

Sveučilište Josipa Jurja Strossmayera u Osijeku

Ekonomski fakultet u Osijeku

Diplomski studij Financijski menadžment

Ana Lukač

## **STRATEGIJA UPRAVLJANJA JAVNIM DUGOM**

Diplomski rad

Osijek, 2021.

Sveučilište Josipa Jurja Strossmayera u Osijeku

Ekonomski fakultet u Osijeku

Diplomski studij Financijski menadžment

Ana Lukač

## **STRATEGIJA UPRAVLJANJA JAVNIM DUGOM**

Diplomski rad

**Kolegij: Upravljanje javnim dugom**

JMBAG: 0010218428

e-mail: [ana.lukac@hotmail.com](mailto:ana.lukac@hotmail.com)

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

Komentor: dr.sc. Dina Bičvić

Osijek, 2021.

Josip Juraj Strossmayer University of Osijek

Faculty of Economics in Osijek

Graduate Study Financial Management

Ana Lukač

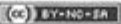
**STRATEGY FOR PUBLIC DEBT MANAGEMENT**

Graduate paper

Osijek, 2021.

## IZJAVA

### O AKADEMSKOJ ČESTITOSTI, PRAVU PRIJENOSA INTELAKTUALNOG VLASNIŠTVA, SUGLASNOSTI ZA OBJAVU U INSTITUCIJSKIM REPOZITORIJIMA I ISTOVJETNOSTI DIGITALNE I TISKANE VERZIJE RADA

1. Kojom izjavljujem i svojim potpisom potvrđujem da je diplomski  
(navesti vrstu rada: završni / diplomski / specijalistički / doktorski) rad isključivo rezultat osobnoga rada koji se temelji na mojim istraživanjima i oslanja se na objavljenu literaturu. Potvrđujem poštivanje nepovredivosti autorstva te točno citiranje radova drugih autora i referiranje na njih.
2. Kojom izjavljujem da je Ekonomski fakultet u Osijeku, bez naknade u vremenski i teritorijalno neograničenom opsegu, nositelj svih prava intelektualnoga vlasništva u odnosu na navedeni rad pod licencom *Creative Commons Imenovanje – Nekomercijalno – Dijeli pod istim uvjetima 3.0 Hrvatska*. 
3. Kojom izjavljujem da sam suglasan/suglasna da se trajno pohrani i objavi moj rad u institucijskom digitalnom repozitoriju Ekonomskoga fakulteta u Osijeku, repozitoriju Sveučilišta Josipa Jurja Strossmayera u Osijeku te javno dostupnom repozitoriju Nacionalne i sveučilišne knjižnice u Zagrebu (u skladu s odredbama Zakona o znanstvenoj djelatnosti i visokom obrazovanju, NN br. 123/03, 198/03, 105/04, 174/04, 02/07, 46/07, 45/09, 63/11, 94/13, 139/13, 101/14, 60/15).
4. izjavljujem da sam autor/autorica predanog rada i da je sadržaj predane elektroničke datoteke u potpunosti istovjetan sa dovršenom tiskanom verzijom rada predanom u svrhu obrane istog.

Ime i prezime studenta/studentice: Ana Lukač

JMBAG: 0010218428

OIB: 97613815638

e-mail za kontakt: ana.lukac@hotmail.com

Naziv studija: Diplomski studij, smjer Financijski menadžment

Naslov rada: Strategija upravljanja javnim dugom

Mentor/mentorica diplomskog rada: izv.prof.dr.sc. Domagoj Karačić

U Osijeku, 20. rujna 2020. godine

Potpis Ana Lukač

## **Strategija upravljanja javnim dugom**

### **SAŽETAK**

Upravljanje javnim dugom se smatra procesom koji se sastoji od formiranja točnije uvođenja i realizacije strategije s ciljem pribavljanja sredstava za financiranje proračunskog rashoda odnosno deficita države, koji nastoji sublimirati razinu izdataka i rizika i poticati razvoj tuzemnog tržišta vrijednosnica. Strategijama se određuju smjernice (ciljevi) i strateške mete u svrhu upravljanja javnim dugom kako bi se smanjila izloženost rizičnim faktorima i osigurala dugoročna održivost javnog duga. Strategije koje sadržavaju ciljeve i strateške mete se razlikuju između zemalja te ovise o različitim pokazateljima. Definišu se na osnovu visine i strukture duga, razini efikasnosti fiskalne i monetarne politike, stupnju konkurentnosti tržišta kapitala, kreditnom rejtingu i ostalim makroekonomskim pokazateljima. Cilj ovog rada je opisati osnove javnog duga (pojam, klasifikacija, ciljeve), strategije javnog duga, analizirati strukturu javnog duga Republike Hrvatske u vremenskom razdoblju od 2013. do 2018. godine te prikazati ciljeve i smjernice upravljanja javnim dugom Republike Hrvatske u vremenskom razdoblju od 2019. do 2021. godine.

**Ključne riječi:** javni dug, strategija, upravljanje javnim dugom, kreditni rejting

## **Strategy for public debt management**

### **ABSTRACT**

Public debt management is considered a process consisting of the formation or establishment and implementation of a strategy to raise funds to finance government budget deficits, which seeks to sublimate the level of costs and risks and encourage the development of the domestic securities market. Strategies set goals and strategic objectives for the purpose of public debt management in order to reduce risk exposure and ensure the long-term sustainability of public debt. Strategies that contain goals and strategic targets differ between countries and depend on different indicators, ie they are determined based on the amount and structure of debt, the level of fiscal and monetary policy success, the level of capital market development, credit rating and other macroeconomic indicators. The aim of this paper is to describe the basics of public debt (concept, classification, objectives), public debt strategies, analyze the structure of public debt of the Republic of Croatia in the period from 2013 to 2018 and present the goals and guidelines of public debt management in the Republic of Croatia. 2019 to 2021.

**Key words:** public debt, strategy, public debt management, credit rating

# SADRŽAJ

1. Uvod.....	1
2. Metodologija rada .....	3
3. Temeljni teorijski pojmovi javnog duga .....	5
3.1. Teorijsko određenje javnog duga .....	5
3.2. Klasifikacija javnog duga .....	7
3.3. Ciljevi javnog duga.....	8
4. Javni dug Republike Hrvatske u razdoblju 2013.-2018. godine.....	10
4.1. Struktura javnog duga prema vrsti instrumenta zaduživanja.....	14
4.2. Valutna struktura javnog duga.....	18
4.3. Kamatna struktura javnog duga .....	20
4.4. Ročna struktura javnog duga .....	21
5. Strategija upravljanja javnim dugom .....	23
6. Kreditni rejting Republike Hrvatske .....	28
7. Ciljevi i smjernice upravljanja javnim dugom Republike Hrvatske u razdoblju 2019.-2021. godine .....	31
8. Rasprava.....	36
9. Zaključak.....	39
Literatura .....	41
Popis tablica .....	43
Popis grafikona.....	44

## 1. Uvod

Financijska kriza 2008. godine je dosegla globalne razmjere i izazvala recesiju koja se proširila svijetom. U Europi kriza je otpočela kao financijska kriza, zatim se radilo i o ekonomskoj krizi jer je usporila gospodarsku aktivnost svih zemalja članica, a nakon tog prerasta i u dužničku krizu jer su proračunski deficiti i javni dugovi dosegli drastične vrijednosti. Financijska kriza je povećavala troškove zaduživanja koji se najčešće financiraju povećanjem poreznih davanja.

U trenutcima kada država bilježi nestabilnost prihoda i rashoda, sukladno tome država pokušava na različitim metodama odnosno načinima financirati proračunski deficit. Financiranje proračunskog deficita provodi se kroz uzimanje zajmova kod Središnje banke, zaduživanjem u inozemstvu, prodajom imovine u vlasništvu države ili pak financiranjem na domaćem financijskom tržištu. Javni dug predstavljaju akumulirani proračunski deficit iz prethodnih godina a država ga financira zaduživanjem. Međutim, u javni dug su uključene i potencijalne obveze koje su rezultat izdanih državnih jamstava.

Sukladno tome, upravljanje javnim dugom, koje obuhvaća razumijevanje pojma, strukture i strategije upravljanja istim, nosi veliki utjecaj na gospodarske prilike države i održivost javnih financija. Predmet istraživanja diplomskog rada je javni dug Republike Hrvatske u odabranom razdoblju od 2013. do 2018. godine i strategija upravljanja javnim dugom Republike Hrvatske. Cilj rada je utvrditi teorijske pojmove javnog duga, kretanje i strukturu javnog duga Republike Hrvatske, utjecaj istoga na gospodarski rast države, pojasniti strategije upravljanja javnim dugom te izložiti projekcije kretanja javnim dugom i strateške odrednice točnije smjernice upravljanja javnim dugom u razdoblju 2019. do 2021. godine.

Rad bi trebao doprinijeti boljem razumijevanju javnog duga te predočiti uzročno posljedičnu vezu neefikasnog upravljanja javnim dugom na financije države. Podjela rada koncipirana je u devet poglavlja.

Uvodni dio pojašnjava cilj i predmet pristupnog rada. Drugo poglavlje rada je metodologija rada te su pojašnjene tehnike, metode i instrumenti koji su korišteni pri istraživanju i izvor podataka odnosno informacija. Treće poglavlje odnosno teorijski pojmovi javnog duga određuju pojam javnog duga, upravljanje javnim dugom, njegovu klasifikaciju i cilj javnog duga. U četvrtom poglavlju tabličnim i grafičkim prikazima analizira se kretanje i struktura javnog duga Republike Hrvatske u razdoblju od 2013. do 2018. godine. Peto poglavlje opisuje



strategiju upravljanja javnim dugom i pojašnjava pet strategija upravljanja javnim dugom Republike Hrvatske. Sljedeće poglavlje odnosi se na kreditni rejting Republike Hrvatske i prikazana je usporedba s kreditnim rejtingom drugih država Europske unije, dok je u šestom dijelu prikazana projekcija kretanja javnog duga Republike Hrvatske u razdoblju 2019. do 2021. godine. Osmo poglavlje rada odnosi se na raspravu s prikazom strategija i ostvarenih rezultata istih. Posljednji dio se odnosi na završna razmatranja te sintezu zaključaka donesenih na temelju razrade.

## 2. Metodologija rada

Podaci koji su upotrebljeni prilikom pisanja pristupnog rada baziraju se na sekundarnim podacima. Najzastupljeniji izvor informacija predstavljaju stručne knjige ekonomske literature koji služe za olakšavanje razumijevanja teorijskih pojmova. Također, korištene su službene internetske stranice i različiti podaci sa istih poput Ministarstva financija Republike Hrvatske i Hrvatske narodne banke.

U teorijskom dijelu rada se navodi teorijski pojmovi javnog duga i javni dug Republike Hrvatske od 2013. do 2018. godine te struktura javnog duga za navedeno razdoblje. Tijekom pisanja diplomskog rada korišteno je nekoliko metoda. U teorijskom dijelu diplomskog rada su uglavnom korištene metode deskripcije, deduktivna metoda i metoda klasifikacije. Metoda deskripcije predstavlja postupak opisivanja činjenica, procesa ili predmeta, ali bez znanstvene pozadine odnosno objašnjavanja. Navedena metoda korištena je kako bi se opisao pojam javnog duga, upravljanje javnim dugom i strategije upravljanja javnim dugom. Deduktivna metoda je korištena kako bi se prikazao obuhvat javnog sektora. Metoda klasifikacije predstavlja sistemsku podjelu općeg pojma na pojedinačne pojmove i korištena je kako bi se nabrojali kriteriji javnog duga. Statistička metoda je korištena u tabličnom prikazu obuhvata javnog sektora, strukture javnog duga i državnog duga prema vrsti instrumenata. Pri grafičkom prikazu valutne strukture, kamatne strukture i ročne strukture također je korištena statistička metoda.

U praktičnom dijelu rada se navode strategije upravljanja javnim dugom, kreditni rejting te ciljevi i smjernice upravljanja javnim dugom od 2019. do 2021. godine. Objavljeno je pet strategija te za svaku strategiju je navedeno razdoblje i njezine odrednice. Također, strategije i odrednice su prikazane tablično pri čemu je korištena statistička metoda. Povijesna metoda je korištena u prikazu promjene kretanja i strukture javnog duga Republike Hrvatske kroz godine. Statistička metoda je korištena pri prezentiranju grafičkih i tabličnih prikaza. Navedena metoda se koristi u tabličnom prikazu kreditnog rejtinga Republike Hrvatske i zemalja Europske unije te grafičkog prikaza kretanja udjela javnog duga u BDP-u.

Kao što je navedeno predmet istraživanja diplomskog rada predstavlja strategija upravljanja javnim dugom za razdoblje od 2013. do 2018. godine te primarni cilj diplomskog rada je

pojasniti strategiju upravljanja javnim dugom, izložiti projekcije kretanja javnog duga i strateške odrednice upravljanja javnim dugom od 2019. do 2021. godine.

U skladu s predmetom i ciljevima u radu su postavljene i slijedeće hipoteze:

- 1) Strategija upravljanja javnim dugom je efikasni instrument u provedbi fiskalne politike
- 2) Kreditni rejting Republike Hrvatske je na razini zemalja i članica Europske unije.

### **3. Temeljni teorijski pojmovi javnog duga**

Država se može zaduživati na domaćem i inozemnom tržištu izdavanjem državnih vrijednosnica i uzimanjem kredita i pozajmnica od banaka i drugih financijskih institucija. Javni dug označava alternativne metode financiranja javnih izdataka koje se temelje na odnosu vjerovnika i dužnika, te se država u ulozi dužnik obvezuje da će vratiti cjelokupan dug i to uvećan za kamate. Zaduzivanjem se najprije financira manjak u proračunu odnosno dug koji je formiran kao rezultat značajnijih proračunskih rashoda s obzirom na proračunske prihode. Također, javni dug mogu biti nepodmirene obveze države i institucija javnog sektora koje se mogu kapitalizirati i tako postati javni dug.

#### **3.1. Teorijsko određenje javnog duga**

Upravljanje javnim dugom i zaduzivanje države je propisano Zakonom o proračunu (NN 87/08). Zakonodavnim okvirom su definirane ovlasti za zaduzivanje, izdavanje vrijednosnica i uzimanje zajmova i drugih financijskih poslova u ime države. Prema Zakonu o proračunu (NN 87/08) definiran je državni dug i javni dug te razlika između državnog i javnog duga. Državni dug je definiran kao dug središnjeg proračuna odnosno državnog proračuna. Javni dug je definiran kao dug proračuna opće države takozvanog središnjeg proračun, proračuna lokalnih jedinica i izvanproračunskih korisnika. Javni dug sačinjava dug proračuna opće države i općenito dugove društava koji su pod vlasništvom države.

Kako bi se umanjile postojeće visine troškova otplate državnog duga, Ministarstvo financija obavlja prijevremeni otkup državnog duga te samim time se i produžuje prosječno vrijeme dospelosti i vremenski raspored plaćanja otplate državnoga duga.

Bajo i dr. (2011:32) definiraju da se država može zadužiti za financiranje deficita odnosno proračunskog manjka Državnog proračuna, zatim financiranjem projektnih aktivnosti u investicijama i specifičnih programa koje odobrava Sabor, za isplatu tekućih otplaćivanja nastalog državnog duga, pokriće dospelih plaćanja po izdanim državnim jamstvima, upravljanje likvidnošću, podmirenje obveza Hrvatske Narodne banke za valutnom rezervom i prijevremenu isplatu državnog duga.

Obuhvat javnog duga je različit u svakoj zemlji te ovisi i o obuhvatu institucija javnog sektora.

Tablica 1. Obuhvat javnog sektora

**JAVNI SEKTOR**

<b>Opća država</b>	<b>Javna država</b>	
Središnja država	Financijska javna uprava	Nefinancijska javna uprava
Regionalna vlast	Monetarna javna društva	
Lokalna vlast	Nemonetarna financijska javna društva	

Izvor: Vlastita izrada autora prema Bajo i drugi (2011 :15)

„Prema definiciji MMF-a, u javni dug ne ulazi dug Središnje banke i državno negarantirana zaduživanja depozitnih i nedepozitnih državnih financijskih institucija, budući da su te obaveze uključene u statističke podatke monetarnog fonda odnosno financijskog javnog sektora. U odnosu na MMF, Svjetska banka proširuje obuhvat javnog duga na više institucija javnog sektora, pa osim izravnih obveza uključuje i državno jamčeni dug. Državno jamčeni dug uključuje sve domaće obveze i obveze prema inozemstvu privatnog sektora čiju otplatu jamči javno tijelo. Dakle, zbog nemogućnosti obuhvata duga svih društava u vlasništvu države, međunarodne financijske institucije i Europska komisija ograničile su se na dug opće države kao najboljeg pokazatelja obveza nastalih u javnom sektoru“ (Bajo i dr., 2011:19).

Izvori javnog duga su akumulirani manjkovi proračuna prošlih godina. Budući da se zaduživanjem financira manjak u proračunu odnosno veći je iznos proračunskih rashoda nad proračunskim prihodima, javni dug se može definirati kao zbroj prošlih proračunskih deficita. Jedno od osnovnih načela proračuna je uravnoteženost prihoda i rashoda proračuna te kada god nisu uravnoteženi država mora prikazati njihovu razliku na različite načine. Svaki proračunski deficit u neto iznosu povećava javni dug, dok ga proračunski suficit smanjuje. Financiranje proračunskog deficita i upotreba proračunskog suficita je prikazano u računu financiranja što je dio proračuna. Račun financiranja sadrži primitke od financijske imovine i zaduživanja, izdatke za financijsku imovinu, otplatu kredita i zaduživanja. Kada država nema kapacitet za financiranja javnih rashoda kroz javne prihode, manjak sredstava se može financirati prodajom državne imovine ili zaduživanjem.

### 3.2. Klasifikacija javnog duga

Javni dug se može kategorizirati prema više parametara. Klasifikacija svrstava javni dug u šest kriterija:

- 1) „institucionalnom obuhvatu,
- 2) podrijetlu (rezidentnost vjerovnika),
- 3) ročnoj strukturi,
- 4) valutnoj strukturi,
- 5) strukturi kamatnih stopa,
- 6) utrživost instrumenata javnog duga“ (Bajo i dr., 2011:19).

Kriteriji institucionalni obuhvat definira razliku između državnog i javnog duga. Kako je i ranije rečeno, državni dug sastoji se od proračunskog duga središnje države, dok javni dug odnosno dug opće države sadrži proračunski dug središnje države te dug jedinica lokalnih samouprava.

Kriterij podrijetla odnosno vjerovnikove rezidentnosti može se podijeliti na vanjski i unutarnji javni dug. Pošto je ovaj kriteriji podrijetla ili rezidentnosti vjerovnika povremeno teško primijeniti, za razlučivanje unutarnjeg i vanjskog duga upotrebljava se tržište o nastanku duga. Vanjski dug objedinjuje izravna inozemna zaduženja, dok neizravna inozemna zaduženja se uzrokuju prijelazom potraživanja s domaćeg vjerovnika na odgovarajućeg vjerovnika u inozemstvu. Unutarnji dug uključuje izravne obveze države prema vjerovnicima određene države.

Prema kriteriju ročne strukture dug dijelimo na kratkoročni, srednjoročni i dugoročni dug. Kratkoročni dug se podrazumijeva dug s dospijećem do godinu dana, srednjoročni dug je dug s dospijećem od 1 do 10 godina i dugoročni dug je dug s dospijećem dužim od 10 godina. Dug po ročnoj strukturi je bitno diverzificirati kako bi se uskladio vremenski redosljed otplate duga i izgradile referentne krivulje prinosa na državne vrijednosnice.

Kriteriji valutne strukture ukazuje da javni dug može kotirati u domaćoj i inozemnoj valuti. Ukoliko se dug izdaje u domaćoj valuti, u većoj mjeri se izgrađuje referentna domaća krivulja prinosa zbog čega je preporučljivo kreditiranje u domaćoj valuti od inozemne valute. Također, zbog rizika promjene tečaja inozemne valute je poželjno zaduživanje u domaćoj valuti. No, postoje i nepoželjne strane zaduživanja u domaćoj valuti poput utjecaja na

stabilnost monetarnog sustava, otplaćivanjem svih obveza za financiranjem države na domaćem tržištu što može izazvati učinak istiskivanja. Ukoliko je dug izražen u inozemnoj valuti potrebno ga je diverzificirati na veći broj valuta kako bi se izbjeglo izlaganje tečajnim rizicima.

Prema parametru strukture kamatnih stopa razlikuje se dug s varijabilnom i dug s fiksnom kamatnom stopom. „ Dug s fiksnom kamatnom stopom propisuje fiksnu godišnju naknadu u postotku glavnice koju dužnik isplaćuje vjerovniku. Ukoliko se vjerovnik želi zaštititi od porasta kamatnih stopa, može tražiti izdavanje duga po varijabilnoj kamatnoj stopi. Varijabilna kamatna stopa se određuje uz fiksnu premiju na jednu od referentnih kamatnih stopa na međunarodnom financijskom tržištu“ (Bajo i dr., 2011: 20).

Ukoliko tržište očekuje da će doći do pada kamatnih stopa, državi je preporučljivo da uzima dugove s varijabilnom kamatnom stopom, a ukoliko se očekuje povećanje onda s fiksnom kamatnom stopom.

Kriterij utrživost instrumenata javnog duga može biti utrživ i neutrživ. Utrživi instrumenti javnog duga podrazumijevaju instrumente duga koji omogućuju trgovanje na financijskim tržištima, dok neutrživi instrumenti podrazumijevaju instrumente koji se drže do dospeljeća duga. Državne vrijednosnice ubrajaju se u utržive instrumente, dok se u neutržive instrumente ubraja zaduživanje kreditima.

### **3.3. Ciljevi javnog duga**

Državni portfelj duga predstavlja najznačajniji i najistaknutiji financijski portfelj, a sastoji se od složenih i rizičnih financijskih struktura. Slabo strukturirani portfelj javnog duga može prouzročiti značajan rizik imovini i obvezama kao i financijskoj stabilnosti države. Stoga, kvalitetno upravljanje javnim dugom, adekvatna struktura duga i upravljanje rizicima, doprinosi smanjenju izloženosti države velikom broju rizika. Upravljanje javnim dugom pomaže vladi i ministarstvu financija da razviju svijest o utjecaju financiranja zaduživanjem države.

„Glavni cilj upravljanja javnim dugom je osiguranje sredstava za financijske potrebe države, minimiziranje troškova zaduživanja uz razuman stupanj rizika te potpora razvoju domaćeg financijskog tržišta, (Bajo i dr.,2011:94).

Usprkos tomu što upravljanje javnim dugom za primarni cilj ima skupljanje sredstava kojim država ostvaruje svoje javne potrebe odnosno financijske potrebe i podmiruje obveze, mnoge brojne zemlje imaju definirane i dodatne ciljeve upravljanja javnim dugom koje su usklađene s makroekonomskim i fiskalnim okvirima. Također, većini zemalja zajednički cilj uz financijske obveze države je minimiziranje troškova zaduživanja uz prihvatljiv stupanj rizika.

Prema Baji i Pezer (2012:45) uz definiran temeljni cilj, pojedinim zemljama su ciljevi i mogućnosti različiti. Potrebe zemlje su izrađene ovisno o razvijenosti tržišta kapitala, visini i strukturi duga, kvaliteti fiskalne i monetarne politike kao i makroekonomskom okruženju te kreditnom rejtingu. Međutim, bez obzira na stupanj razvijenosti pojedinih država, države trebaju uspostaviti kvalitetan sustav upravljanja javnim dugom sukladno potrebama i ciljevima države.

Kako bi se što kvalitetnije i efikasnije upravljalo javnim dugom definiraju se ciljevi upravljanja javnim dugom kao prva stavka pri određivanju strategije za upravljanje javnim dugom. Razina uspješnosti upravljanja javnim dugom ovisi o ostvarenju zadanih ciljeva. Postavljeni ciljevi upravljanja javnim dugom su prikazani u kontekstu strateških meta odnosno u okviru pokazatelja koji prikazuju stupanj izloženosti države određenom riziku. Strateške mete predstavljaju korisne vrijednosti strukture portfelja javnog duga, ali uz prihvatljiv stupanj rizika u pojedinom razdoblju. Agencija za upravljanje javnim dugom sastavlja prijedlog upravljanja javnim dugom u kojem su sastavni dio prijedloga i strateške mete. Jednom utvrđene strateške mete postaju i služe kao temelj za izradu strategije za upravljanje rizicima. Svaka država kreira različite strategije upravljanja javnim dugom točnije različite strukture javnog duga određene države su rezultat i jedinstvenih strateških meta pojedine države jer se značajno razlikuju.



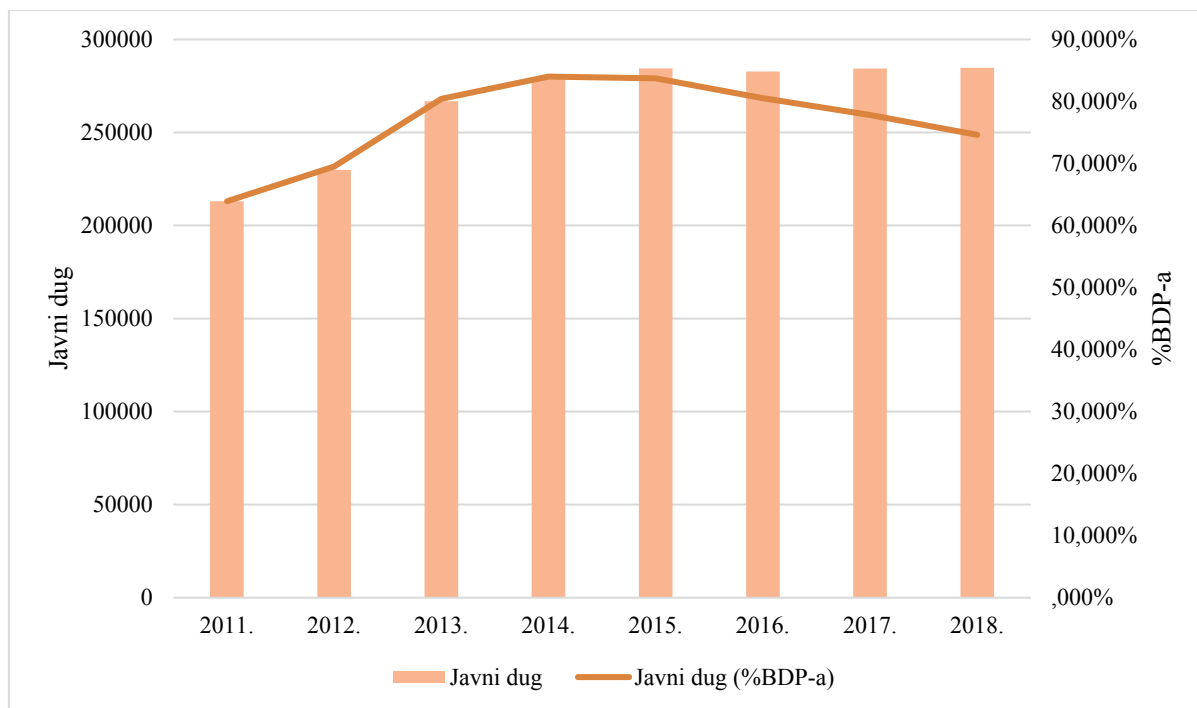
#### **4. Javni dug Republike Hrvatske u razdoblju 2013.-2018. godine**

Zakonom o proračunu (NN 15/15) je određen primarni cilj zaduživanja i upravljanja javnim dugom koji je fokusiran na osiguravanje financijskih sredstava državnog proračuna te postizanjem minimalnog srednjoročnog i dugoročnog troška financiranja usvajanjem razumnog stupnja rizika. Nužno je upravljati rizičnim faktorima kako bi se pogodovalo ostvarenju fiskalnih projekcija, omogućila stabilnost odnosno održivost i adekvatna forma duga te ostvarili ciljevi koji su postavljeni strategijom upravljanja dugom. Svrha zaduživanja i razlog zbog kojeg se provodi su podmirivanje proračunskog deficita, investicijskih projekata i specifičnih programa koje odobrava Sabor, otplata državnog duga, pokrivanje dospjelih obaveza plaćanja koji se odnose na državna jamstva, upravljanja likvidnošću te s ciljem podmirivanja nužnosti Hrvatske narodne banke za međunarodnim pričuvama.

Republika Hrvatska objavljuje podatke o javnom dugu od 1994. godine. Javni dug podrazumijeva državni dug i državna jamstva, dok državni dug podrazumijeva ukupan dug središnje države, izvanproračunski fondovi i lokalne i regionalne jedinice samouprave.

Upravljanje javnim dugom predstavlja proces koji je usmjeren ka definiranju strukture duga, ocjeni i analizi troška duga. Primarni cilj se temelji na smanjivanju rizika s obzirom na njihov neposredan značaj na državni proračun, sustav financija i tržište kapitala, a shodno tome i na fiskalnu i makroekonomsku politiku kao i na razinu stabilnosti zemlje. Strategija financiranja javnog duga obuhvaća vrste instrumenata, ročnost, valutnu strukturu duga te potiskuje portfelj duga prema adekvatnoj koncepciji troškova uz racionalnu razinu rizika.

U nastavku je prikazana struktura javnog duga u vremenskom razdoblju od 2013. do 2018. godine.



Grafikon 1. Prikaz javnog duga i udjela javnog duga u BDP-u za razdoblje od 2011. do 2018. godine

Izvor: Vlastita izrada autora prema Hrvatskoj Narodnoj banci i Državnom zavodu za statistiku (2019.)

Prema Ministarstvu financija (2019:11) i raspoloživim podacima o potencijalnim obvezama opće države, koncem 2017. godine obveze javnih poduzeća pri čemu su pod nadležnošću države, iznosile su svega 9,7% BDP-a, što je rezultiralo da Republika Hrvatska zauzima mjesto pri samom dnu po iznosu potencijalnih obveza u komparaciji s ostalim državama članicama Europske unije. Razlog prilično niske razine potencijalnih obveza je ishod prethodnog vođenja metodologijom ESA 2010 i preraspodjele značajnog broja poduzeća pri čemu su u državnom vlasništvu u sektor opće države. Zakonom o izvršavanju Državnog proračuna Republike Hrvatske (NN 113/18) za 2019. godinu je ustanovljeno da godišnja vrijednost financijskih jamstava za navedenu godinu iznosi 3,9 milijardi kuna, od čega iznos od 1,3 milijarde kuna se odnosi na izvanproračunske korisnike državnog proračuna.

Tablica 2. Struktura javnog duga u razdoblju od 2014. do 2018.

Stanje i struktura javnog duga, mil. HRK	2014.	2015.	2016.	2017.	2018.
1. Unutarnji dug opće države*	160.179	166.066	173.290	172.898	180.279

<b>1.1 Unutarnji dug središnje države</b>	155.076	161.224	168.814	168.586	175.723
<i>HAC</i>	11.007	11.964	12.138	10.073	9.748
<i>ARZ</i>	1.760	1.759	2.149	1.486	1.784
<i>HRT</i>	407	349	375	297	207
<i>HŽI</i>	2.252	2.295	721	591	651
<i>HBOR</i>	1.847	2.057	1.846	711	1.002
<i>HŽ PUTNIČKI PRIJEVOZ</i>	0	0	0	15	0
<i>HV</i>	1.546	1.150	779	570	381
<i>HC</i>	7.459	7.886	7.605	3.563	3.454
<i>DAB</i>	0	0	0	0	0
<i>FZOEU</i>	0	0	381	422	428
<i>CERP</i>	1.174	999	622	331	0
<i>JPP I KONCESIJE</i>	215	213	211	423	461
<i>FNOI</i>	453	361	268	178	88
<i>LU ZADAR</i>	0	0	0	0	0
<b>1.2 Unutarnji dug fondova socijalne sigurnosti</b>	4	2	1	0	1
<b>1.3 Unutarnji dug lokalne države</b>	5.298	5.110	4.809	4.747	5.080

<b>2. Inozemni dug opće države</b>	<b>118.315</b>	<b>118.307</b>	<b>109.476</b>	<b>111.418</b>	<b>104.415</b>
<b>2.1 Inozemni dug središnje države</b>	117.834	117.894	109.101	111.076	104.077
<i>HAC</i>	12.712	11.857	11.807	8.271	7.021
<i>ARZ</i>	5.434	4.954	4.438	3.941	3.119
<i>HRT</i>	0	0	0	0	0
<i>HŽI</i>	115	253	285	338	318
<i>HBOR</i>	13.186	12.616	14.492	16.282	15.100
<i>HŽ PUTNIČKI PRIJEVOZ</i>	0	196	177	106	163
<i>HV</i>	2	0	0	0	0
<i>HC</i>	2.137	2.098	1.876	1.520	1.381
<i>DAB</i>	0	0	0	0	0
<i>FZOEU</i>	0	0	0	0	0
<i>CERP</i>	38	34	0	0	0
<i>JPP I KONCESIJE</i>	5.603	5.965	6.088	5.666	5.731
<i>FNOI</i>	0	0	0	0	0
<i>LU ZADAR</i>	0	0	878	874	798

<b>1.2 Inozemni dug fondova socijalne sigurnosti</b>	0	0	0	0	0
<b>1.3 Inozemni dug lokalne države</b>	481	414	375	342	337
<b>UKUPNI JAVNI DUG</b>	278.493	284.373	282.766	284.316	284.694

Izvor: Vlastita izrada autora prema Ministarstvu financija i Hrvatskoj Narodnoj Banci (2018.)

Prema Izvješću o proračunskom manjku i razini duga opće države (Ministarstvo financija, 2019:8), javni dug na kraju 2018. godine iznosio je 284,7 milijardi kuna, odnosno 74,6% BDP-a. Javni dug je smanjen za postotna boda u iznosu od 3,2 u odnosu na prošlu godinu, premda je u prethodne tri promatrane godine javni dug bilježio smanjenje za više od 9 postotnih bodova. Kvalitetnom politikom zaduženom za upravljanje javnim dugom i kompetentnim provođenjem fiskalne politike ostvareno je smanjenje rashoda za kamate. Na napredovanje javnog duga tijekom 2018. godine uvjetovalo je nekoliko pokazatelja. Ostvaren je proračunski suficit u iznosu od 758 milijuna kuna ili 0,2% BDP-a, kamatne stop su značajno snižene i te je povišena razina likvidnosti, optimirani su i kriteriji zaduživanja na inozemnom i domaćem financijskom tržištu što je rezultiralo na daljnje smanjenje rashoda za kamate i postizanje fiskalnog viška od 2,5% BDP-a. Tokom 2018. godine uočava se i blaga aprecijacija kune u odnosu na euro.

Ukoliko se analizira razina državne vlasti, pretežni dio javnog duga predstavlja dug središnje države te iznosi 279,3 milijarde kuna. Preostali dio duga od 5,4 milijarde kuna pripada sektoru lokalne države, dok 1,1 milijuna kuna se referira na dug fondova socijalne sigurnosti. U dug sektora središnje države se podrazumijeva zaduživanje korisnika državnog proračuna i dug izvanproračunskih korisnika državnog proračuna. Dug izvanproračunskih korisnika državnog duga iznosi 5,6 milijardi kuna, zatim dug trgovačkih društava koji spadaju u sektor središnje države i HBOR-a iznosi 39,1 milijardu kuna. Sukladno tome slijedi dug javno-privatnih partnerstva i koncesija u iznosu od 6,2 milijarde kuna i dug FNOI-a koji iznosi 88 milijuna kuna. Na dug cestovnog sektora odnosi se 26,5 milijardi kuna, što je 2,3 milijarde kuna manje u odnosu na 2017. godinu odnosno 13,5 milijardi kuna u odnosu na 2016. godinu. Razlog tome jest provedeno financijsko restrukturiranje cestovnih društava u državnom vlasništvu.

Lokalna država točnije županije, općine i gradovi u strukturi javnog duga sudjeluju oko 2%. Lokalne zajednice s ograničenim postotkom zaduživanja moraju imati odobrenje Vlade, ali

isključivo za investicije koje se financiraju iz njezina proračuna. Županije, općine i gradovi se najčešće zadužuju izdavanjem municipalnih obveznica ili uzimanje kredita.

#### **4.1. Struktura javnog duga prema vrsti instrumenta zaduživanja**

Pod dugom državnog proračuna podrazumijeva se domaći i inozemni dug. Domaći dug predstavljaju trezorski zapisi, obveznice i krediti na domaćem tržištu kapitala. Inozemni dug čine obveznice i krediti na inozemnom financijskom tržištu. Kretanje duga državnog proračuna prema vrsti instrumenata u razdoblju 2013. - 2018. godine predstavljeno je sljedećom tablicom.

Tablica 3. Državni dug prema vrsti instrumenata

	2013.		2014.		2015.		2016.		2017.		2018.	
	mil. HRK	%	mil. HRK	%	mil. HRK	%	mil. HRK	%	mil. HRK	%	mil. HRK	%
<b>DOMAĆI DUG</b>	<b>112.697</b>	<b>57,70%</b>	<b>119.512</b>	<b>57,80%</b>	<b>124.124</b>	<b>57,00%</b>	<b>125.892</b>	<b>58,00%</b>	<b>130.096</b>	<b>56,50%</b>	<b>137.690</b>	<b>58,20%</b>
1. Obveznice	58.710	30,00%	65.892	31,90%	69.594	32,00%	75.754	34,90%	83.360	36,20%	87.437	37,00%
2. Trezorski zapisi	27.892	14,30%	29.367	14,20%	27.686	12,70%	28.673	13,20%	28.601	12,40%	30.139	12,70%
3. Krediti	26.095	13,30%	24.253	11,70%	26.844	12,30%	21.465	9,90%	18.135	7,90%	20.114	8,50%
<b>INOZEMNI DUG</b>	<b>82.784</b>	<b>42,30%</b>	<b>87.173</b>	<b>42,20%</b>	<b>93.452</b>	<b>43,00%</b>	<b>91.282</b>	<b>42,00%</b>	<b>100.317</b>	<b>43,50%</b>	<b>98.797</b>	<b>41,80%</b>
1. Obveznice	66.159	33,80%	73.215	35,40%	79.756	36,70%	79.320	36,50%	87.946	38,20%	87.241	36,90%
2. Krediti, od čega	16.625	8,50%	13.958	6,80%	13.697	6,30%	11.963	5,50%	12.371	5,40%	11.556	4,90%
međunarodne financijske institucije	10.982	5,60%	10.626	5,10%	10.972	5,00%	11.452	5,30%	12.354	5,40%	11.554	4,90%
<b>Ukupan državni dug</b>	<b>195.481</b>	<b>100,00%</b>	<b>206.685</b>	<b>100,00%</b>	<b>217.577</b>	<b>100,00%</b>	<b>217.174</b>	<b>100,00%</b>	<b>230.413</b>	<b>100,00%</b>	<b>236.488</b>	<b>100,00%</b>

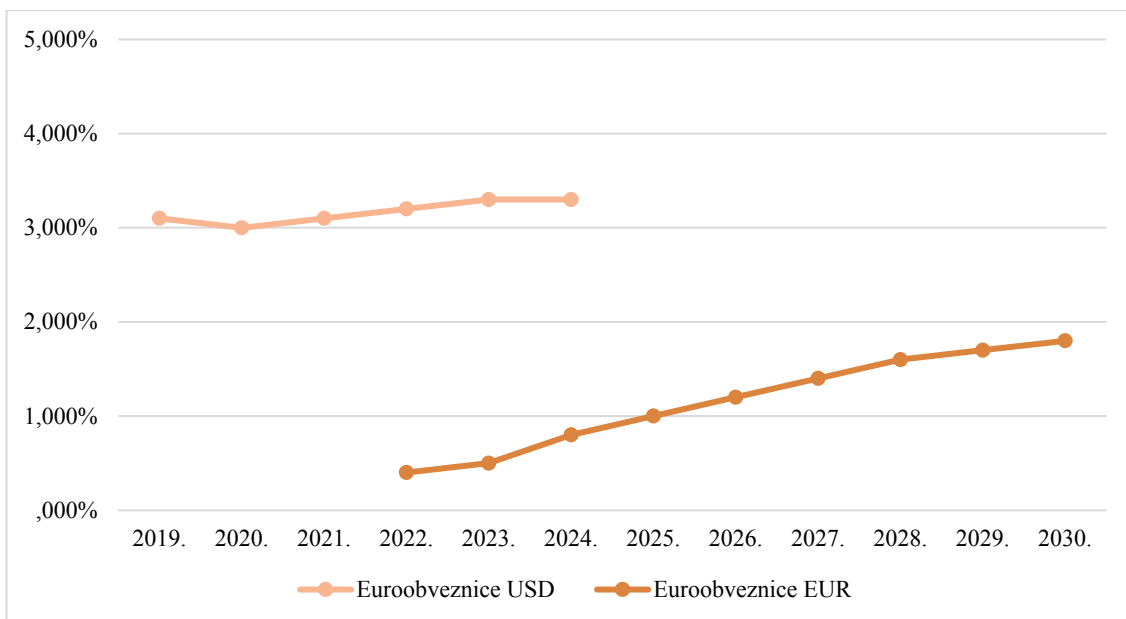
Izvor: Vlastita izrada autora prema Ministarstvu financija (2019)

Prema vrsti instrumenta zaduživanja tijekom 2013. godine domaći dug je iznosio 112 697 milijardi kuna. Učestalo zaduživanje rezultiralo je porastom domaćeg duga u 2014. godini na iznos od 119 512 milijardi kuna. Tijekom 2015. i 2016. godine nije bilo većih promjena u zaduživanju pa je domaći dug u 2015. godini iznosio 124 124 milijarde kuna, dok tijekom 2016. godine domaći dug iznosi 125 892 milijarde kuna. Udio inozemnog duga tijekom 2013. godine je iznosio 82 784 milijarde kuna, a tijekom 2014. godine inozemni dug je rezultirao u iznosu od 87 173 milijarde kuna. Tijekom 2015. godine dolazi do porasta inozemnog duga u ukupnom državnom dugu u iznosu od 94 452 milijarde kuna, ali se u 2016. godini smanjuje na 91 282 milijarde kuna. U strukturi državnog duga prema vrsti instrumenta zaduživanja rezultat je porast domaćeg duga za postotne bodove u iznosu od 1,7, točnije s 56,5% koncem 2017. godine na 58,2% koncem 2018. godine. Istodobno, udio inozemnog duga u ukupnom državnom dugu se reducirao s 43,5% koncem 2017. godine na 41,8% koncem 2018. godine.

Analizirajući same instrumente zaduživanja, najznačajniji dio javnog duga uslijedio je uzimanjem duga u obliku dugoročnih vrijednosnih papira, odnosno obveznica i to sa 73,9%, zatim putem kredita s 13,4% te kratkoročnih vrijednosnih papira, odnosno trezorskih zapisa s 12,7%.

Ministarstvo financija u skladu s Pravilima i uvjetima aukcija organizira aukcije trezorskih zapisa. Najveće zanimanje i potencijal imaju trezorski zapisi s dospijećem 364 dana. Ukupan iznos zabilježenih trezorskih zapisa iznosi 30,2 milijarde kuna, od čega dio trezorskih zapisa s dospijećem 364 dana iznosi 63,1%.

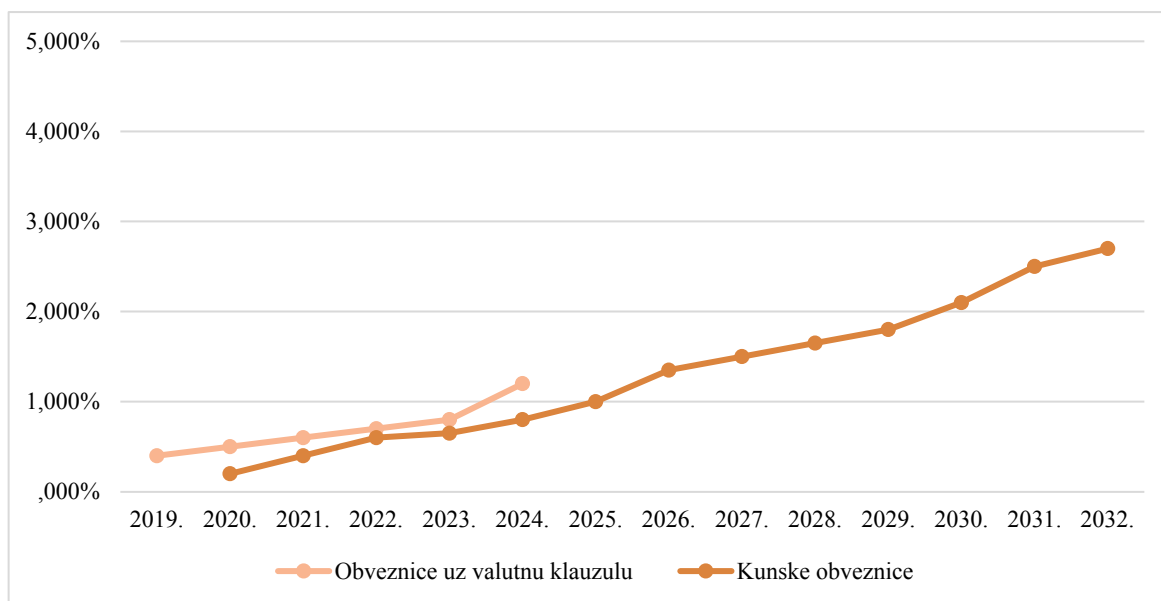
Analiziranjem izvora financiranja državnog proračuna je orijentirano na međunarodne i domaće izvore.



Grafikon 2. Krivulja prinosa inozemnih obveznica

Izvor: Vlastita izrada autora prema Ministarstvu financija (2019)

Promatrajući međunarodne izvore Republika Hrvatska izdala je na međunarodnom tržištu obveznice koje su u iznosu od 750 milijuna eura s dospijećem 2028. godine. Novčana sredstava koja su dobivena tim izdanjem su se koristila za refinanciranje obveznica s dospijećem identičnog iznosa. Prilikom refinanciranja se uštedilo na kamatama u iznosu od 180 milijuna kuna od refinanciranog duga.



Grafikon 3. Krivulja prinosa domaćih obveznica

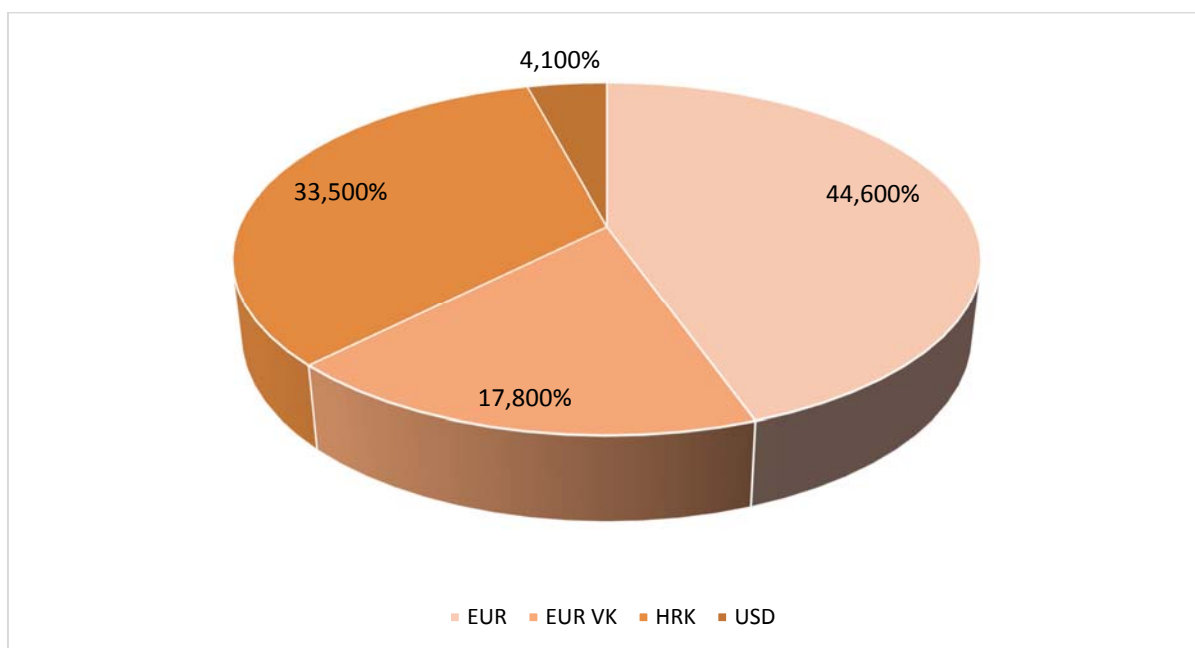
Izvor: Vlastita izrada autora prema Ministarstvu financija (2019)



S druge strane, na domaćem tržištu Republika Hrvatska je izdala obveznice u iznosu od 5,5 milijardi kuna s dospijecem 2023. godine i obveznice u iznosu od 5 milijardi kuna s dospijecem 2029. godine. Novčana sredstva koja su dobivena odnosno prikupljena ishođenjem obveznica korištena su u svrhu refinanciranja obveznica te iznose 6 milijardi kuna i financiranje potreba državnog proračuna. Prilikom refinanciranja se uštedilo na kamatama u iznosu od 200 milijuna kuna.

#### 4.2. Valutna struktura javnog duga

Javni dug Republike Hrvatske denominiran je u tri valute: kuna, euro i američki dolar. Grafikonom 3. je prikazano valutna struktura državnog duga na dan 31. prosinca 2018. godine.

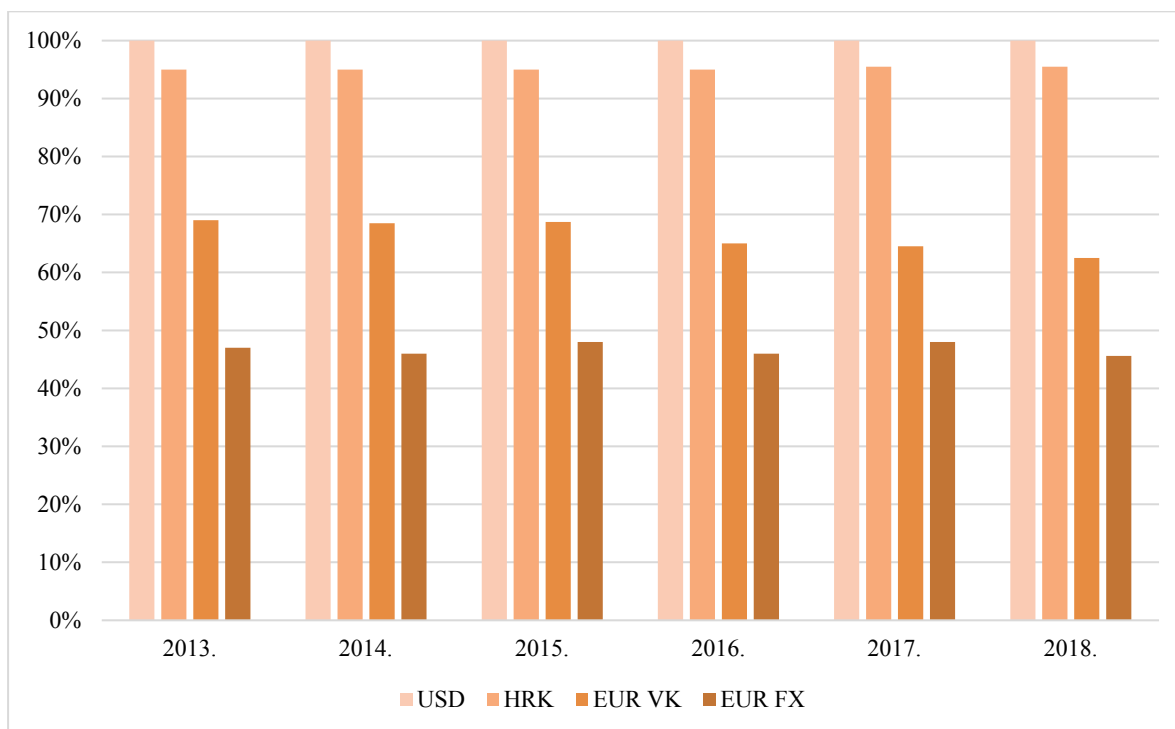


Grafikon 4. Valutna struktura državnog duga na dan 31. prosinca 2018. godine

Izvor: Vlastita izrada autora prema Ministarstvu financija (2019)

Valutna struktura državnog duga prikazuje u kolikom postotku i koje valute je denominiran javni dug. Izuzetan dio duga je denominiran u stranim valutama te sukladno tome dug denominiran u eurima iznosi 44,6%, zatim dug denominiran u kunama iznosi 33,5% i dug denominiran u američkim dolarima iznosi 4,1% cjelokupnog duga države. Dug denominiran u valuti euro se odnosi djelomično na dug izražen u eurima, a moguće ga je platiti u kunama te predstavlja 17,8% ukupnog državnog duga.

Grafikon 5. prezentira kretanje valutne strukture državnog duga u razdoblju od 2013. do 2018. godine.



Grafikon 5. Kretanje valutne struktura državnog duga u razdoblju 2013. - 2018. godine

Izvor: Vlastita izrada autora prema Ministarstvu financija (2019)

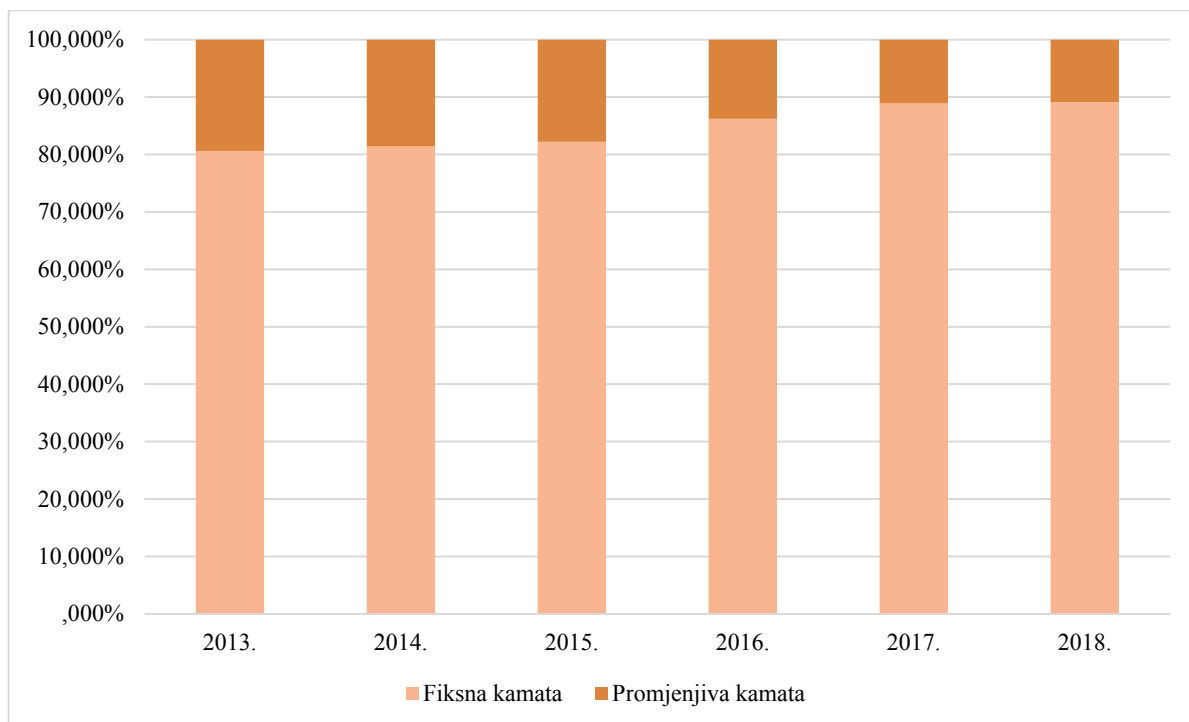
Tijekom 2018. godine zastupljenost kunskog duga u ukupnom javnom dugu porastao je s obzirom na 2017. godinu, s iznosa od 31,3% na 33,5%. Taj porast duga u kunama je rezultat usmjerenosti Republike Hrvatske na zaduživanje u kunama točnije na domaćem tržištu kapitala u domaćoj valuti, što je uvelike doprinijelo stvaranju dugoročne krivulje prinosa. Udio duga denominiran u eurima u ukupnom državnom dugu smanjen je tijekom 2018. godine na 62,4% u usporedbi na 2017. godinu kada je iznosio krajem godine 64,6%. Reduciranje rizika koji se odnosi na valute javnog duga je jedan od smjernica strategije upravljanja dugom.

Republika Hrvatska je u razdoblju od 2009. do 2013. godine izdala šest euroobveznica. Euroobveznice su denominirane u američkim dolarima s obzirom da se afirmirala obveza za povećanjem investitora i tržišta u razdoblju jačih tendencija financiranja i povećane razine volatilnosti Eurozone prouzročene financijskom krizom određenih članica. Uslijed neophodne potrebe eliminiranja rizika valuta isporučeno je pet valutnih swap transakcija obveznica. Izdane obveznice u američkim dolarima i odgovarajuće kamate po ranije fiksiranom omjeru

USD/EUR se preusmjeravaju u obveze iskazane u eurima, te budući da je došlo do umanjjenja volatilnosti EUR/HRK samim time se sprječava rizik nepovoljnih valutnih promjena.

### 4.3. Kamatna struktura javnog duga

Grafički prikaz kretanja strukture državnog duga prema vrsti kamatne stope u razdoblju od 2013. do 2018. godine.



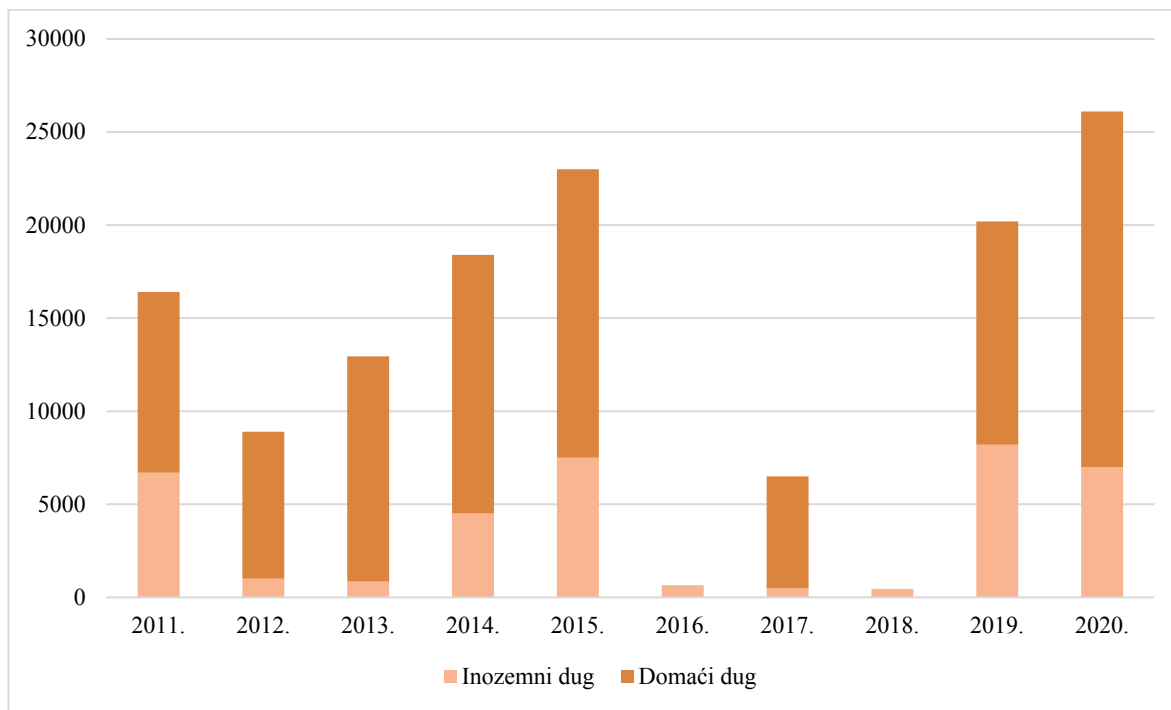
Grafikon 6. Struktura dugoročnog državnog duga prema vrsti kamate 2013.-2018. godine

Izvor: Vlastita izrada autora prema Ministarstvu financija (2019)

Na početku promatranog razdoblja, državni dug s fiksnom kamatnom stopom činio je 80,6 %, a državni dug s promjenjivom kamatnom stopom 19,4% ukupnog državnog duga. Iz grafičkog prikaza može se primijetiti trend blagog rasta udjela državnog duga s fiksnom kamatnom stopom u odnosu na državni dug s promjenjivom kamatnom stopom. Koncem 2018. godine 89,1% duga državnog proračuna se odnosi na udio javnog duga s fiksnom kamatnom stopom, što rezultira porastom od 0,2 postotna boda s obzirom na 2017. godinu. Usmjerenost na zaduživanje dugoročnim vrijednosnim papirima za ishod ima porast dijela duga s fiksnom kamatnom stopom. Stabiliziranje kamatnog rizika javnog duga također se ubraja u ciljeve trogodišnje strategije upravljanja javnim dugom.

#### 4.4. Ročna struktura javnog duga

Strategija u kojoj je vršeno otplaćivanje glavnice tuzemnog točnije domaćeg i inozemnog javnog duga za razdoblje od 2011. do 2020. godine prikazana je Grafikonom 7.

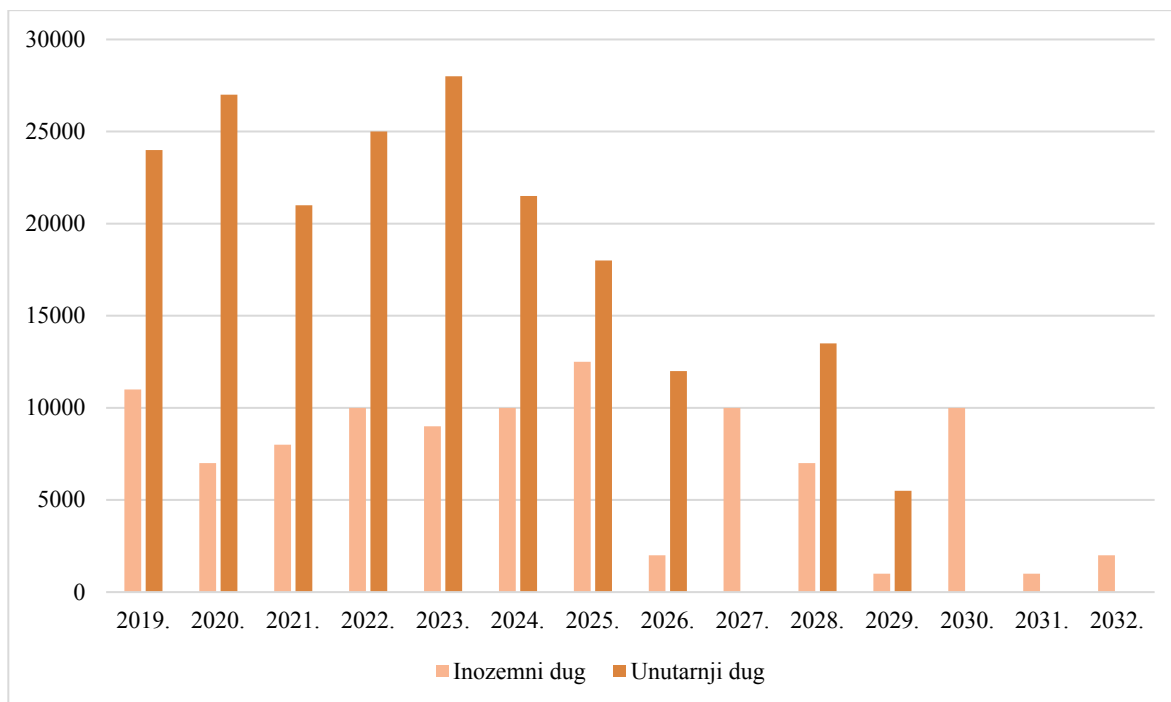


Grafikon 7. Dospjeće dugoročnog državnog duga 2011. – 2020. godine

Izvor: Vlastita izrada autora prema Ministarstvu financija (2011)

Strategija podmirivanja duga za razdoblje 2011. - 2020. godine prikazuje povećani napor otplaćivanja tokom prve polovine promatranog razdoblja, jer su refleksija dospjelih domaćih i inozemnih obveznica te triju sindiciranih deviznih kredita domaćih banaka. Između ostalog, primjetan je povećani napor podmirivanja koncem razdoblja, što je rezultat dospjelih obveznica ishodenih tokom 2004., 2009. i 2010. godine. Upravljanje uspješno javnim dugom moguće je postizanjem ujednačenog tereta otplate u daljnjem periodu, dok posebnu pozornost posvećivati će se usklađivanju dospjeća duga.

Projekcija otplate glavnica domaćeg i inozemnog dugoročnog duga u razdoblju od 2019. do 2032. godine prikazana je Grafikonom 8.



Grafikon 8. Dospijeće dugoročnog državnog duga 2019. – 2032. godine

Izvor: Vlastita izrada autora prema Ministarstvu financija (2019)

U projekciju otplate glavnice duga nisu obuhvaćene kratkoročne obveze po trezorskim zapisima. Krajem 2018. godine kratkoročne obveze iznosile su 30,1 milijardu kuna. Ne računajući iznos dospelja kratkoročnih obveza, tijekom 2019. godine neophodno je podmiriti dugoročne obveze. U istom razdoblju dugoročne obveze su iznosile 22,6 milijardi kuna. Osobita pozornost posvećivati će se održavanju ujednačenog dospelja duga jer je za upravljanje javnim dugom bitno omogućiti ujednačen teret otplate u budućem periodu. Također, akumulira se vjerojatnost otplaćivanja trenutnog duga po prihvatljivijim uvjetima i s duljim periodom mogućnosti otplate u odnosu na trenutačnu situaciju na financijskim tržištima.

## **5. Strategija upravljanja javnim dugom**

Za upravljanje javnim dugom nužna metoda je redovito objavljivanje i odluka provedbe strategije upravljanja javnim dugom. Ciljevi strategije upravljanja javnim dugom su bazirani na procjeni troškova i rizika ali uz makroekonomska i tržišna ograničenja.

Od neovisnosti države Republike Hrvatske objavljeno je pet strategija upravljanja javnim dugom. Prva strategija 2006. se odnosi na razdoblje upravljanja javnim dugom 2006.-2009. godine. Početkom 2011. godine je objavljena druga strategija po redu za upravljanja javnim dugom koja se odnosi na razdoblje 2011. - 2013. godine, treća strategija se odnosila za vremensko razdoblje od 2017. do 2019. godine, četvrta strategija je kreirana za period upravljanja javnim dugom od 2018. do 2020. godine i zadnja strategija za upravljanje javnim dugom je kreirana za razdoblje od 2019. do 2021. godine.

Prema Ministarstvu financija (2006:23) pojavom prve strategije za upravljanje javnim dugom u razdoblju od 2006. do 2009. godine dolazi do napretka u upravljanju rizicima portfelja javnog duga. Ciljevi strategije javnog duga 2006.-2009. godine su oprezno upravljanje javnim dugom, transparentno zaduživanje, promicanje likvidnosti u državne vrijednosne papire, poticanje razvoja infrastrukture na tržištu kapitala, objava kalendara izdavanja i tromjesečnih planova zaduživanja.

Prema Ministarstvu financija (2011:19) druga strategija za upravljanje javnim dugom u razdoblju 2011.-2013. godine definira ciljeve na temelju neostvarenih ciljeva prethodne strategije za upravljanje javnim dugom. Ciljevi strategije upravljanja javnim dugom u periodu od 2011. do 2013. godine doprinose stabiliziranju javnog duga u BDP-u, produljenju prosječne ročnosti dospjeća i smanjenju udjela kratkoročnog duga u ukupnom dugu, uvođenju mehanizma koji štiti od rizika valute, razvoju krivulje prinosa na domaćem i vanjskim tržištima i neprestanom razvoju i unapređenju domaćeg tržišta vrijednosnih papira.

Tablica 4. Prikaz objavljenih Strategija upravljanja javnim dugom i smjernica

## STRATEGIJA UPRAVLJANJA JAVNIM DUGOM SMJERNICE

<b>2006. – 2009. godine</b>	Razborito i oprezno upravljanje javnim dugom	Transparentno i predvidivo zaduživanje i upravljanje javnim dugom	Izgradnja referente domaće krivulje prinosa	Uvođenje aukcija za izdavanje obveznica	Objava kalendara izdavanja i tromjesečnih planova zaduživanja	Uvođenje sustava primarnih dilera
<b>2011. – 2013. godine</b>	Doprinos stabilizaciji udjela javnog duga u BDP-u	Produljenje prosječne ročnosti dospjeća i smanjenje udjela kratkoročnog duga u ukupnom dugu	Uvođenje mehanizma zaštite od valutnog rizika	Razvoj krivulje prinosa na domaćem i vanjskim tržištima	Kontinuirani razvoj i unapređenje domaćeg tržišta vrijednosnih papira	
<b>2017. – 2019. godine</b>	Smanjenje udjela javnog duga u BDP-u za 10 postotnih bodova do 2020. godine	Smanjiti trošak kamata javnog duga	Smanjivanje proračunskog manjka	Ublažavanje valutnog rizika	Ublažavanje kamatnog rizika	Ublažavanje rizika refinanciranja i smanjenje kratkoročnog duga u ukupnom javnom dugu
<b>2018. – 2020. godine</b>	Jačanje kontrole poslovanja javnih poduzeća	Jačanje institucionalnog i pravnog okvira upravljanja javnim dugom	Ublažavanje rizika refinanciranja	Ublažavanje valutnog rizika	Smanjenje kamatnog rizika unaprjeđenjem kreditnog rejtinga	Povećanje transparentnosti javnog duga i zaduživanja
<b>2019. – 2021. godine</b>	Učinkovitiji sustav financijskog i statističkog planiranja i izvještavanja izvanproračunskih korisnika	Održivost javnih financija i fiskalne politike Zakonom o fiskalnoj odgovornosti	Ublažavanje valutnog rizika	Smanjivanje kamatnog rizika provedbom odgovorne i održive fiskalne politike	Smanjivanje manjka državnog proračuna u okviru novog Zakona o proračunu	Povećanje transparentnosti javnog duga i zaduživanja

Izvor: Vlastita izrada autora prema Ministarstvu financija (2006., 2011., 2017., 2018., 2019.)

Prema Ministarstvu financija (2017:27) treća strategija za upravljanje javnim dugom definirana za razdoblje od 2017. do 2019. godine ima u cilju podizanje udjela javno duga u BDP-u na održivu putanju, smanjiti trošak kamata koje RH plaća i danas na javni dug, smanjivanje proračunskog manjka, ublažavanje valutnog i kamatnog rizika te rizika refinanciranja i višegodišnjeg trenda povećanih međugodišnjih stopa povećanja udjela javnog duga u BDP-u i omogućavanju financijskih sredstava za državni proračun, generiranjem najnižeg srednjoročnog i dugoročnog troška financiranja uz preuzimanje određenog stupnja rizika.

Prema Ministarstvu financija (2018:32) četvrta strategija za upravljanje javnim dugom za razdoblje 2018. do 2020. godine ima isti cilj kao i prethodna strategija za upravljanje javnim dugom, a riječ je o smanjenju postotka javnog duga u BDP-u. Iako je došlo do minimalizacije udjela javnog duga u BDP-u tijekom prethodne strategije, visok stupanj odnosno razina javnog duga iziskuje ekonomsku politiku koja je usmjerena na rast gospodarstva, kontinuiranu fiskalnu konsolidaciju te pokretanje državne imovine što će biti popraćeno politikom aktivnog upravljanja javnim dugom. Premda u srednjoročnom razdoblju dolazi do smanjenja rizika, oni i dalje postižu visoku razinu osobito unutar pojedinih scenarija testova osjetljivosti. U ovoj strategiji za razdoblje od 2018. do 2020. godine značajan naglasak je na postizanju veće transparentnosti javnog duga i samog zaduživanja što se manifestira putem javno objavljenih planova, uvjeta kao i pravila zaduživanja.

Kako bi potencijalni investitori bili što kvalitetnije i razumljivije informirani i kako bi se što korisnije predvidjelo zaduživanje prema Ministarstvu financija (2018:35) u strategiji se prikazuju:

- 1) projekcija zaduživanja državnog proračuna do 2020. godine,
- 2) kalendar izdavanja trezorskih zapisa tijekom 2018. godine po datumima,
- 3) plan izdavanja obveznica tijekom 2018. godine
- 4) projekcija otplata glavnice duga državnog proračuna za razdoblje 2018. - 2028.,
- 5) projekcija otplata unutarnjeg duga i međunarodnih obveznica Republike Hrvatske,
- 6) prikaz aktivnih obveznica RH izdanih u razdoblju od 2007. do 2017. godine s dospijećima 2017. - 2032. godine,
- 7) kretanje premije rizika za Republiku Hrvatsku u razdoblju od 2013. do 2018. godine uspoređujući s državama Europske unije.



„Strategija upravljanja javnim dugom za razdoblje 2019. - 2021. naslanja se na osnovne ciljeve i provedbene metode unapređenja održivosti ukupnog javnog duga i ublažavanja povezanih rizika definiranih u prošlogodišnjoj Strategiji upravljanja javnim dugom. Uz detaljne prikaze povijesnog kretanja i strukture javnog duga, trogodišnjih projekcija i načela ostvarenja utvrđenih planova financiranja, Strategija identificira i provedbene rizike te načela njihovog ublažavanja, s naglaskom u područjima:

- 1) pravnog i institucionalnog okvira upravljanja javnim dugom,
- 2) ublažavanja rizika refinanciranja i smanjenja udjela kratkoročnog duga u ukupnom javnom dugu,
- 3) ublažavanje valutnog rizika javnog duga,
- 4) ublažavanja kamatnog rizika javnog duga te
- 5) povećanja transparentnosti javnog duga i zaduživanja“ (Ministarstvo financija Republike Hrvatske, 2019:4).

Globalna zdravstvena kriza koja započinje početkom 2020. godine i uzrokovana je pandemijom koronavirusa je prisilila svijet u kratkom vremenskom razdoblju na suočavanje s ekonomskim posljedicama. Pandemija je pogodila svjetsko gospodarstvo kada je već prisutno opadanje globalne aktivnosti, ponajviše trgovinske razmjene. Vremensko trajanje ekonomske krize uzrokovane pandemijom koronavirusa još uvijek je vrlo neizvjesno, no pretpostavlja se da će sveukupni utjecaj pandemije na svjetsku proizvodnju biti veći od globalne krize 2008. godine. Međutim, Republika Hrvatska ovu ekonomsku krizu ipak dočekuje spremnija od globalne financijske krize s obzirom na manje vanjske i unutarnje neravnoteže.

Prema Programu konvergencije Republike Hrvatske (2020.) mjere za pomoć hrvatskome gospodarstvu uslijed pandemije su: odgoda i otpis plaćanja izravnih poreza i doprinosa poduzetnicima s poteškoćama u poslovanju, potpore za očuvanje radnih mjesta, mjere usmjerene na mikro, male i srednje poduzetnike, krediti Hrvatske banke za obnovu i razvitak (HBOR) i poslovnih banaka te funkcioniranje sustava javnih financija i održivosti financiranja javnih usluga. Cilj je prvenstveno pružiti pomoć privatnom sektoru da prebrodi krizu uspješno kroz očuvanje radnih mjesta, isplatu plaća, odnosno rješavanje problema nelikvidnosti.

Udio javnog duga u BDP-u tijekom 2020. godine je zabilježio rast za 13,5 postotnih bodova u odnosu na 2019. godinu točnije s 73% javni dug je porastao na iznos od 86,7% BDP-a. Razlog povećanju udjela javnog duga u BDP-u je ponajviše zbog povećanih potreba za

zaduživanjem što je rezultat negativnog fiskalnog učinka uzorkovan pandemijom koronavirusa. No, očekuje se smanjenje udjela javnog duga u BDP-u na razinu od otprilike 84% . Trenutno, Republika Hrvatska će imati potrebu za dodatnim zaduživanjem što će samim time imati velikog utjecaja na povećanje javnog duga i opterećenje sustava za upravljanje javnim dugom.

## 6. Kreditni rejting Republike Hrvatske

Kreditni rejting je mjerilo odnosno kriterij za odobravanje kredita. Formiraju se određeni zahtjevi i uvjeti o osobnom integritetu (ugledu) i ekonomskom položaju kreditoprimca. Prema Ministarstvu financija (2019) Republika Hrvatska dobiva rezultate točnije ocjene za kreditni rejting od tri vodeće i specijalizirane agencije koje vrše procjenjivanje kreditne sposobnosti. Agencije zadužene za vrednovanje kreditne sposobnosti su Moody's Investors Service (Moody's), Standard & Poor's (S&P) i Fitch Ratings (Fitch). Uz spomenute, vrednovanje kreditne sposobnosti Republike Hrvatske se obavlja i od japanske rejting agencije Rating & Investment Information (R&I), koja je ovlaštena za izdavanje odnosno dodjeljivanje rejting ocjene japanskim izdavateljima vrijednosnih papira. Nabrojane agencije izvršavaju godišnju provjeru dodijeljenog kreditnog rejtinga.

U daljnjem dijelu je prikazan i kalendar objava kreditnog rejtinga Republike Hrvatske navedenih triju ključnih kreditnih agencija u 2019. godini.

Tablica 5. Kalendar objava kreditnog rejtinga Republike Hrvatske tijekom 2019. godine

Moody's	Standard & Poors	Fitch
26. travnja 18. listopada	22. ožujka 20. rujna	7. lipnja 6. prosinca

Izvor: Vlastita izrada autora prema Ministarstvu financija prema Moody's, Standard & Poors, Fitch

Racionalno funkcioniranje fiskalne politike Republike Hrvatske vidljivo je i trima vodećim svjetskim rejting agencijama stoga su tokom 2017. godine popravile izgled hrvatskog kreditnog rejtinga. Kreditni rejting Republike Hrvatske je u razdoblju od 2012. do 2015. godine bio dva puta smanjivan. Prema Ministarstvu financija (2019) početkom 2018. godine agencija za kreditni rejting Fitch unaprijedila je kreditni rejting Republike Hrvatske s 'BB' na 'BB+' uz sigurne prognoze, a razlog poboljšanja kreditnog rejtinga Republike Hrvatske je rezultirao zahvaljujući uravnoteženom poboljšanju gospodarstva, uspješnoj turističkoj sezoni i unaprjeđenju javnih financija. Naime, od 2004. godine to je prvo povećanje kreditnog rejtinga Republike Hrvatske. Zatim, u ožujku 2018. agencija S&P donijela odluku o poboljšanju

rejtinga Republike Hrvatske s 'BB' na 'BB+' zbog značajnog pada odnosno smanjenja javnog duga i unaprjeđenje fiskalne pozicije države zbog ekonomskog napretka i porezne reforme koja je provedena 2017. godine.

Buduća pogodna proračunska kretanja, unaprjeđenje pozicije države u inozemstvu te daljnji tijek inozemnog razduživanja gospodarstva, moćan porast deviznih pričuva doprinijeli su u ekonomskom rastu i kvalitetnom pomaku države. Odlukom agencija Fitch i S&P tokom rujna 2018. godine poboljšani su izgledi za rejting sa stabilnih na pozitivne. Tijekom prosinca 2018. godine agencija Fitch je odlučila zadržati hrvatski kreditni rejting na 'BB+', a izgleda pozitivnima.

U nastavku je prikazan rezime ocjene kreditnog rejtinga Republike Hrvatske u Tablici 5. uz danu usporedbu s državama članicama EU.

Tablica 6. Usporedba kreditnih ocjena zemalja Europske unije

Države	Moody's		Standard & Poors		Fitch	
	2011.	2019.	2011.	2019.	2011.	2019.
Austrija	Aaa	Aa1	AAA	AA+	AAA	AA+
Belgija	Aa3	Aa3	Aau	Aau	AA+	AA-
Bugarska	Baa3	Baa2	BBB	BBB-	BBB-	BBB
Cipar	Baa3	Ba2	BBB	BBB-	BBB	BBB-
Češka	A1	A1	AA-	AA-	AA+	AA-
Danska	Aaa	Aaa	AAA	AAAu	AA+	AAA
Estonija	A1	A1	AA-	AA-	A+	AA-
Finska	Aaa	Aa1	AAA	AA+	AAA	AA+
Francuska	Aaa	Aa2	AAAu	AAu	AAA	AA
Grčka	Ca	B1	CC	B+	CCC	BB-
Hrvatska	Baa3	Ba2	BBB-	BBB-	BBB-	BB+
Irska	Ba1	A2	BBB+	A+	BBB+	A+
Italija	A2	Baa3	Au	BBB-u	A+	BBB
Letonija	Baa3	A3	BB+	A	BBB-	A
Litva	Baa1	A3	BBB	A	BBB	A
Luksemburg	Aaa	Aaa	AAA	AAA	AAA	AAA
Mađarska	Ba0	Baa3	BBB-	BBB	BBB-	BBB
Malta	A2	A3	A	A-	A+	A+
Nizozemska	Aaa	Aaa	AAAu	AAAu	AAA	AAA
Njemačka	Aaa	Aaa	AAA	AAAu	AAA	AAA
Poljska	A2	A2	A-	A-	A-	A
Portugal	Ba2	Baa3	BBB-	BBB-u	BB+	BBB
Rumunjska	Baa3	Baa3	BB+	BBB-	BBB-	BBB
Slovačka	A1	A2	A+	A+	A+	A+
Slovenija	A1	Baa1	AA-	A+	AA-	A

Španjolska	A1	Baa1	AA-	A-u	AA-	A
Švedska	Aaa	Aaa	AAA	AAAu	AAA	AAA
Velika Britanija	Aaa	Aa2	AAAu	AAu	AAA	AA

Izvor: Vlastita izrada autora prema Ministarstvu financija (2019.)

Prema Ministarstvu financija (2019) početkom 2019. godine agencija S&P poboljšala je kreditni rejting Republike Hrvatske na razinu investicijskog, s BB+/B na BBB-/A-3 uz stabilne prognoze. Prema Izvještaju, ocjena je utemeljena na unaprjeđenoj proračunskoj poziciji čemu je doprinio ekonomski oporavak uzrokovan povećanjem domaće kupovne moći koja je potaknuta učincima reforme poreza te mjerama fiskalne politike. Ekonomski napredak upotpunjen je suficitom koji je sastavni dio tekućeg računa platne bilance na temelju profita od turizma, te ujedno pridonosi i smanjenju vanjskih neravnoteža. Koncem 2019. godine agencija Moody's zadržava rejting Republike Hrvatske na 'Ba2' te unaprjeđuje prognozu iz stabilne u pozitivnu, stavljajući naglasak na bolju poziciju fiskalne i reforme pošto se smatra da će imati pozitivan utjecaj na rast hrvatskog gospodarstva.

Pri formiranju strategija upravljanja javnim dugom i izvršavanju kvalitetne i efikasne fiskalne politike cilj je stvoriti makroekonomsko područje koje će doprinijeti unaprjeđenju kreditnog rejtinga Republike Hrvatske. S istim ciljem se i potiču investicijska ulaganja kako bi se smanjili izdaci kamata prilikom zaduživanja na tržištu. Stoga, kako bi se unaprijedio kreditni rejting na veću razinu odnosno ocjenu i kako bi strategija upravljanja javnog duga bila što kvalitetnija, financijske institucije trebaju provoditi i definirati projekcije kretanja javnog duga.

Prema tablici 6. može se zaključiti da u razdoblju od 2011. do 2019. godine Republika Hrvatska je poboljšala prognoze odnosno ocjene kreditnog rejtinga. Uspoređujući kreditni rejting Republike Hrvatske tijekom 2019. godine s ostalim europskim zemljama možemo zaključiti da manji kreditni rejting ima Grčka i Cipar od strane agencije Fitch te agencije Moody's donosi istu odluku pri ocjenjivanju kreditno rejtinga tijekom 2019. godine. Agencija Standard & Poors ocjenjuje Grčku s lošijom ocjenom nego Republiku Hrvatsku.

## **7. Ciljevi i smjernice upravljanja javnim dugom Republike Hrvatske u razdoblju 2019.-2021. godine**

Primarni zadatak upravljanja javnim dugom je osigurati da se vladine potrebe za financiranjem i obveze plaćanja, izvršavaju uz najniže moguće troškove u srednjoročnom i dugoročnom razdoblju, u skladu s razboritim stupnjem rizika. Razborito upravljanje rizikom kako bi se izbjegle opasne strukture i strategije duga (uključujući monetarno financiranje državnog duga) ključno je, s obzirom na ozbiljne makroekonomske posljedice nepodmirivanja državnog duga i veličinu nastalih gubitaka u proizvodnji. Navedeni troškovi uključuju poslovne i bankarske nesolventnosti, kao i smanjenu dugoročnu vjerodostojnost i sposobnost vlade da mobilizira domaću i stranu štednju.

Kretanje javnog duga Republike Hrvatske nastoji slijediti međugodišnji trend smanjenja njegova udjela u BDP-u. Za realizaciju navedenoga potrebno je osigurati sveobuhvatnu ekonomsku politiku koja će zadržati fokus na poticanju gospodarskog rasta, fiskalnoj konsolidaciji i aktivaciji državne imovine. Razina javnog duga i dalje bilježi visoke udjele u BDP-u, posebno ukoliko se uspoređi s ostalim zemljama Europske unije. Postizanje razina javnog duga zabilježenih prije gospodarske krize je primarni cilj upravljanja javnim dugom, koji je dobio na težini posebice u trenutnim nepredvidivim gospodarskim okolnostima. Naglasak same Strategije upravljanja javnim dugom Republike Hrvatske u razdoblju od 2019. do 2021. godine stavljen je na unapređenje održivog javnog duga te ublažavanje rizika povezanih s njim. „Strategija identificira i provedbene rizike te načela njihovog ublažavanja, s naglaskom na:

- 1) jačanje pravnog i institucionalnog okvira upravljanja javnim dugom,
- 2) ublažavanje rizika refinanciranja i smanjenja udjela kratkoročnog duga u ukupnom javnom dugu,
- 3) ublažavanje valutnog rizika javnog duga,
- 4) ublažavanje kamatnog rizika javnog duga i
- 5) povećanje transparentnosti javnog duga i zaduživanja,, (Ministarstvo financija, 2019:33).

Jačanjem pravnog i institucionalnog okvira upravljanja javnim dugom, Strategija se usmjerava na postizanje učinkovitijeg sustava financijskog i statističkog planiranja te izvještavanja izvanproračunskih korisnika, na provođenje Zakona o fiskalnoj odgovornosti te novog Zakona o proračunu. Jača potreba za kontrolom djelovanja trgovačkih društava i

drugih pravnih osoba koja su sastavni dio sektora opće države. Povećanjem kontrole nastoji se omogućiti prevođenje svih rezultata djelovanja odnosno pojedinačno poslovanje svakog izvanproračunskog korisnika koje proizlazi iz sustava računovodstva, a koja primjenjuju korisnici unutar sustava proračunskog računovodstva. Na taj način nastoji se poboljšati sama kvaliteta podataka financijskih i statističkih izvještaja, kao i izrada financijskog plana izvanproračunskih korisnika. U cjelokupni proces uključuje se i sam Hrvatski sabor koji će morati dati suglasnost za provođenje svih financijskih planova i izvještaja, spomenutih korisnika. Zakonom o fiskalnoj odgovornosti nastoji se unaprijediti fiskalna odgovornost i transparentnost te uskladiti fiskalna pravila s odredbom Pakta o stabilnosti i rastu. Također, Zakon utvrđuje tri osnovna pravila, a riječ je o pravilu strukturnog salda, pravilu rashoda i pravilu javnog duga (Ministarstvo financija, 2019:33). U provedbi spomenutog Zakona sudjeluje Povjerenstvo za fiskalnu politiku koje ima za zadatak osigurati stabilnost javnih financija kroz ulogu supervizora i provoditelja fiskalne politike države.

Novi Zakon o proračunu oformljen je kako bi objedinio i istaknu važnost financijskih sredstava EU kojima se sufinanciraju brojni projekti i komponentne unutar Republike Hrvatske. Na taj način nastoji se poboljšati ugovaranje i provođenje EU projekata, te potaknuti veća razina sudjelovanja u njima. Zakon nastoji urediti i okvir razine zaduživanja jedinica lokalne i regionalne samouprave, kako ne bi došlo do prevelikog odstupanja između prihoda koje one ostvaruju i udjela zaduženosti sufinanciranja projekata sredstvima EU.

Zbog prisutne razine javnog duga i utvrđene strukture godišnje otplate glavnice, javlja se potreba za refinanciranjem godišnjih iznosa. No, istovremeno zbog povoljnih uvjeta na financijskom tržištu dolazi do smanjenja udjela kratkoročnog duga u prethodnom razdoblju od 2017. do 2018.godine, iako se smatra kako će zbog novonastale gospodarske situacije doći do promjene te se sam udio kratkoročnog duga u ukupnom javnom dugu i više nego udvostručiti.

Važnost ublažavanja valutnog rizika javnog duga proizlazi iz činjenice da je većinski dio tuzemne komponentne javnog duga denominiran ili indeksiran u eurima. Ipak, postojeći uvjeti na domaćem tržištu ukazuju na povoljni trend ublažavanja istog i vjerojatnost da u budućnosti dođe do porasta kunske komponente. Izuzev moguće primarne emisije na domaćem tržištu, javlja se i opcija moguće zamjene valuta ukoliko je isto odobreno od strane financijskih

institucija. „Tako se predviđa i povećanje udjela kunske komponente duga državnog proračuna i to s 36,9% u 2019. na 37,7% u 2021. godini“ (Ministarstvo financija, 2019:35).

Osim izrazito negativnog utjecaja kamatnog rizika na povećanje javnog duga, opasnost se javlja i za cjelokupnu fiskalnu održivost države. Stoga je vrlo pozitivno što je navedena opasnost privremeno umanjena zahvaljujući prisutnoj strukturi kamatnih stopa na razini države, gdje većinski udio u dugoročnim obvezama čine instrumenti s fiksnom kamatnom stopom. Ovakav trend može se zadržati i u promatranom budućem razdoblju ukoliko se bude dosljedno provodila odgovorna i održiva fiskalna politika kao i samo unapređenje kreditnog rejtinga, čime bi se omogućilo smanjenje premije rizika. „Stoga je projicirano kretanje udjela državnog duga s fiksnom kamatnom stopom prema razini od 88,4% do kraja 2021. godine“ (Ministarstvo financija, 2019:36).

Najveći naglasak cjelokupne Strategije usmjeren je na transparentnost javnog duga i zaduživanje. Kao što je navedeno u poglavlju pet, prema Ministarstvu financija (2019:36) Strategija upravljanja javnim dugom s ciljem boljeg i jasnijeg informiranja potencijalnih investitora i kako bi se sigurnije predvidjelo zaduživanje prikazuje projekcija zaduživanja državnog proračuna do 2021. godine, otplate glavnice državnog proračuna do 2032. godine, otplata unutarnjeg duga i međunarodnih obveznica Republike Hrvatske zatim kalendar izdavanja trezorskih zapisa, plan izdavanja obveznica tijekom godine, prikaz aktivnih obveznica Republike Hrvatske i kretanje premija rizika za Republiku Hrvatsku s obzirom na odabrane države Europske unije.

Sve navedene projekcije koje su priložene u Strategiji temelje se na službenim podacima Ministarstva financija Republike Hrvatske.

Tablica 7. Račun financiranja državnog proračuna – obveze i izvori

<b>OBVEZE (HRK mil)</b>	<b>2017.</b>	<b>2018.</b>	<b>2019.</b>	<b>2020.</b>	<b>2021.</b>
<b>Otplate (1)</b>	<b>55.314</b>	<b>34.678</b>	<b>52.768</b>	<b>52.631</b>	<b>49.473</b>
Kratkoročni dug	28.735	17.537	30.176	29.660	28.676
Dugoročni dug	26.579	17.141	22.592	22.971	20.797
<i>Domaće obveznice HKR</i>	9.500	6.000	0	5.000	6.000
<i>Domaće obveznice VK</i>	0	0	7.650	7.650	0
<i>Domaći krediti i zajmovi</i>	7.304	4.742	3.605	2.656	5.597



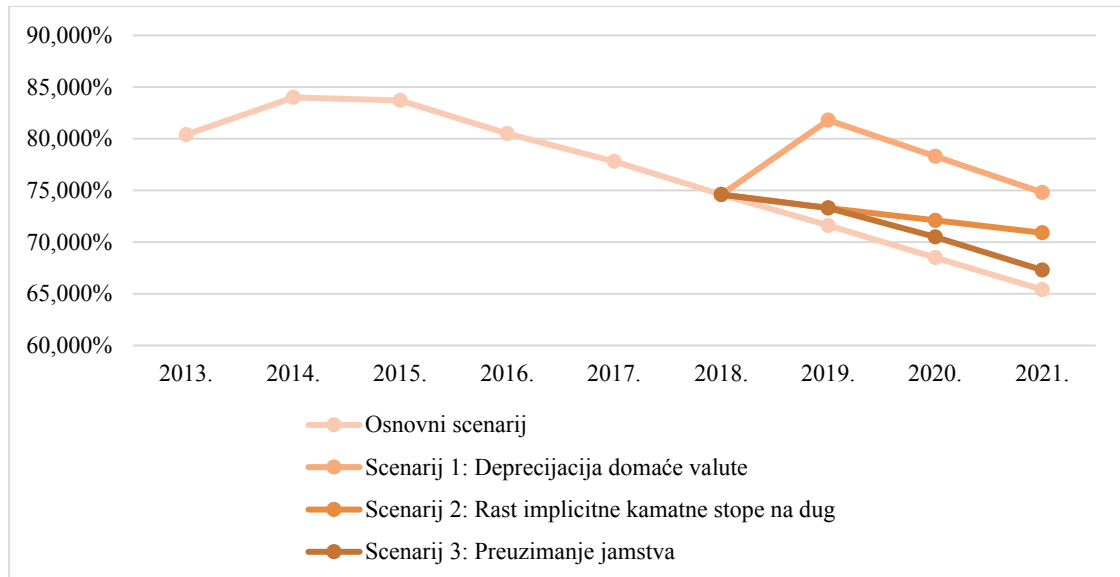
<i>Inozemne obveznice</i>	8.524	5.550	10.500	6.883	8.432
<i>Inozemni krediti i zajmovi</i>	1.251	849	837	782	768
<b>Ostalo (dani zajmovi i udjeli u glavnici) (2)</b>	<b>12.344</b>	<b>4.167</b>	<b>3.593</b>	<b>1.365</b>	<b>973</b>
<b>Proračunski deficit (3)</b>	<b>2.292</b>	<b>192</b>	<b>4.188</b>	<b>1.372</b>	<b>-127</b>
<b>Novčani depozit (4)</b>	<b>3.818</b>	<b>5.796</b>	<b>2.528</b>	<b>2.146</b>	<b>2.838</b>
<b>Ukupna potreba zaduživanja (1)+(2)+(3)+(4)</b>	<b>73.768</b>	<b>44.833</b>	<b>63.077</b>	<b>57.514</b>	<b>53.157</b>

<b>IZVORI (HRK mil)</b>	<b>2017.</b>	<b>2018.</b>	<b>2019.</b>	<b>2020.</b>	<b>2021.</b>
<b>Zaduživanje (1)</b>	<b>70.697</b>	<b>41.931</b>	<b>58.776</b>	<b>53.802</b>	<b>49.821</b>
Kratkoročno	28.731	19.225	28.676	28.676	28.767
Dugoročno	41.966	22.706	30.100	25.126	21.145
<i>Domaće obveznice</i>	17.300	10.500	13.050	13.145	8.250
<i>Domaći krediti i zajmovi</i>	4.011	6.482	5.573	3.290	4.600
<i>Inozemne obveznice</i>	18.936	5.531	10.485	6.872	8.173
<i>Inozemni krediti i zajmovi</i>	1.719	193	992	1.819	122
<i>Ostalo (dani zajmovi i udjeli u glavnici) (2)</i>	589	1.165	201	184	190
<b>Privatizacijski prihodi (3)</b>	<b>117</b>	<b>120</b>	<b>1.001</b>	<b>1.000</b>	<b>1.000</b>
<b>Smanjenje novčanih depozita (3)</b>	<b>2.365</b>	<b>1.617</b>	<b>3.099</b>	<b>2.528</b>	<b>2.146</b>
<b>Ukupno financiranje (1)+(2)+(3)+(4)</b>	<b>73.768</b>	<b>44.833</b>	<b>63.077</b>	<b>57.514</b>	<b>53.157</b>

Izvor: Ministarstvo financija (2019:37)

Analizirajući podatke navedene gore u tablicama, vidljivo je kako je došlo do značajnog smanjenja duga tokom 2018. godine u odnosu na 2017., no također taj trend nije nastavljen i predviđen za naredne tri promatrane godine gdje je vidljivo kako dolazi do blagog porasta u visini zaduživanja. Navedenom smanjenju javnog duga uvelike je doprinijela financijska rekonstrukcija i refinanciranje postojećih obveza. S druge strane, može se uočiti pozitivan trend kretanja otplate zaduženih iznosa. Planirani iznos otplate udjelom je sve viši u odnosu na iznos zaduživanja, što je vidljivo i u odnosu otplate kratkoročnog i dugoročnog duga. Na taj način zapravo se nastoji smanjiti manjak u državnom proračunu što je posebice vidljivo u planovima za 2021. godinu kada se očekuje ostvarenje proračunskog suficita u iznosu od 127 milijuna kuna. U prikazanoj projekciji također je vidljivo i nastojanje za smanjenjem udjela

kratkoročnog duga (trezorskih zapisa) tokom godina. Mnogo toga ovisi o uvjetima i kretanjima na financijskom tržištu, no trenutačna situacija ukazuje na moguća produljena prosječne ročnosti duga što je pozitivno za nastavak trenda smanjenja kratkoročnih dugova.



Grafikon 9. Kretanje udjela javnog duga u BDP-u

Izvor: Ministarstvo financija (2019.)

Grafikonom 10. je prikazano kretanje udjela javnog duga u BDP-u s različitim scenarijima. Prikazan je osnovni scenariji udjela javnog duga u BDP-u bez većih promjena i oscilacija. Scenariji 1. koji prikazuje deprecijaciju domaće valute. Zatim scenariji 2. kojim je prikazano rast implicitne kamatne stope na dug i posljednji kreiran scenariji je scenariji 3. prema kojemu je prikazano preuzimanje jamstava.

## 8. Rasprava

U ovom poglavlju će se usporediti strategije upravljanja javnim dugom od 2011. do 2013. godine, strategija upravljanja javnim dugom od 2017. do 2019. godine i strategija upravljanja javnim dugom od 2018. do 2020. godine s ostvarenim podacima nakon kreiranih strategija upravljanja javnim dugom.

Tablica prikazuje usporedbu strategije upravljanja javnim dugom za razdoblje 2011. do 2013. godine i ostvarenih rezultata točnije podataka u skladu sa strategijom.

Tablica 8. Usporedba strategija upravljanja javnim dugom 2011. do 2013. godine i ostvarenih rezultata

### Strategija upravljanja javnim dugom

<b>2011. – 2013. godine</b>	Doprinos stabilizaciji udjela javnog duga u BDP-u	Produljenje prosječne ročnosti dospijeća i smanjenje udjela kratkoročnog duga u ukupnom dugu	Uvođenje mehanizma zaštite od valutnog rizika	Razvoj krivulje prinosa na domaćem i vanjskim tržištima	Kontinuirani razvoj i unapređenje domaćeg tržišta vrijednosnih papira
<b>Rezultati</b>	Povećanjem udjela javnog duga u BDP-u sa 41,6% tijekom 2010. godine na 46,7% tijekom 2013. godine	Tijekom 2013. godine udio kratkoročnog duga je povećan s 14,6% na 16,1% i prosječna ročnost dospijeća je povećana s 3,57 godina na 4,6 godina	Povećano izdavanje obveznica denominiranih u američkim dolarima	Izgradnja krivulje na domaćem i po prvi put i na inozemnom tržištu	Državne vrijednosnice kao jedne od glavnih instrumenata za financiranje potreba zaduživanja države

Izvor: Vlastita izrada autora prema Ministarstvu financija (2013.)

Smjernice odnosno ciljevi strategije upravljanja javnim dugom od 2017. do 2019. godine i ostvareni rezultati kroz navedeno razdoblje su prikazani tablicom.

Tablica 9. Usporedba strategija upravljanja javnim dugom 2017. do 2019. godine i ostvarenih rezultata

### Strategija upravljanja javnim dugom

<b>2017. – 2019. godine</b>	Smanjenje udjela javnog duga u BDP-u za 10 postotnih bodova do 2020. godine	Smanjiti trošak kamata javnog duga	Smanjivanje proračunskog manjka	Ublažavanje valutnog rizika	Ublažavanje kamatnog rizika
<b>Rezultati</b>	Smanjenje udjela javnog duga u BDP-u sa 80,6 % tijekom 2016. godine na 69,1% tijekom 2020. godine	Zaduživanje na inozemnom tržištu izdavanjem obveznica i inozemnih zajmova	Smanjenje manjka državnog proračuna koji u 2018. godini iznosi 5,7 milijardi kuna, a u 2019. godini 3,9 milijardi kuna	Veći dio javnog duga je denominiran u eurima	Povećanje dugoročnih obveza kao instrumenata s fiksnom kamatnom stopom s 86% na 89% do 2019. godine

Izvor: Vlastita izrada autora prema Ministarstvu financija (2019.)

Smjernice odnosno ciljevi strategije upravljanja javnim dugom od 2018. do 2020. godine i ostvareni podaci točnije rezultati kroz navedeno razdoblje su prikazani tablicom.

Tablica 10. Usporedba strategija upravljanja javnim dugom 2018. do 2020. godine i ostvarenih rezultata

### Strategija upravljanja javnim dugom

<b>2018. – 2020. godine</b>	Jačanje kontrole poslovanja javnih poduzeća	Jačanje institucionalnog i pravnog okvira upravljanja javnim dugom	Ublažavanje rizika refinanciranja	Ublažavanje valutnog rizika	Smanjenje kamatnog rizika unaprjeđenjem kreditnog rejtinga
<b>Rezultati</b>	Analiza postojećeg pravnog okvira s ciljem jačanja učinkovitosti kontrole javnih poduzeća	Jačanje fiskalne politike kroz Zakon o fiskalnoj odgovornosti	Produženje ročnosti duga i smanjenje udjela kratkoročnog duga s 4,5% na 4,2%	Javni dug denominiran u kunama iznosi 63,3% a u eurima 71,3%	Provedba odgovorne fiskalne politike i smanjenje premije rizika

Izvor: Vlastita izrada autora prema Ministarstvu financija (2020.)

## 9. Zaključak

Javni dug je bitan pokazatelj jedne države te zemlje kojima je prioritet kvalitetno upravljanje rizicima, strategije upravljanja javnim dugom i osiguranje dugoročne održivosti javnog duga moraju što kvalitetnije i efikasnije kreirati strukturirani portfelj duga. Ukoliko država ima visoku razinu javnog duga i visoki udio javnog duga u BDP-u, to je pokazatelj nekvalitetne i neefikasne fiskalne politike koja je uzrokovala državni deficit. Svaka pojedina zemlja mora prilagoditi odnosno provoditi fiskalnu politiku na način koji odgovara specifičnim potrebama te zemlje.

U Republici Hrvatskoj je godinama bio prisutan trend rasta zaduživanja, ali tijekom posljednjih nekoliko godina javni dug se počeo smanjivati točnije 2016. godine te je krajem 2018. godine zabilježen najveći pad udjela javnog duga u BDP-u što je automatski utjecalo na povećanje kreditnog rejtinga. Promatrajući zemlje na razini Europske unije, Republika Hrvatska je neprestano pozicionirana među većim udjelima javnog duga u BDP-u s obzirom na europske zemlje gledajući isti kriterij.

Zaključno, s obzirom na prikazane i analizirane podatke iz navedenih grafikona i tablica, također se testiraju i postavljene hipoteze da je strategija upravljanja javnim dugom efikasan instrument u provedbi fiskalne politike te da je kreditni rejting Republike Hrvatske na razini zemalja članica Europske unije. Početna hipoteza strategije upravljanja javnog duga kao efikasnog instrumenta u provedbi fiskalne politike se odbacuje odnosno ne prihvaća se u potpunosti nego djelomično. Republika Hrvatska je kreditno ograničena i trend rasta javnog duga tijekom pandemije koronavirusa uskraćuje odnosno otežava djelovanje fiskalne politike u budućnosti. Tabličnim prikazom podataka hipoteza kreditnog rejtinga Republike Hrvatske na razini zemalja članica Europske unije se odbacuje. S obzirom na ocjene kreditnih agencija na razini Europske unije slabije odnosno nepovoljnije ocjene od Republike Hrvatske dobiva Grčka.

Javni dug Republike Hrvatske i dalje predstavlja izvor slabosti za hrvatsko gospodarstvo. Međutim, s obzirom na visinu duga, dugoročno povećanje referentnih tržišnih kamatnih stopa predstavljalo bi značajnu prepreku fiskalnoj održivosti. Kako bi se nastavio trend smanjenja javnog duga te razvoj gospodarstva, nužno je poticati proizvodnju i izvoz proizvoda koje su temeljene na domaćoj proizvodnji, bolju koordinaciju s mjerama i instrumentima monetarne i fiskalne politike za koju su odgovorni i koju provode Ministarstvo financija i HNB te najbitnije smanjiti državnu potrošnju i potrebu ponovnog zaduživanja. Uz teorijski pojam

javnog duga dolazi i pitanje vezano za upravljanje javnim dugom a to je „Financirati državne rashode zaduživanjem ili oporezivanjem?“. Financiranje javnog duga ponovnim zaduživanjem i financiranja oporezivanjem je pitanje vremenskog trenutka kada će se porezi nametnuti.

## Literatura

1. Bajo, A., Primorac, M., Badurina Andabaka, A. (2011). *Osnove upravljanja javnim dugom*. Zagreb: Institut za javne financije.
2. Bajo, A., Pezer, I. (2012). Strategija i ciljevi upravljanja javnim dugom. Dostupno na: <file:///C:/Users/User/Downloads/814317.BajoPezer.pdf>. [pristupljeno: 16. ožujka 2021.]
3. Državni zavod za statistiku. (2021). Izvještaj o potencijalnim obvezama sektora opće države u skladu s Direktivom Vijeća Europe. Dostupno na: [https://www.dzs.hr/Hrv/National%20Accounts/GovernmentFinance/Izvjestaj%20o%20potencijalnim%20obvezama%20sektora%20opce%20drzave\\_2011-2016.pdf](https://www.dzs.hr/Hrv/National%20Accounts/GovernmentFinance/Izvjestaj%20o%20potencijalnim%20obvezama%20sektora%20opce%20drzave_2011-2016.pdf) [pristupljeno: 16. lipnja 2021.]
4. Eurostat. (2021). Government finance statistics. Dostupno na: [https://ec.europa.eu/eurostat/statisticsexplained/index.php?title=File:Government\\_finance\\_statistics\\_highlight\\_FP2020-HR.png](https://ec.europa.eu/eurostat/statisticsexplained/index.php?title=File:Government_finance_statistics_highlight_FP2020-HR.png)
5. Fitch Ratings. (2021). Entity Croatia. Dostupno na: <https://www.fitchratings.com/entity/croatia-80442240> [pristupljeno: 25. lipnja 2021.]
6. Hrvatska Narodna Banka. (2019). Dostupno na: <https://www.hnb.hr/> [pristupljeno: 16. lipnja 2021.]
7. Jelčić, B. (1994). *Financijsko pravo i financijska znanost*. Zagreb: Birotehnika.
8. Jeleč Raguž, M. (2020). *Osnove makroekonomije*. Požega: Veleučilište.
9. Ministarstvo financija. (2021). Javni dug. Dostupno na: <https://mfin.gov.hr/pristup-informacijama/publikacije/javni-dug-uprava-za-upravljanje-javnim-dugom/547> [pristupljeno: 16. lipnja 2021.]
10. Moody's Investors Service. (2021). Government of Croatia. Dostupno na: <https://www.moody.com/credit-ratings/Croatia-Government-of-credit-rating-600020489> [pristupljeno: 25. lipnja 2021.]
11. Rosen, H. (1999). *Javne financije*. Zagreb: Institut za javne financije.
12. Službene internetske stranice Europske unije. (2021.) Program konvergencije Republike Hrvatske za 2020. i 2021. godinu. Dostupno na: [https://ec.europa.eu/info/sites/default/files/2020-european-semester-convergence-programme-croatia\\_hr.pdf](https://ec.europa.eu/info/sites/default/files/2020-european-semester-convergence-programme-croatia_hr.pdf)
13. Srb, V., Perić, R. (1999). *Financiranje javnih potreba*. Osijek: Pravni fakultet.
14. Standard & Poor's. (2021). Dostupno na: <https://www.spglobal.com/ratings/en/> [pristupljeno: 25. lipnja 2021.]



15. Šimunović, H., Deskar-Škrbić, M. (2020). *Ekonomika javnog sektora: s hrvatskim primjerima*. Zagreb: Arhivanalitika.
16. Zakon o proračunu. (2015.) Dostupno na: <https://www.zakon.hr/z/283/Zakon-o-prora%C4%8Dunu> [pristupljeno: 16. lipnja 2021.]

## Popis tablica

Tablica 1. Obuhvat javnog sektora.....	6
Tablica 2. Struktura javnog duga u razdoblju od 2014. do 2018. ....	11
Tablica 3. Državni dug prema vrsti instrumenata .....	15
Tablica 4. Prikaz objavljenih Strategija upravljanja javnim dugom i smjernica .....	24
Tablica 5. Kalendar objava kreditnog rejtinga Republike Hrvatske tijekom 2019. godine .....	28
Tablica 6. Usporedba kreditnih ocjena zemalja Europske unije .....	29
Tablica 7. Račun financiranja državnog proračuna – obveze i izvori.....	33
Tablica 8. Usporedba strategija upravljanja javnim dugom 2011. do 2013. godine i ostvarenih rezultata .....	36
Tablica 9. Usporedba strategija upravljanja javnim dugom 2017. do 2019. godine i ostvarenih rezultata .....	36
Tablica 10. Usporedba strategija upravljanja javnim dugom 2018. do 2020. godine i ostvarenih rezultata .....	37

## Popis grafikona

Grafikon 1. Prikaz javnog duga i udjela javnog duga u BDP-u za razdoblje od 2011. do 2018. godine.....	11
Grafikon 2. Krivulja prinosa inozemnih obveznica .....	17
Grafikon 3. Krivulja prinosa domaćih obveznica .....	17
Grafikon 4. Valutna struktura državnog duga na dan 31. prosinca 2018. godine .....	18
Grafikon 5. Kretanje valutne struktura državnog duga u razdoblju 2013. - 2018. godine.....	19
Grafikon 6. Struktura dugoročnog državnog duga prema vrsti kamate 2013.-2018. godine...	20
Grafikon 7. Dospijeće dugoročnog državnog duga 2011. – 2020. godine.....	21
Grafikon 8. Dospijeće dugoročnog državnog duga 2019. – 2032. godine.....	22
Grafikon 9. Kretanje udjela javnog duga u BDP-u .....	35