanje konkurencije poticanjem ulaska novih rejting agencija. Metodološka poboljšanja podrazumijevaju ulaganje napora agencija za kreditni rejting u poboljšanje svojih metodologija i analitičkih procesa. Usvajali su sofisticiranije modele i proširili svoj fokus izvan tradicionalnih dužničkih instrumenata kako bi uključile složene strukturirane proizvode i alternativne klase ulaganja. Također, industrija je svjedočila pojavi neovisnih pružatelja usluga istraživanja, koji nude alternativne procjene kredita i izazivaju dominaciju tradicionalnih agencija za ocjenjivanje. Ovi pružatelji usluga imaju za cilj ponuditi različite perspektive i promicati konkurenciju na tržištu.

Općenito, razvoj kreditnog rejtinga odražava promjenjivu dinamiku globalnog financijskog sustava. Uloženi su napori za povećanje transparentnosti, neovisnosti i konkurencije kako bi se odgovorilo na izazove i ograničenja s kojima se industrija suočava, u konačnici s ciljem poboljšanja kvalitete i pouzdanosti kreditnih ocjena.

3.3. Postupak ocjenjivanja kreditnog rejtinga

Kreditni rejting je suma svojstava primatelja kredita, a to su njihov položaj, perspektiva i poslovi te imovina, na njihovoj bazi moguće je dati ocjenu kreditne sposobnosti tražitelja kredita. Sposobnost neke države za otplatu unutarnjeg ili vanjskog duga iskazan je u kreditnom rejtingu, koji je procjena relativne vrijednosti iz koje se očitava hoće li izdavatelj ispuniti ugovorne obveze. Procjena rejtinga traži se od strane same vlade kako bi mogli imati jednostavniji i brži pristup međunarodnom tržištu kapitala.

U praksi nema određene formule koje sve agencije koriste kako bi se odredila ocjena kreditnog rejtinga. One uz objektivnu ocjenu koja se temelji na ekonomskim i financijskim parametrima, također koriste i svoju subjektivnu procjenu. Ekonomski pokazatelji koji se koriste kako bi agencije dodijelile kreditni rejting nekoj državi su: dohodak po glavi stanovnika, stanje bilance te parametri za kretanje inflacije. Kada se promatra dohodak po glavi stanovnika, uvijek je poželjnije da je on što veći jer samim time se povećava i porezna baza, a na temelju toga pretpostavlja se da je zemlja u većoj mogućnosti ispunjavanja svojih financijskih obveza. Izuzev toga, rast dohotka upućuje da će otplata zajma biti sve efikasnije što je rast BDP-a veći. Nadalje, povećanje inflacije agencije za ocjenjivanje kreditnog rejtinga upozorava na strukturne poteškoće u politici vlade, te nedostatak ili izostanak motivacije za efikasnijim načinom financiranja nego izdavanjem novca. Stanje bilance također je bitan parametar prilikom ocjenjivanje rizičnosti neke zemlje. Stanje značajnog deficita upozorava agencije da zemlja ima problem prilikom pribavljanja potrebnih financijskih sredstava. Uzimaju se u obzir i povijesni podaci. U slučaju da u prošlosti neka zemlja nije bila u mogućnosti ispuniti svoje dospjele obveze, ona kao takva ima znatno niži rejting i veći rizik u usporedbi s zemljama koje su svoje obveze izvršavale propisno i u određenim vremenskim okvirima. (Pavković, Vedriš, 2011)

Uz ekonomske, uzimaju se u obzir i razni neekonomski pokazatelji. Efikasnost raznih sektora u ekonomiji, rast populacije, učinkovitost obrazovnog sistema, kvaliteta administracije, struktura stanovništva u vidu starosti, neki su od neekonomskih pokazatelja koji pomažu agencijama kako bi ocijenili kreditni rejting neke države.

Razvoj tehnologije i samih financijskih tržišta, omogućio je agencijama za ocjenjivanje kreditnog rejtinga upotrebu najkvalitetnijih i najboljih modela u procjeni rejtinga država. Dovoljno govori činjenica da S&P u svojim redovima ima oko 700 analitičara, a neke države plaćaju i do 150 tisuća dolara kako bi im kreditni rejting bio ocijenjen.

3.4. Institucionalni okvir Europske unije i Republike Hrvatske

Institucionalni okvir Europske unije uspostavljen je Zakonom o institucionalnom okviru za korištenje fondova Europske unije u Republici Hrvatskoj (NN 116/2021) te je stupio na snagu 4. studenog 2021. godine. Skup zajedničkih institucija koji omogućava državama članicama suradnju i djelovanje u okviru zajedničkih odredbi, pravila te zakona predstavlja institucionalni okvir Europske unije, u što se ubraja i Republika Hrvatska kao članica EU. Karakterizira ga

kontinuirani razvoj sustava njezina odlučivanja, te jedinstvenost. Sedam europskih institucija i sedam tijela Europske unije zajedno s više od trideset agencija koje su zadužene za rješavanje različitih specijaliziranih zadataka, odnosno koje su decentralizirane, djeluju u različitim dijelovima Europske unije. One ulažu napore u rješavanju problema koji se odnose na njegove građane i zajednički interes za Europsku uniju. Također, uspostavljen je sustav mikrobonitetnog i makrobonitetnog nadzora koji čine europska i nacionalna nadzorna tijela formiranjem Europskog sustava financijskog nadzora (ESFS) kao decentralizirane mreže 2009. godine. Mikrobonitetni nadzor odnosi se na višeslojni sustav čija je osnovna funkcija vršenje nadzora nad svim pojedinim institucijama. Europsko nadzorno tijelo za osiguranje i strukovno mirovinsko osiguranje (EIOPA), Europsko nadzorno tijelo za bankarstvo (EBA), Europsko nadzorno tijelo za vrijednosne papire i tržišta kapitala (ESMA) čine slojeve mikrobonitetskog nadzora, a razlikuje ih se prema sektorskom području.

European Insurance and Occupational Pension Authority (EIOPA), odnosno Europsko tijelo za osiguranje i strukovno osiguranje mirovine, regulatorna je agencija odgovorna za sektor osiguranja i profesionalnih mirovina u Europskoj uniji. Osnovano je u siječnju 2011. godine i djeluje unutar pravnog okvira Europskog sustava financijskog nadzora. Primarni cilj EIOPA-e je osigurati stabilnost, transparentnost i učinkovitost tržišta osiguranja i mirovina unutar Europske unije. Surađuje s nacionalnim nadzornim tijelima na promicanju usklađene regulative i nadzora u državama članicama, te djeluje kao središnje tijelo. Također, jedan od ciljeva EIOPA-e je poboljšanje zaštite potrošača, pojednostavljenje prekogranične poslovne aktivnosti i podržavanje stabilnosti financijskog sustava. Ključne odgovornosti EIOPA-e odnose se na regulaciju i nadzor, procjenu rizika, zaštitu potrošača, suradnju i koordinaciju, te međunarodnu suradnju. Nadalje, radi na promicanju transparentnosti, pravednosti i pristupačnosti proizvoda osiguranja i mirovinskog osiguranja. U konačnici, svojim aktivnostima EIOPA pridonosi općem cilju Europske unije u uspostavljanju jedinstvenog tržišta na kojem tvrtke mogu poslovati preko granica uz istovremeno poštivanje pravila i nadzora.

European Banking Authority (EBA), odnosno Europsko nadzorno tijelo za bankarstvo osnovano 2011. godine, predstavlja regulatornu agenciju odgovornu za bonitetno reguliranje i nadzor bankarskog sektora u Europskoj uniji. Dio je Europskog sustava financijskog nadzora (ESFS) i djeluje u okviru Uredbe Europskog nadzornog tijela za bankarstvo. Glavni cilj EBA-e je osigurati stabilnost, integritet i transparentnost bankarskog sustava EU-a. Radi na uspostavi dosljednog regulatornog i nadzornog okvira u državama članicama, kao i na jačanju financijske stabilnosti i promicanju učinkovitog funkcioniranja unutarnjeg tržišta bankarskih usluga. EBA

razvija i promiče usklađene bonitetne standarde i smjernice za bankarski sektor unutar Europske unije. Pridonosi razvoju Jedinog pravilnika koji se sastoji od obvezujućih tehničkih standarda i smjernica koje osiguravaju jednake uvjete za banke u svim državama članicama. EBA ima ključnu ulogu u bankarskom sektoru Europske unije jer svoje napore ulaže u osiguravanje financijske stabilnosti, čvrstih regulatornih standarda i unaprjeđenje zaštite potrošača. Svojim aktivnostima nastoji stvoriti jednake uvjete za banke, olakšati prekogranične bankarske aktivnosti i osigurati otpornost i integritet europskog bankarskog sustava.

European Securities and Markets Authority (ESMA), odnosno Europsko tijelo za vrijednosne papire i tržišta, neovisna je regulatorna agencija odgovorna za regulaciju i nadzor tržišta vrijednosnih papira i sudionika na tržištu u Europskoj uniji. Osnovan je 2011. godine i smatra se nasljednicom Odbora europskih regulatora za tržišta vrijednosnih papira (CESR). Odbor europskih regulatora za tržišta vrijednosnih papira imao je značajnu ulogu u harmonizaciji i koordinaciji regulative vrijednosnih papira diljem Europske unije. CESR je djelovao kao forum za suradnju i razmjenu informacija među nacionalnim regulatorima vrijednosnih papira. Glavni cilj CESR-a bio je poboljšati zaštitu ulagača, osigurati integritet tržišta vrijednosnih papira i promicati dosljednu regulatornu praksu u svim državama članicama Europske unije. Omogućio je razvoj zajedničkih standarda, smjernica i najboljih praksi za regulaciju vrijednosnih papira unutar EU-a. Također, osnivanjem ESMA-e zadržane su funkcije koje se dijele na prema sljedećim razinama:

1. Prva razina – savjetovanje Europske komisije u uspostavljanju propisa vezanih uz političke ciljeve
2. Druga razina – izrada podzakonskih propisa fokusiranih na sadržaj zakonskih zahtjeva
3. Treća razina – razvijanje smjernica, za koje ne postoji pravna obveza, radi uspostavljanja prakse u Europskom sustavu financijskog nadzora
4. Četvrta razina – provođenje ispitivanja i davanje preporuka temeljem nalaza vlastitih istraga. (Lazić, 2020)

Budući da se ESMA smatra nasljednicom, njeni primarni ciljevi nalikuju cijevima CESR-a, odnosno primarni cilj joj je poboljšati zaštitu ulagača, osigurati integritet i transparentnost financijskih tržišta, te promicati stabilna i uredna financijska tržišta unutar Europske unije. Postizanje navedenih ciljeva ostvaruje poticanjem dosljednog regulatornog i nadzornog okvira u svim državama članicama. Funkcije i odgovornosti ESMA-e su sljedeće: regulativa i standardi, nadzor i konvergencija, zaštita ulagača, integritet i stabilnost tržišta, te međunarodna suradnja. Regulativa i standardi koje razvija i promiče ESMA, usklađeni su s tehničkim

standardima i smjernicama koje se odnose na tržišta vrijednosnih papira i sudionike na tržištu. ESMA, za razliku od EBA-e koja pridonosi razvoju Jedinog pravilnika koji se sastoji od obvezujućih tehničkih standarda i smjernica koje osiguravaju jednake uvjete za banke u svim državama članicama, pridonosi razvoju Jedinog pravilnika koji se sastoji od obvezujućih tehničkih standarda i smjernica koje osiguravaju jednake uvjete za tržišne sudionike u svim državama članicama. Nadzor i konvergencija odnose se na koordiniranje nadzora tržišta vrijednosnih papira i sudionika na tržištu u Europskoj uniji. Osim navedenog, ESMA radi i na postizanju konvergencije među nacionalnim nadzornim tijelima u njihovim nadzornim praksama i osiguravanju dosljednog i učinkovitog nadzora u državama članicama. ESMA također provodi procjene nacionalnih tijela radi promicanja visokokvalitetnog nadzora. Zaštita ulagača podrazumijeva provođenje postupaka ESMA-e kojim se usredotočuje na poboljšanje zaštite ulagača promicanjem transparentnosti, integriteta i poštenja na tržištima vrijednosnih papira. Također, ESMA razvija pravila i smjernice kojima nastoji osigurati da ulagači dobiju jasne i točne informacije o financijskim proizvodima i uslugama, te prati i procjenjuje potencijalne rizike za ulagače i poduzima odgovarajuće mjere za njihovo rješavanje. Nadalje, ESMA radi na održavanju integriteta i stabilnosti tržišta vrijednosnih papira u Europskoj uniji, prati razvoj tržišta, identificira potencijalne rizike za cjelovitost tržišta i poduzima radnje za sprječavanje zlouporabe tržišta, kao što je trgovanje povlaštenim informacijama i manipulacija tržištem. ESMA također ima značajnu ulogu u regulaciji agencija za kreditni rejting i trgovinskih repozitorija. Osim toga, uključuje se u međunarodnu suradnju i zastupa interese Europske unije na globalnim forumima i regulatornim inicijativama. Sa svrhom promicanja dosljednih regulatornih standarda i doprinošenja razvoju međunarodnih okvira za regulaciju financijskog tržišta i zaštitu ulagača, ESMA surađuje s drugim globalnim nadzornim tijelima. ESMA je zadržala pojedine funkcije CESR-a, no dobila je i nove ovlasti koje se odnose na:

- sposobnost izrade tehničkih standarda koji imaju pravnu obvezu za sve članice Europske unije
- sposobnost pokretanja ubrzanog postupka u svrhu osiguranja dosljedne primjene zakona Europske unije
- nove ovlasti sa svrhom rješavanja nesuglasica nastalim među nacionalnim tijelima
- sposobnost sklapanja upravnih ugovora sa međunarodnim organizacijama, nadzornim tijelima, te upravama trećih zemalja
- reviziju ugovora koji su sklopljeni. (Lazić, 2020)

Ključna uloga ESMA-e očituje se u području regulacije kreditnih rejting agencija. Zadužena je za objavljivanje tehničkih standarda i temeljnih pravila kojima se regulira način poslovanja kreditnih agencija, također, donosi zakon o poslovanju rejting agencija. Smatra se i jedinim direktnim supervizorom kreditnih rejting agencija čije poslovanje se odvija na području Europske unije. Također, njena ključna uloga dolazi do izražaja i na tržištima vrijednosnih papira u EU promičući povjerenje ulagača, integritet tržišta i financijsku stabilnost. Kroz svoje aktivnosti, ima za cilj stvoriti jednake uvjete za tržišne sudionike, olakšati prekogranične aktivnosti i osigurati ispravno funkcioniranje tržišta vrijednosnih papira unutar EU-a.

„IOSCO je također jedna od bitnih organizacija koja razvija, implementira i promiče standarde regulacije na tržištu kapitala. Intenzivno surađuje s G20 i Odborom za financijsku stabilnost (Financial Stability Board, FSB). Danas članice IOSCO-a reguliraju više od 95 posto svjetskog tržišta kapitala u više od 115 jurisdikcija.“ (Lazić, 2020)

Prilikom pristupanja organizaciji IOSCO, članice su se obvezale na suradnju u razvoju, implementaciji i promociji usklađenosti s međunarodno priznatim i dosljednim regulatornim standardima. Također, one su odgovorne za nadzor i provedbu tih standarda kako bi se zaštitili investitori, održavala poštena, učinkovita i transparentna tržišta te se rješavali sistemski rizici. Cilj je jačanje zaštite investitora i poticanje njihovih ulaganja kroz povećanu razmjenu informacija i pojačani nadzor poslovanja na tržištu. Također se potiče razmjena informacija na globalnoj i regionalnoj razini kako bi se podržao razvoj tržišta, infrastrukture i primjena potrebnih regulativa.

Hrvatska agencija za nadzor financijskih usluga (HANFA) je postala članica IOSCO-a 19. listopada 2009. godine. U kontekstu europskih integracija, pozitivno vrednovanje međunarodnog verifikacijskog odbora, koje se temelji na zahtjevnim kriterijima postavljenim za pristupne članice, potvrđuje visoku kvalitetu pravnog sustava i pridonosi jačanju međunarodnog položaja Republike Hrvatske. Također, stvara pozitivnu atmosferu za potencijalne buduće investitore.

4. ULOGA AGENCIJA ZA KREDITNI REJTING

Agencije za kreditni rejting su neovisne organizacije koje pružaju ocjene kreditne sposobnosti emitenta financijskih instrumenata kao što su državne obveznice, korporativne obveznice te drugi vrijednosni papiri. Njihova uloga je procijeniti rizik koji nosi ulaganje u određeni financijski instrument te pružiti investitorima i drugim dionicima informacije o kvaliteti i sigurnosti tih instrumenata. Za atraktivnost ulaganja je važna i vjerodostojnost dužnika, odnosno njegova kreditna sposobnost koja se može okarakterizirati kao stanje u kojem je kreditni rizik dužnika prihvatljiv za vjerovnika. Kreditnom ocjenom se izražava sposobnost dužnika u vraćanju duga. Veća kreditna ocjena označava veću sposobnost vraćanja duga u cijelosti i pravodobno.

Prema ZSE (2023) agencija za ocjenu rejtinga je neovisno poduzeće koje analizira financijsku snagu (solventnost) drugih poduzeća ili vlada. Agencije za ocjenu rejtinga također proučavaju i uvjete pojedinih dužničkih izdanja. Rejting nekog dužničkog izdanja odražava stupanj povjerenja agencije da će dotični dužnik moći ispuniti preuzete obveze isplate kamata i glavnice prema rasporedu. Agencije za kreditni rejting trebaju djelovati neovisno i bez sukoba interesa kako bi osigurale vjerodostojne ocjene. Njihova nepristranost je ključna jer investitori oslanjajući se na te ocjene donose odluke o ulaganjima. „Kreditne rejting agencije imaju ključnu ulogu u smanjenju asimetričnih informacija između investitora i izdavatelja dužničkih vrijednosnica.“ (Elkhoury, 2008)

Kreditne rejting agencije igraju aktivnu ulogu u mnogim domaćim i inozemnim transakcijama. Te agencije analiziraju i pokušavaju protumačiti obilje dostupnih informacija o investitorima, dužnicima, tržištima i promjenama ekonomskih uvjeta kako bi pružile dublje razumijevanje rizika s kojima se ulagači suočavaju u poslovanju. Njihov cilj je pružiti bolji uvid u kreditne rizike koji se javljaju. Također, pojedine kreditne rejting agencije nude dodatne usluge za naknadu, kao što su analize utjecaja promjena u poslovnim aktivnostima na kreditni rejting dužnika. Također, pružaju usluge savjetovanja financijskim institucijama i poduzećima o upravljanju kreditnim i operativnim rizicima te upravljanju rizicima općenito. U svijetu postoje različite vrste kreditnih agencija, koje se razlikuju po veličini, fokusu i metodologijama koje koriste. Neki se specijaliziraju za određene regije ili industrije, kao što je primjerice osiguranje. Među najpoznatijim agencijama su Moody's, Standard & Poor's (S&P) i Fitch Ratings. Ove agencije pružaju kreditne rejtinge za poduzeća, države i određene vrijednosne papire. Za razliku od manjih kreditnih agencija koje prihod ostvaruju putem pretplate i pružanja ocjena rejtinga

investitorima, Moody's, S&P i Fitch većinu svojih prihoda ostvaruju putem naplate za pružanje ocjena rejtinga.

„Agencije za kreditni rejting svoja mišljenja o kreditnom riziku određenog dužnika ili financijskog instrumenta određuju kreditnim rejtinzima koji su označeni simbolima, tj. slovima, brojevima ili njihovom kombinacijom. Dugoročni rejtinzi navedenih agencija podijeljeni su u dva osnovna razreda: investicijski i špekulativni.“ (Hrvatska narodna banka, 2023) U tablici 1. su prikazani kreditni razredi triju najutjecajnijih agencija te simboli kreditnog rejtinga za svaku od njih.

Tablica 1. Ocjene dugoročnih obveza kreditnih rejting agencija

Fitch Ratings	Moody's	S&P	Opis
Investicijski rejting			
AAA	Aaa	AAA	Najviša kreditna kvaliteta
AA+	Aa1	AA+	Visoka kreditna kvaliteta
AA	Aa2	AA	
AA-	Aa3	AA-	
A+	A1	A+	Iznadprosječna kreditna kvaliteta
A	A2	A	
A-	A3	A-	
BBB+	Baa1	BBB+	Aдекватna kreditna kvaliteta
BBB	Baa2	BBB	
BBB-	Baa3	BBB-	
Špekulativni rejting			
BB+	Ba1	BB+	Ispunjavanje obveza nije sigurno
BB	Ba2	BB	
BB-	Ba3	BB-	
B+	B1	B+	Trenutačna sposobnost ispunjavanja obveza, ali rizik od neispunjavanja u budućnosti
B	B2	B	
B-	B3	B-	
CCC+	Caa1	CCC+	Velika vjerojatnost neispunjavanja obveza
CCC	Caa2	CCC	
CCC-	Caa3	CCC-	

CC	Ca	CC	
C	C	C	
DDD		D	

Izvor: izrada autorice prema Hrvatska narodna banka (2023)

Fitch Ratings i Standard & Poor's ocjenjuju dugoročni rejting ocjenama raspona od AAA do D. Ocjenama se dodaju plus ili minus kako bi se kvantificirale sve kategorije osim AAA, CC, C i D, pri čemu plus označava najviši rejting u kategoriji, a minus označava najniži. Moody's agencija dodjeljuje dugoročne rejtinge u rasponu od Aaa do C. Sve kategorije osim Aaa, Ca i C imaju brojeve od jedan do tri. Broj jedan predstavlja najviši rejting u kategoriji, dok broj tri označava najniži. Uz dugoročne rejtinge, agencije također daju izgleda za dugoročno zaduživanje, koji mogu biti pozitivni, stabilni ili negativni. Izgledi za dugoročno zaduživanje upućuju na mogući smjer promjene kreditnog rejtinga države.

Prema Elkhoury (2008) kreditne rejting agencije se dijele na priznate i nepriznate, odnosno priznate agencije prepoznale su i nadzorne i regulatorne institucije zemalja. Bazelski odbor za nadzor banaka (engl. Basel Committee on Banking Supervision) je međunarodno tijelo koje je osnovano radi unapređenja nadzora i regulacije banaka diljem svijeta. Odbor je nastao 1974. godine kao odgovor na bankovnu krizu i ima sjedište u švicarskom gradu Baselu. Glavna uloga Bazelskog odbora je promoviranje financijske stabilnosti i sigurnosti bankarskog sustava putem razvoja i preporuka za primjenu bankovnih standarda. Dakle, odbor igra ključnu ulogu u unapređenju sigurnosti, stabilnosti i integriteta bankovnog sektora te doprinosi održavanju povjerenja u financijski sustav. Bazelski odbor ima 29 država članica, odnosno središnje banke i regulatorna tijela tih država predstavljaju članove odbora. Dakle, te države članice mogu odobriti ili ne odobriti postojanje i djelovanje kreditnih rejting agencija, a Moody's, S&P i Fitch su agencije priznate od strane svih članica Bazelskog odbora. Najpoznatije međunarodne kreditne rejting agencije nalaze se u Sjedinjenim Američkim Državama, te ih zbog tržišne prevlasti često nazivaju „Tri Američke Sestre“. U svijetu postoji 66 agencija za ocjenu kreditnog rejtinga. Najveći broj agencija se nalazi u Sjedinjenim Američkim Državama, čak njih devet. U Indiji i Kini se nalazi po pet agencija, a Koreja i Peru imaju po četiri. Sve kreditne rejting agencije nalaze se u 34 zemlje svijeta. U Hrvatskoj ne postoji niti jedna agencija za ocjenu kreditnog rejtinga. U nastavku se detaljnije objašnjava povijesna uloga i značaj tri najutjecajnije agencije.

4.1. Moody's Investors Service

Moody's je jedna od najstarijih i najuglednijih kreditnih agencija u svijetu. Njena povijest seže sve do davne 1900. godine, kada je osnovana u New Yorku od strane Johna Moodyja. Prvobitno je nosila naziv Moody's Manual of Railroad and Corporation Securities i fokusirala se na pružanje informacija o vrijednosnim papirima željezničkih kompanija i korporacija. John Moody je bio predvodnik u razvoju sustava ocjenjivanja kreditnog rizika. Njegova vizija bila je pružiti investitorima pouzdane informacije o sigurnosti i povratu ulaganja u vrijednosne papire. Prvo izdanje Moody's Manual objavljeno je 1900. godine, a 1909. godine je osnovana samostalna agencija Moody's. Tijekom godina, Moody's se proširio na ocjenjivanje različitih vrsta vrijednosnih papira, uključujući korporativne obveznice, državne obveznice, hipotekarne vrijednosne papire i strukturirane financijske proizvode. Agencija je razvila vlastitu metodologiju ocjenjivanja koja se temelji na dubinskoj analizi financijskih podataka, kreditnih rizika, tržišnih trendova i drugih relevantnih čimbenika. U 1970-ima, Moody's je proširio svoje operacije izvan Sjedinjenih Američkih Država i postao globalno priznata kreditna agencija. Danas, Moody's ima prisutnost u više od 40 zemalja širom svijeta i pruža kreditne ocjene za tisuće entiteta, uključujući države, financijske institucije i korporacije. Moody's je postao jedan od "Velike trojke" kreditnih agencija, zajedno s Fitch Ratings i Standard & Poor's. Njegove ocjene kreditnog rejtinga imaju velik utjecaj na financijska tržišta diljem svijeta i često se koriste kao referenca za donošenje investicijskih odluka i procjenu kreditnog rizika. Unatoč kontroverzama i kritikama koje su se pojavile tijekom godina o neovisnosti i točnosti kreditnih agencija, Moody's je ostao važan akter na globalnoj financijskoj sceni, pružajući ključne informacije i analize koje pomažu investitorima i dionicima u donošenju informiranih odluka.

4.2. Standard & Poor's Corporation

Standard & Poor's, ili neformalno poznata kao S&P, je tvrtka dobro poznata u cijelom svijetu kao kreator indeksa financijskih tržišta, široko korištenih kao mjerila ulaganja, a njeno središte nalazi se u New Yorku. Agencija je izvor podataka i izdavatelj kreditnih ocjena za tvrtke i dužničke obveze. Možda je najpoznatiji po popularnom i često citiranom indeksu S&P 500. Korijeni tvrtke sežu u 1860. godinu. Standard & Poor's izrastao je iz dvije tvrtke, Poor's

Publishing, izdavača vodiča za željezničku industriju službeno osnovanog 1868., i Standard Statistics Bureau (kasnije Company), osnovanog 1906., koji je objavljivao financijske podatke o tvrtkama. Godine 1923. objavio je svoj prvi burzovni indikator koji je sadržavao 233 poduzeća. Poor's Publishing je u međuvremenu izdao svoju prvu ocjenu 1916. godine. Dvije su se tvrtke spojile 1941. da bi stvorile Standard & Poor's. Sami naziv dolazi upravo od tog spajanja. Publikacija Henryja Varnuma Poora o željezničkim cijenama i već spomenuti The Standard Statistics Bureau tvore novi naziv Standard & Poor's. Tvrtka McGraw-Hill Cos. kupila je S&P 1966. godine, a 2012. Standard & Poor's udružio je svoje poslovanje s indeksima s Dow Jones Industrial Average, čiji je vlasnik bio McGraw-Hill kako bi postao vodeći u burzovnim indeksima. Od 2016. službeni naziv tvrtke je S&P Global. Odjeli S&P Global uključuju S&P Global Ratings, S&P Global Market Intelligence, S&P Dow Jones Indices i S&P Global Platts. Tvrtka ima više od 1500 kreditnih analitičara, a izdano je više od milijun kreditnih ocjena za vlade, korporacije, financijski sektor i vrijednosne papire. S&P je glavni istraživač kreditnog rizika koji pokriva više industrija, referentnih vrijednosti, klasa imovine i zemljopisnih područja. Izdaje kreditne ocjene, u rasponu od AAA do D, za dug javnih i privatnih tvrtki, kao i vlada. Također nudi ocjene kratkoročnog duga i daje ocjene izgleda u rasponu od šest mjeseci do dvije godine. Naziv S&P 500 zapravo stoji za 500 najvećih javnih kompanija u SAD-u koje S&P analizira, a mnoga od njih su vrlo poznata imena kao što su Microsoft, Apple, Exxon Mobile, Bank of America, Visa i Coca-Cola. Kako bi se tvrtka kvalificirala za indeks S&P 500, ona mora imati najmanje 10% svojih dionica u optjecaju na javnom tržištu i imati tržišnu kapitalizaciju od najmanje 13,1 milijarde američkih dolara.

4.3. Fitch Ratings Inc.

Fitch Ratings je jedna od vodećih globalnih kreditnih agencija, koja pruža ocjene kreditnog rejtinga za različite entitete kao što su države, korporacije i financijske institucije. Povijest Fitch Ratingsa započinje 24. prosinca 1913. godine, kada je John Knowles Fitch osnovao Fitch Publishing Company u New Yorku. Fitch Publishing Company je prvobitno bila specijalizirana za pružanje financijskih podataka i analiza za željezničke kompanije. U to vrijeme, željeznička industrija bila je ključna u Sjedinjenim Američkim Državama, stoga je Fitchova tvrtka pružala važne informacije investitorima i tržištu o financijskom zdravlju željezničkih kompanija. Tijekom godina, Fitch Publishing Company proširila je svoje usluge i počela pružati ocjene kreditnog rejtinga, uzimajući u obzir kreditni rizik emitenata vrijednosnih papira. To je postalo

ključno za investitore koji su željeli informacije o sigurnosti i povratu ulaganja. 1977. godine, Fitch Publishing Company se spojila s IBCA Limited, vodećom međunarodnom kreditnom agencijom sa sjedištem u Londonu. Taj spoj stvorio je Fitch IBCA, s ciljem pružanja globalnih kreditnih ocjena i širenja prisutnosti tvrtke na međunarodnom tržištu. Nakon daljnjih promjena u vlasništvu, 2000. godine tvrtka je preimenovana u Fitch Ratings kako bi bolje odražavala svoje usluge ocjenjivanja kreditnog rejtinga. Fitch Ratings je nastavio rasti i razvijati se kao jedna od najuglednijih kreditnih agencija u svijetu. Danas, Fitch Ratings ima globalnu prisutnost s uredima u više od 30 zemalja i pruža ocjene kreditnog rejtinga za širok spektar entiteta širom svijeta. Njihove ocjene kreditnog rejtinga pružaju ključne informacije investitorima, dionicima i tržištu kako bi donijeli informirane odluke o ulaganju i procijenili kreditni rizik.

5. ANALIZA MEĐUOVISNOSTI MAKROEKONOMSKIH POKAZATELJA I KREDITNOG REJTINGA REPUBLIKE HRVATSKE

U narednim potpoglavljima analizira se međusobna veza između kretanja ocjene kreditnog rejtinga i odabranih makroekonomskih pokazatelja. Budući da je teoretski već poznato da određeni ekonomski čimbenici utječu na visinu ocjene kreditne kvalitete, u istraživačkom dijelu rada pobliže se promatra profil Hrvatske i jačina veze između određenih makroekonomskim pokazatelja i rejtinga. Javni dug je jedan od najbitnijih makroekonomskih elemenata te mu se pridaje veliki značaj u ovom istraživanju. Republika Hrvatska donosi Programe konvergencije i Strategije za upravljanje javnim dugom u kojima velikim dijelom govori o javnom dugu i njegovom značaju za fiskalnu politiku.

Program konvergencije za Republiku Hrvatsku je dokument koji se priprema i šalje Europskoj komisiji u skladu s pravilima Europske unije. Program konvergencije ima cilj predstaviti ekonomske politike i reforme koje će zemlja provoditi kako bi postigla makroekonomsku stabilnost i ispunila kriterije za sudjelovanje u europskom monetarnom sustavu.

U Programu konvergencije za Republiku Hrvatsku opisuje se trenutno stanje gospodarstva, makroekonomske projekcije, strukturne reforme, fiskalnu politiku, politiku plaća, tržište rada, mirovinski sustav i druge relevantne aspekte. Dokument također uključuje informacije o postignućima zemlje u vezi s prethodnim preporukama Europske komisije i planovima za daljnje korake. Program konvergencije obično pruža smjernice o tome kako zemlja namjerava smanjiti javni dug, ostvariti fiskalnu održivost, povećati konkurentnost gospodarstva, poboljšati upravljanje javnim financijama te provedbu strukturnih reformi. Osim toga, dokument može sadržavati informacije o politikama koje se odnose na inflaciju, stabilnost cijena, monetarnu politiku i druga relevantna područja.

Često se javljaju razlike između optimalne i trenutne strukture duga, uglavnom kao rezultat negativnog i nestabilnog makroekonomskog okruženja, nedovoljno razvijenog tržišta, nedostatka potražnje za određenim vrstama dugovnih instrumenata i slično.

Potrebno je kreirati strategije upravljanja javnim dugom, a kako bi strategija bila dosljedna i sveobuhvatna, važno je uspostaviti smjernice koje se međusobno nadopunjuju i doprinose

postizanju ciljeva upravljanja javnim dugom. To je zadatak Ministarstva financija koje sastavlja strategije upravljanja javnim dugom za buduće trogodišnje razdoblje.

Ciljevi Strategije upravljanja javnim dugom od 2011. do 2013. godine obuhvaćali su sljedeće elemente: pridonijeti stabilizaciji omjera javnog duga u odnosu na bruto domaći proizvod (BDP), produžiti prosječno vrijeme dospelja duga i smanjiti udio kratkoročnog duga u ukupnom dugom, implementirati zaštitne mehanizme od valutnog rizika, razvijati krivulju prinosa na domaćem i inozemnim tržištima, te kontinuirano poboljšavati i razvijati domaće tržište vrijednosnih papira.

Glavni cilj zaduživanja i upravljanja dugom od 2017. do 2019. godine bio je osigurati financijske potrebe državnog proračuna ostvarivanjem najnižih srednjoročnih i dugoročnih troškova financiranja, uz preuzimanje razboritog rizika. U svrhu ostvarenja općeg cilja upravljanja dugom, Strategija je definirala metode za unaprjeđenje održivosti ukupnog duga i smanjenje rizika. Strategija je također identificirala provedbene rizike i načela za njihovo ublažavanje, s posebnim naglaskom na jačanje pravnog i institucionalnog okvira za upravljanje javnim dugom, smanjenje rizika refinanciranja i udjela kratkoročnog duga u ukupnom javnom dugom, ublažavanje valutnog i kamatnog rizika javnog duga, te povećanje transparentnosti javnog duga i zaduživanja.

Vlada Republike Hrvatske je ponovno 2018. godine prihvatila Strategiju upravljanja javnim dugom za razdoblje od 2018. do 2020. godine u kojem navodi iste ciljeve kao i u prethodnoj strategiji. Primjenom elemenata koji su opisani u ovim strategijama postići će se poboljšanje održivosti ukupnog javnog duga, istovremeno smanjujući rizike povezane s njim. U novoj Strategiji donesenoj sredinom 2019. godine, ključni ciljevi upravljanja javnim dugom u Hrvatskoj ostaju održavanje održivosti duga, stabilizacija i smanjenje javnog duga u odnosu na BDP, te poboljšanje povoljnih uvjeta zaduživanja. Postoji mogućnost variranja strategije upravljanja javnim dugom u ovisnosti o makroekonomskim uvjetima, fiskalnoj politici i drugim relevantnim faktorima. Izvršenje tih zadataka doprinijet će nastavku provedbe održive, razumne i uravnotežene fiskalne politike, stvarajući preduvjete za daljnje smanjenje fiskalnih neravnoteža i opterećenja duga.

U istraživanju se navode točni podaci o udjelu javnog duga u BDP-u te ostalim makroekonomskim pokazateljima za razdoblje od 2012. do 2022. godine. Budući da se promatra i ocjena kreditnog rejtinga Republike Hrvatske u navedenom razdoblju, kao mjerilo je odabran rejting dodijeljen od agencije Standard&Poor's.

5.1. Međuovisnost kreditnog rejtinga i javnog duga

Makroekonomski pokazatelji pružaju informacije o stanju gospodarstva i mogu biti korisni u donošenju političkih odluka za poticanje gospodarskog rasta. Ovo potpoglavlje izdvaja udio javnog duga u BDP-u kao čimbenik čijom promjenom se prati kretanje hrvatske kreditne ocjene. Javni dug se odnosi na ukupni iznos novca koji zemlja duguje svojim vjerovnicima. Ovaj dug obično nastaje emitiranjem vladinih obveznica, računa i drugih vrijednosnih papira. Države posuđuju novac kako bi financirale svoje troškove za javne usluge, infrastrukturu, socijalne programe i druge troškove. Visoki stupanj javnog duga može imati značajne ekonomske posljedice, uključujući više kamatne stope, smanjeno povjerenje ulagača i povećane troškove zaduživanja. To može dovesti do smanjenja gospodarskog rasta, nižeg standarda života i povećane financijske nestabilnosti. Međutim, određena razina javnog duga smatra se uobičajenom i čak nužnom za održavanje stabilne i funkcionalne ekonomije. Vlade često koriste dug kao alat za upravljanje kratkoročnim ekonomskim fluktuacijama i ulaganje u dugoročne projekte koji mogu imati pozitivne ekonomske i društvene koristi. U tablici 2. su vidljive promjene udjela javnog duga u BDP-u te dodijeljena kreditna ocjena u Hrvatskoj od 2012. do 2022. godine.

Tablica 2. Javni dug u Hrvatskoj s dodijeljenim kreditnim rejtingom

	Udio javnog duga u BDP-u	Kreditna ocjena S&P agencije
2012.	69,2	BB+
2013.	80,1	BB+
2014.	83,8	BB
2015.	83,2	BB
2016.	79,7	BB
2017.	76,5	BB
2018.	73,2	BB+
2019.	71	BBB-
2020.	87	BBB-
2021.	78,4	BBB-
2022.	68,4	BBB+

Izvor: izrada autorice prema Trading Economics (2023)

Što se tiče udjela javnog duga u BDP-u, najveći iznos u promatranom razdoblju zabilježen je 2020. godine kada je udio javnog duga u BDP-u iznosio 87%, ali se kreditna ocjena nije promijenila u odnosu na prethodnu godinu, a ista je ostala i godinu nakon kada se ta brojka značajno smanjila za 8,6%. Iz 2012. u 2013. godinu udio duga u BDP-u je porastao za 10,9% te se ocjena kreditne agencije također nije promijenila u tom razdoblju. U trenutku kada Hrvatska ostvaruje investicijski rejting, udio duga u BDP-u je pao za 2,2%. Najviši rejting je Hrvatska zabilježila 2022. godine, a udio javnog duga u BDP-u je te godine iznosio 68,4%, što je 10% manje nego prethodne godine.

5.2. Međuovisnost kreditnog rejtinga i realnog BDP-a

Stopa rasta bruto domaćeg proizvoda odnosi se na postotno povećanje vrijednosti dobara i usluga u zemlji tijekom određenog vremenskog razdoblja, u ovom slučaju godine. To je jedna od najvažnijih mjera ekonomske uspješnosti zemlje i često se koristi za procjenu ukupnog zdravlja ekonomije. Viša stopa rasta BDP-a obično ukazuje na to da se gospodarstvo zemlje širi i da se povećava proizvodnja dobara i usluga. To može dovesti do viših prihoda, nižih stopa nezaposlenosti i poboljšanja životnog standarda stanovništva. S druge strane, niža stopa rasta BDP-a može ukazivati na zastoj ili smanjenje gospodarstva, što može rezultirati nižim prihodima, višim stopama nezaposlenosti i smanjenjem životnog standarda. U tablici 3. se mogu vidjeti dostupni podaci o promjeni stope realnog BDP-a i dodijeljeni rejting za Republiku Hrvatsku od 2012. do 2022. godine.

Tablica 3. Realni BDP u Hrvatskoj s dodijeljenim kreditnim rejtingom

	Stopa rasta/pada realnog BDP-a	Kreditna ocjena S&P agencije
2012.	-2,3	BB+
2013.	-0,4	BB+
2014.	-0,4	BB
2015.	2,5	BB
2016.	3,6	BB
2017.	3,4	BB
2018.	2,8	BB+
2019.	3,4	BBB-
2020.	-8,6	BBB-
2021.	13,1	BBB-
2022.	6,3	BBB+

Izvor: izrada autorice prema Trading Economics (2023)

Iz tablice 3. je vidljivo da u doba pada realnog BDP-a od 2012. do 2014. godine, Hrvatska ima špekulativni rejting koji se zadržao do 2018. godine iako je realni BDP bio u porastu. Uspoređujući samo 2017. i 2019. godinu, Hrvatska bilježi jednaku stopu rasta BDP-a, ali se kreditne ocjene razlikuju, 2017. je BB, a 2019. je BBB-. Zanimljivo je da je stopa BDP-a 2020. godine iznosila -8,6%, ali se rejting nije promijenio u odnosu na 2019. godinu, te da se stopa BDP-a 2022. znatno smanjila u odnosu na 2021. godinu, ali se kreditni rejting poboljšao.

5.3. Međuovisnost kreditnog rejtinga i nezaposlenosti

Nezaposlenost se odnosi na situaciju kada pojedinci koji su spremni i sposobni raditi ne mogu pronaći posao. To je važan ekonomski pokazatelj koji odražava zdravlje tržišta rada u zemlji. Stopa nezaposlenosti obično se izračunava kao postotak radno sposobnog stanovništva koji nema posao, ali aktivno traži zaposlenje. Visoki nivoi nezaposlenosti mogu imati značajne ekonomske i društvene posljedice, poput smanjenja potrošnje potrošača, nižeg gospodarskog rasta, povećanog siromaštva i nejednakosti te društvenih nemira. Nezaposlenost također dovodi do gubitka potencijalnog proizvodnog kapaciteta za gospodarstvo jer ima manje radnika koji

proizvode robu i pružaju usluge. Vlade i političari koriste različite alate za smanjenje nezaposlenosti, kao što su programi osposobljavanja za posao, povećanje javnih radova, davanje poticaja poslovnim subjektima za stvaranje radnih mjesta te prilagodbu kamatnih stopa kako bi potaknuli gospodarsku aktivnost. Međutim, važno je napomenuti da nije svaka nezaposlenost loša. Određena razina nezaposlenosti smatra se normalnom i zdravom u dinamičnom gospodarstvu jer odražava promjene na tržištu rada poput promjena zaposlenja radnika, novih radnika koji ulaze na tržište i prilagođavanja poslovnih subjekata promjenjivim tržišnim uvjetima. Zapravo, određena razina nezaposlenosti, poznata kao frikcijska nezaposlenost, nužna je za dobro funkcioniranje tržišta rada. Politički cilj je postići ravnotežu između smanjenja nezaposlenosti i osiguranja zdravog i učinkovitog tržišta rada. O povezanosti nezaposlenosti s kreditnim rejtingom, može se steći dojam uvidom u tablicu 4. u kojoj je vidljivo kretanje stope nezaposlenosti u Hrvatskoj i dodijeljeni kreditni rejting od 2012. do 2022. godine.

Tablica 4. Stopa nezaposlenosti u Hrvatskoj s dodijeljenim kreditnim rejtingom

	Stopa nezaposlenosti	Kreditna ocjena S&P agencije
2012.	15,9	BB+
2013.	17,3	BB+
2014.	17,3	BB
2015.	16,2	BB
2016.	13,1	BB
2017.	11,2	BB
2018.	8,4	BB+
2019.	6,6	BBB-
2020.	7,5	BBB-
2021.	7,6	BBB-
2022.	6,7	BBB+

Izvor: izrada autorice prema The World Bank (2023)

Iz tablice 4. je vidljivo da je Hrvatska u godinama s najnižom kreditnom ocjenom bilježila najveće stope nezaposlenosti. Kada je nezaposlenost 2018. godine pala ispod 10%, ocjena je ostala ista, ali je Hrvatska dobila pozitivan izgled za rast. Ipak, vidljivo je da se i u godinama

prije toga, od 2014. do 2017., nezaposlenost smanjivala, ali je kreditna ocjena ostala ista, što upućuje na druge faktore koji su utjecali na nepromijenjenu kreditnu sposobnost. Nezaposlenost je 2019. godine pala na 6,6% te je u toj godini Hrvatska klasificirana kao država s investicijskim rejtingom. Od tada do danas, nezaposlenost je varirala za oko jedan postotni bod i Hrvatska je u tom vremenu održala investicijski rejting te je naposljetku 2022. godine dobila i veću kreditnu ocjenu, a u tom trenutku je stopa nezaposlenosti iznosila 6,7%.

5.4. Međuovisnost kreditnog rejtinga i inflacije

Inflacija se odnosi na opći porast cijena roba i usluga u nekom gospodarstvu. Obično se mjeri kao postotni rast ukupne razine cijena košarice dobara i usluga, često predstavljene indeksom potrošačkih cijena. Na inflaciju utječu različiti čimbenici poput ponude i potražnje, vladinih politika i ukupne zdravstvene situacije gospodarstva. Inflacija smanjuje kupovnu moć potrošača te smanjuje povjerenje ulagača. Centralne banke i vlade koriste različite alate za upravljanje inflacijom, poput prilagođavanja kamatnih stopa, kontrole novčane mase i provedbe fiskalnih politika. Cilj je održavanje stabilnosti cijena i sprječavanje nekontrolirane inflacije. Europska središnja banka ima za cilj održavanje stope inflacije oko 2% kako bi se održala stabilnost cijena u eurozoni. Važno je napomenuti da ni deflacija, odnosno inflacija s negativnim predznakom, nema pozitivan utjecaj na gospodarstvo, iako po definiciji deflacija predstavlja pad razina cijena i veću kupovnu moć potrošača. Ipak, deflacija velikim dijelom utječe na investitore te na otplatu dugova jer se povećava realna vrijednost duga. U tablici 5. je vidljivo kretanje stope inflacije u Hrvatskoj te dodijeljeni kreditni rejting od 2012. do 2022. godine.

Tablica 5. Stopa inflacije u Hrvatskoj s dodijeljenim kreditnim rejtingom

	Stopa inflacije	Kreditna ocjena S&P agencije
2012.	3,4	BB+
2013.	2,2	BB+
2014.	-0,2	BB
2015.	-0,5	BB
2016.	-1,1	BB
2017.	1,1	BB
2018.	1,5	BB+
2019.	0,8	BBB-
2020.	0,2	BBB-
2021.	2,6	BBB-
2022.	10,8	BBB+

Izvor: izrada autorice prema The World Bank (2023)

Iz tablice 5. je vidljivo da je hrvatski kreditni rejting bio najniži u godinama kada je zabilježena deflacija. Stopa inflacije je 2012. godine iznosila 3,4% što je iznad optimalne stope koju je odredila Europska središnja banka i tada je Hrvatska imala špekulativni rejting, isto kao i 2013. godine kada je stopa inflacije iznosila 2,2%. Takav trend se nastavlja do 2019. godine kada Hrvatska prvi put u promatranom razdoblju ostvaruje adekvatnu kreditnu kvalitetu u razredima investicijskog rejtinga. Zanimljivo je da Hrvatska ima najviši rejting 2022. godine kada je stopa inflacije najveća, što ukazuje na to da postoje i drugi čimbenici koji utječu na kretanje rejtinga, odnosno da sama inflacija nije faktor koji uvjetuje promjenu kreditne ocjene.

6. KREDITNI REJTING REPUBLIKE HRVATSKE

Sve zemlje članice Europske unije moraju zadovoljiti kriterije konvergencije ukoliko žele ući u treću fazu ekonomske i monetarne unije (EMU), odnosno ako žele uvesti euro kao službenu valutu. Kriteriji konvergencije se još nazivaju i kriteriji iz Maastrichta. Ovi kriteriji su bitni jer je uspjeh jedinstvene monetarne politike moguć samo ako sve zemlje postignu visoku razinu fiskalne konvergencije prije ulaska u monetarnu uniju. Maastrichtski kriteriji nominalne konvergencije su visok stupanj cjenovne stabilnosti, fiskalna stabilnost, postizanje stabilnog tečaja te zadovoljavajuće nominalne dugoročne kamatne stope.

Stabilnost cijena se, u praksi, odnosi na stopu inflacije koja ne smije biti 1,5% veća od prosječne stope inflacije triju zemalja Europske unije s najnižom inflacijom u prethodnoj godini. Stopa inflacije mjerena je indeksom potrošačkih cijena. Fiskalna stabilnost se odnosi na proračunski deficit i javni dug. Odnosno, udio proračunskog deficita opće države u bruto domaćem proizvodu ne bi trebao prelaziti 3% na kraju prethodne godine. Međutim, u slučaju da se taj udio privremeno poveća, dopušteno je da bude iznad (ali i dalje blizu) razine od 3%. Što se tiče javnog duga, njegov udio u BDP-u ne smije prijeći 60% na kraju prethodne financijske godine. Ukoliko nije ispunjen uvjet da udio bude manji od 60%, tada udio mora pokazivati trend značajnog smanjenja i zadovoljavajućom brzinom se približavati referentnoj vrijednosti. Taj kriterij se naziva i fiskalno pravilo javnog duga. Kada se promatra kriterij stabilnog tečaja, „zemlja članica mora sudjelovati u Tečajnome mehanizmu (Exchange-rate mechanism, ERM) Europskoga monetarnog sustava (European Monetary System, EMS) neprekidno tijekom dvije godine prije godine u kojoj se preispituje stanje. To znači da se fluktuacije tečaja između eura i valuta članica moraju kretati u dogovorenim granicama. Osim toga, u istom razdoblju zemlja članica ne smije devalvirati svoju valutu. Nakon prelaska u treću fazu EMU-a i nakon prihvaćanja eura, Europski monetarni sustav zamjenjuje se novim Tečajnim mehanizmom (ERM II). Europski monetarni sustav utvrđen je 1979. godine kao dogovor kojim su zemlje članice vezale svoje valute kako bi spriječile njihove velike fluktuacije, ostvarile monetarnu stabilnost te se pripremile za uvođenje zajedničke valute. Godine 1999. Europski monetarni sustav zamijenjen je s ERM II, a euro postaje sidro za zemlje koje u njemu sudjeluju. To su zemlje članice EU koje još nisu prihvatile euro, te dvije godine prije pristupanja eurozoni moraju sudjelovati u ERM II.“ (Kesner-Škreb, 2006) Posljednji kriterij odnosi se na nominalnu dugoročnu kamatnu stopu na državne obveznice ili slične vrijednosnice, koja ne bi trebala premašiti odgovarajuću kamatnu stopu u tri zemlje članice s najnižom inflacijom za više od

2%. Riječ je o istim zemljama koje se navode u kriteriju o stabilnosti cijena. Razdoblje razmatranja je godina prije početka procjene stanja u određenoj zemlji članici koja je kandidat za EMU.

Također je iznimno važno postići realnu ekonomsku konvergenciju jer nedostatak konkurentnosti na tržištu Europske unije može dovesti do velikih troškova i čak do recesije za zemlju. Realna ekonomska konvergencija podrazumijeva dostizanje razine razvijenosti prosjeka država članica Europske unije. Ovo se prati kroz različite pokazatelje kao što su BDP per capita, prosječna razina plaća, paritet kupovne moći, raspodjela dohotka, stopa nezaposlenosti, produktivnost rada, realni devizni tečaj, odnos cijena domaćih i inozemnih dobara, udio poljoprivrede u BDP-u, struktura zaposlenosti, saldo i struktura vanjske trgovine te druge relevantne varijable. Za razliku od nominalne konvergencije koja se može postići i na administrativan način u kratkom roku, realna ekonomska konvergencija se postiže dugoročnim procesom primjene odgovarajućih ekonomskih politika, strukturalnih reformi i razvoja ekonomskih institucija.

Svi navedeni kriteriji također su važni pri formiranju ocjene kreditnog rejtinga. U narednim potpoglavljima se iznose podaci o ocjeni kreditnog rejtinga Republike Hrvatske kroz povijest te se daje usporedba hrvatskog rejtinga i rejtinga zemalja članica Europske unije.

6.1. Kretanje kreditnog rejtinga Republike Hrvatske od 2012. do 2022. godine

Kreditni rejting Republike Hrvatske se značajno promijenio kroz povijest, a u tablici 6. su vidljivi podaci o tim promjenama od 2012. do 2022. godine.

Tablica 6. Kreditni rejting Republike Hrvatske od 2012. do 2022. godine

GODINA	AGENCIJA		
	Fitch Ratings	Moody's	Standard & Poor's
2012.	BBB-	Baa3	BB+
2013.	BB+	Ba1	BB+
2014.	BB	Ba1	BB
2015.	BB	Ba2	BB
2016.	BB	Ba2	BB

2017.	BB	Ba2	BB
2018.	BB+	Ba2	BB+
2019.	BBB-	Ba2	BBB-
2020.	BBB-	Ba1	BBB-
2021.	BBB	Ba1	BBB-
2022.	BBB+	Baa2	BBB+

Izvor: izrada autorice prema World Government Bonds (2022)

Promatrajući 11 godina prikazanih u tablici 6., vidljive su promjene u ocjeni kreditnog rejtinga za Republiku Hrvatsku. Ona se klasificirala kao država s investicijskim rejtingom 2012. godine od strane sve tri agencije, ali joj je od 2013. do 2018. godine rejting pao na špekulativni, a Moody's je zadržao ocjenu špekulativnog rejtinga sve do 2022. godine. U 2022. godini sve tri agencije dale su mišljenje da Hrvatska ima investicijski rejting te to čini najviši razred kreditnog rejtinga u hrvatskoj povijesti. Osim same ocjene kreditnog rejtinga, agencije daju i svoj sud o mogućnosti budućeg kretanja kreditnog rejtinga te to mogu ocijeniti kao pozitivan, stabilan ili negativan izgled za rast. Što se tiče ocjenjivanja tih izgleda, Hrvatska je stekla negativnu ocjenu agencije Fitch Ratings za 2012., 2015. i 2016. godinu, Moody's je imao isto mišljenje za te godine, ali je dodatno i 2014. ocijenio kao negativnu godinu, dok je Standard & Poor's utvrdio kako je Hrvatska imala negativan izgled za rast 2013. i 2015. godine. Najčešća pretpostavka o rastu hrvatskog kreditnog rejtinga bila je stabilna, i to od strane Fitch Ratings za 2013., 2014., 2017., 2020. te 2022. godinu, od strane Moody's za 2013., 2017., 2018. godinu i od 2020. pa do danas te od strane Standard & Poor's za 2012., 2014., 2015. pa uzastopno od 2019. godine do danas. U promatranom razdoblju, Hrvatska prvi pozitivan izgled za rast bilježi 2017. godine od strane agencije Standard & Poor's. Takvu ocjenu je agencija zadržala i 2018. godine. Što se tiče drugih agencija, Moody's je Hrvatskoj dao pozitivan izgled za rast rejtinga samo 2019. godine, a Fitch Ratings je takvo mišljenje izrazio najviše puta, 2018., 2019. te 2021. godine. Iz navedenog je jasno da je najteža godina za Hrvatsku po pitanju rejtinga bila 2015. kada su sve tri agencije pretpostavile negativan izgled za rast hrvatskog rejtinga. U promatranom razdoblju, agencije su se jednoglasno složile samo još 2020. i 2022. godine kada su Hrvatskoj predvidjele stabilan izgled za rast, iako je Moody's u te dvije godine svrstao Hrvatsku u niži kreditni razred nego druge dvije agencije. Na temelju prikazanog, vidljivo je da agencije mogu dati različito mišljenje o istom objektu promatranja.

6.2. Usporedba kreditnog rejtinga Republike Hrvatske s drugim zemljama članicama EU

U narednom potpoglavlju izneseni su podaci o ocjenama kreditnog rejtinga u zemljama članicama Europske unije od strane tri najutjecajnije agencije koje dodjeljuju rejting. U tablici 7. su, osim ocjena, vidljive i godine učlanjenja države u zajednicu te koje su države članice eurozone.

Tablica 7. Kreditni rejtingi zemalja članica EU

GODINA UČLANJENJA	DRŽAVA	AGENCIJA		
		Fitch Ratings	Moody's	Standard & Poor's
1958.	Belgija	AA-	Aa3	AA
	Francuska	AA	Aa2	AA
	Italija	BBB	Baa3	BBB
	Luksemburg	AAA	Aaa	AAA
	Nizozemska	AAA	Aaa	AAA
	Njemačka	AAA	Aaa	AAA
1973.	Danska*	AAA	Aaa	AAA
	Irska	AA-	Aa3	AA-
1981.	Grčka	BB+	Ba3	BB+
1986.	Portugal	BBB+	Baa2	BBB+
	Španjolska	A-	Baa1	A
1995.	Austrija	AA+	Aa1	AA+
	Finska	AA+	Aa1	AA+
	Švedska*	AAA	Aaa	AAA
2004.	Češka*	AA-	Aa3	AA-
	Cipar	BBB	Ba1	BBB
	Estonija	AA-	A1	AA-
	Letonija	A-	A3	A+
	Litva	A	A2	A+
	Mađarska	BBB	Baa2	BBB-

	Malta	A+	A2	A-
	Poljska*	A-	A2	A-
	Slovačka	A	A2	A+
	Slovenija	A	A3	AA-
2007.	Bugarska*	BBB	Baa1	BBB
	Rumunjska*	BBB-	Baa3	BBB-
2013.	Hrvatska	BBB+	Baa2	BBB+

*nisu države članice eurozone

Izvor: izrada autorice prema Hrvatska narodna banka (2023.)

Iz tablice 7. je vidljivo da čak pet zemalja ima najvišu kreditnu ocjenu od sve tri agencije koje dodjeljuju rejting, a to su Luksemburg, Nizozemska, Njemačka, Danska i Švedska, a od toga Danska i Švedska nisu članice eurozone. Zemlja koja je ocjenjena kao ona s najnižim rejtingom u Europskoj uniji je Grčka te pripada u razrede špekulativnog rejtinga i njeno ispunjenje obveza nije sigurno. Osim Grčke, niti jedna druga zemlja članica EU nema špekulativni rejting. Bolji rejting od Hrvatske, osim pet zemalja s najvišom ocjenom, imaju i Belgija, Francuska, Irska, Španjolska, Austrija, Finska, Češka, Estonija, Letonija, Litva, Malta, Poljska, Slovačka i Slovenija. Od navedenih, samo Poljska i Češka nisu članice eurozone. Niži rejting od Hrvatske, osim Grčke, imaju i Italija, Cipar, Mađarska, Bugarska i Rumunjska, od kojih Mađarska, Bugarska i Rumunjska nisu članice eurozone. Portugal ima jednaku kreditnu ocjenu kao i Hrvatska od strane sve tri agencije. Velika Britanija, kao nekadašnja članica Europske unije, također ima veći rejting od Hrvatske te ju agencije ocjenjuju kao zemlju s visokom kreditnom kvalitetom. Velika Britanija je iz zajednice izašla 31. siječnja 2020., a od tada joj rejting, iako uz neke promjene, nije promijenio kreditni razred.

7. RASPRAVA

U poglavlju istraživanja, preuzeti su podaci s web stranica Trading Economics i The World Bank o udjelu javnog duga u BDP-u, stopi rasta/pada realnog BDP-a te podaci o stopama inflacije i nezaposlenosti. Period promatranja tih pokazatelja za ovo istraživanje je bio od 2012. do 2022. godine kada su dostupni zadnji aktualni podaci. U tih jedanaest godina, rejting Republike Hrvatske se mijenjao, kao i gore navedeni pokazatelji. Cilj ovog rada je zaključiti u kojoj mjeri su promatrani pokazatelji utjecali na promjenu kreditnog rejtinga.

Promatrajući kretanje udjela javnog duga u BDP-u, taj postotak u promatranom razdoblju nije iznosio ispod 68,4%. Kada je u 2013. godini udio javnog duga u BDP-u naglo porastao za 10,9%, kreditna ocjena se nije promijenila, što je bio slučaj i kad se 2021. udio smanjio za 8,6%. Ipak, kada se 2022. godine udio javnog duga smanjio za 10% u odnosu na prethodnu godinu, kreditni rejting se povećao za jednu ocjenu. Uvažavajući fiskalno pravilo koje govori da udio duga u BDP-u ne bi trebao iznositi više od 60%, Hrvatska ne pokazuje odličan rezultat, ali se njena ocjena kreditnog rejtinga poboljšava. To može značiti da postoji tendencija snižavanja udjela javnog duga u BDP-u te da Hrvatska provodi dobru strategiju upravljanja javnim dugom.

Nadalje, što se tiče promjene realnog bruto domaćeg proizvoda kroz promatrani period, vidljivo je da je u doba kada je Hrvatska imala pad realnog BDP-a i ocjena kreditne agencije S&P bila u špekulativnom razredu. Blagim porastom BDP-a, Hrvatska je zadržala špekulativni rejting do 2019. kada je s ne tako velikim porastom u BDP-u ostvarila veću kreditnu ocjenu i prešla u razrede investicijskog rejtinga gdje se zadržala čak i kada je 2020. godine zabilježila pad realnog BDP-a sa stopom od -8,6%.

Kada se promatra nezaposlenost, odnosno udio radnog sposobnog stanovništva koji trenutno ne radi u ukupnoj radnoj snazi, taj se postotak kroz godine smanjivao. Iako se od 2014. do 2017. godine nezaposlenost smanjila za 6,1%, a u tim godinama se kreditna ocjena nije mijenjala. Najniža stopa nezaposlenosti od 6,6% evidentirana je 2019. godine kada je rejting bio BBB-, a 2022. je ta stopa iznosila 6,7%, a rejting je bio bolji, odnosno dodijeljena ocjena je bila BBB+ što je ujedno i najveći rejting ikada dodijeljen Hrvatskoj.

Inflacija je doživjela velike oscilacije u promatranom razdoblju. Primjerice, 2014., 2015. i 2016. godine zabilježena je deflacija u Hrvatskoj te je ocjena rejtinga bila BB. Taj je rejting manji nego što je bio 2012. i 2013. godine kada je u Hrvatskoj bila prisutna niska inflacija od 3,4% i

2,2%, respektivno. 2022. godine Hrvatska bilježi rastuću inflaciju od 10,8% jer se zbog raznih geopolitičkih razloga digla opća razina cijena, ne samo u Hrvatskoj, nego i u ostatku svijeta. Bez obzira na to, Hrvatska ostvaruje najvišu kreditnu ocjenu u svojoj povijesti. Poboljšanje ocjene kreditnog rejtinga može značiti da se Hrvatska uspješno bori s povećanom stopom inflacije te donosi politike koje suzbijaju inflatorne pritiske.

Sumirajući sve podatke i razmatranja u ovom istraživanju, može se zaključiti kako svaki pojedini makroekonomski pokazatelj ne utječe direktno na promjenu rejtinga, ali zajedno u konačnici oblikuju sliku hrvatskog gospodarstva i modeliraju kreditnu ocjenu. Kada bi svaki pojedini pokazatelj izravno kreirao promjene u ocjenjivanju kreditne kvalitete, podaci u istraživanju bi bili drugačiji te bi promjene ocjena pratile promjene pokazatelja. Ukupna impresija koju daju makroekonomski pokazatelji uvjet je za stvaranje kreditne ocjene neke države, pa tako i Republike Hrvatske te se zaključuje kako ukupni podaci o kretanju svih pokazatelja kreiraju ocjenu kreditnog rejtinga, ali pojedinačno ne uvjetuju u promjeni ocjene kreditne kvalitete neke države, nego je potrebno sagledati i druge ekonomske i neekonomske faktore.

8. ZAKLJUČAK

Zaključno, kreditni rejting igra značajnu ulogu u financijskom svijetu, pružajući ulagačima i dionicima vrijedne informacije o kreditnoj sposobnosti i riziku povezanom s određenim subjektom ili financijskim instrumentom. Agencije za kreditni rejting imaju ključnu ulogu u globalnom financijskom sustavu pružajući neovisne procjene kreditne sposobnosti i rizika povezanih s različitim subjektima i financijskim instrumentima. Ove ocjene omogućuju tržišnim sudionicima da procijene kreditni rizik ulaganja, donesu informirane investicijske odluke i učinkovito upravljaju svojim portfeljima.

Međutim, agencije za kreditni rejting suočile su se s kritikama, osobito nakon financijske krize 2008. godine. Izražena je zabrinutost zbog mogućih sukoba interesa, točnosti ocjena i vremena promjena ocjena. Regulatori su od tada proveli mjere za povećanje transparentnosti, odgovornosti i kvalitete kreditnog rejtinga. Važno je da sudionici na tržištu postupaju s dužnom pažnjom pri tumačenju kreditnih ocjena i da ih nadopune dodatnim istraživanjem i analizama. Kreditne ocjene treba koristiti kao dio sveobuhvatnog okvira za procjenu rizika, uzimajući u obzir druge čimbenike i provodeći neovisne procjene. Agencije za kreditni rejting služe kao važni stupovi financijskog sustava, dajući vrijedne informacije i doprinoseći učinkovitosti tržišta. Kontinuirano poboljšanje njihovih metodologija, povećana transparentnost i snažan regulatorni nadzor ključni su za održavanje integriteta i vjerodostojnosti kreditnih rejtinga u podršci zdravom donošenju financijskih odluka.

Na ocjene kreditnih agencija utječu različiti čimbenici, uključujući makroekonomske čimbenike. Makroekonomski čimbenici, poput ukupnog gospodarskog rasta, inflacije, stope nezaposlenosti, fiskalne i monetarne politike, imaju značajan utjecaj na kreditni rejting. Snažno i stabilno makroekonomsko okruženje općenito se povezuje s višim kreditnim rejtingom jer ukazuje na niži rizik neispunjavanja obveza. Suprotno tome, slabo ili nestabilno makroekonomsko okruženje može dovesti do nižih kreditnih rejtinga, odražavajući veći rizik i neizvjesnost. Utjecaj makroekonomskih čimbenika na kreditne ocjene temelji se na razumijevanju da su financijsko zdravlje i uspješnost subjekata usko povezani sa širim ekonomskim uvjetima u kojima posluju. Povoljno makroekonomsko okruženje pruža potporu poduzećima za stvaranje prihoda, upravljanje svojim dužničkim obvezama i održavanje financijske stabilnosti.

Važno je da ulagači, zajmodavci i kreatori politika uzmu u obzir utjecaj makroekonomskih čimbenika na kreditne rejtinge kada procjenjuju mogućnosti ulaganja, upravljaju rizicima i donose financijske odluke. Razumijevanjem međudjelovanja između makroekonomskih pokazatelja i kreditnog rejtinga, dionici mogu bolje predvidjeti potencijalne promjene u kreditnoj sposobnosti i sukladno tome prilagoditi svoje strategije. Međutim, važno je napomenuti da kreditne ocjene ne određuju samo makroekonomski čimbenici. Također se u obzir uzimaju specifični čimbenici koji se odnose na financijski položaj subjekta, dinamiku industrije, kvalitetu upravljanja i druga relevantna razmatranja. Stoga, iako su makroekonomski čimbenici važni, oni su samo jedna komponenta sveobuhvatne procjene koju poduzimaju agencije za kreditni rejting kako bi dodijelile kreditni rejting.

LITERATURA

1. Akademija Zagrebačke burze (2023). Dostupno na: <https://www.akademijazse.hr/cesta-pitanja/> [pristupljeno: 5.5.2023.]
2. Babić, A., Babić, M. (2008). *Međunarodna ekonomija*. Zagreb, Sigma savjetovanja.
3. Bach, S. (2014). *Financijska kriza i kreditni rejtingi država*. Međunarodne studije, 14(3/4), 10-28.
4. Bajo, A., Penava, J. (2012). *Kreditne rejting agencije i kreditni rejting države*. Riznica, Hrvatska zajednica računovođa i financijskih djelatnika, Zagreb.
5. Bašić, I. (2018). *Uloga i značaj kreditnih rejting agencija u suvremenoj ekonomiji*. Osijek, Sveučilište Josipa Jurja Strossmayera u Osijeku, Ekonomski fakultet u Osijeku.
6. Čevis, D. (2018). *Kreditni rejtingi država*. Osijek, Sveučilište Josipa Jurja Strossmayera u Osijeku, Ekonomski fakultet u Osijeku.
7. Ćorić, J. (2016). *Kreditne rejting agencije i njihov značaj na gospodarstva razvijenih zemalja*. Split, Sveučilište u Splitu, Ekonomski fakultet.
8. Elkhoury, M. (2008). *Credit rating agencies and their potential impact on developing countries*. United Nations Conference on Trade and Development, No. 186. Dostupno na: http://www.unctad.org/en/docs/osgdp20081_en.pdf [pristupljeno: 5.5.2023.]
9. European Securities and Markets Authority (2023). Dostupno na: <https://www.esma.europa.eu/about-esma> [pristupljeno: 5.5.2023.]
10. Investopedia (2022). Dostupno na: <https://www.investopedia.com/terms/s/sp.asp> [pristupljeno: 5.5.2023.]
11. Hrvatska narodna banka (2023). *Statistička izvješća Hrvatske narodne banke*. Dostupno na: www.hnb.hr [pristupljeno: 5.5.2023.]
12. Karačić, D. (2023). *Materijali s predavanja*. Dostupno na: <https://moodle.srce.hr/2022-2023/my/> [pristupljeno: 5.5.2023.]
13. Kesner-Škreb, M. (2006). *Kriteriji konvergencije*. Financijska teorija i praksa, 30(4), 407-408. Dostupno na: <https://hrcak.srce.hr/8536> [pristupljeno: 5.5.2023.]
14. Lazić, M. (2020). *Utjecaj pokazatelja financijske stabilnosti na kreditni rejting i gospodarski rast Republike Hrvatske*. Varaždin, University North, Department of Business Economics.

15. Marić, Ž. (2015). *Mastrihtski kriteriji konvergencije s posebnim osvrtom na Bosnu i Hercegovinu*. Mostariensia: časopis za društvene i humanističke znanosti, 19(2), 127-150. Dostupno na: <https://hrcak.srce.hr/153714> [pristupljeno: 5.5.2023.]
16. Matić, B. (2016). *Monetarna ekonomija, drugo dopunjeno izdanje*. Osijek, Sveučilište Josipa Jurja Strossmayera u Osijeku, Ekonomski fakultet u Osijeku.
17. Ministarstvo financija Republike Hrvatske (2023). Dostupno na: <https://mfin.gov.hr/> [pristupljeno: 5.5.2023.]
18. Pavković, A., Vedriš, D. (2011). *Redefiniranje uloge agencija za kreditni rejting u suvremenom financijskom sustavu*. Ekonomska misao i praksa, 225-250.
19. Rovčanin, A., Karalić, A. (2011). *Utjecaj javnog duga na finansijski sistem*. Poslovni Konsultant, 3(12).
20. Službena stranica Europske unije (2023). Dostupno na: https://european-union.europa.eu/institutions-law-budget/institutions-and-bodies/types-institutions-and-bodies_hr?fbclid=IwAR0YMMH-jGv69wkWoyS9mgRkLDoqBAw2PGj0AxQ8VGQb9ABbOiDTuFZd3wA [pristupljeno: 5.5.2023.]
21. The World Bank (2023). Dostupno na: <https://data.worldbank.org/country/croatia?view=chart> [pristupljeno: 5.5.2023.]
22. Trading Economics (2023). Dostupno na: <https://tradingeconomics.com/croatia/rating> [pristupljeno: 5.5.2023.]
23. Uložnik, I. (2019). *Utjecaj i odgovornost agencija za kreditni rejting*. Osijek, Sveučilište Josipa Jurja Strossmayera u Osijeku, Ekonomski fakultet u Osijeku.
24. Vurdelja, D. (2020). *Analiza kretanja kreditnog rejtinga Republike Hrvatske*. Osijek, Sveučilište Josipa Jurja Strossmayera u Osijeku, Ekonomski fakultet u Osijeku.
25. World Government Bonds (2023). Dostupno na: <http://www.worldgovernmentbonds.com/credit-rating/croatia/> [pristupljeno: 5.5.2023.]
26. Zakon o institucionalnom okviru za korištenje fondova Europske unije u Republici Hrvatskoj, NN 116/21. Dostupno na: https://www.zakon.hr/z/2998/Zakon-o-institucionalnom-okviru-za-kori%C5%A1tenje-fondova-Europske-unije-u-Republici-Hrvatskoj?fbclid=IwAR3fz77rwSImaoIHRds9u5aTzolMjhrpMUs5kqTgQjrJ6WH_TPQUd9iN6sU [pristupljeno: 5.5.2023.]

POPIS TABLICA

Tablica 1. Ocjene dugoročnih obveza kreditnih rejting agencija	16
Tablica 2. Javni dug u Hrvatskoj s dodijeljenim kreditnim rejtingom	23
Tablica 3. Realni BDP u Hrvatskoj s dodijeljenim kreditnim rejtingom	25
Tablica 4. Stopa nezaposlenosti u Hrvatskoj s dodijeljenim kreditnim rejtingom.....	26
Tablica 5. Stopa inflacije u Hrvatskoj s dodijeljenim kreditnim rejtingom	28
Tablica 6. Kreditni rejting Republike Hrvatske od 2012. do 2022. godine.....	30
Tablica 7. Kreditni rejtingi zemalja članica EU	32