Strategija upravljanja javnim dugom

Duspara, Filip

Master's thesis / Diplomski rad

2020

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:145:915384

Rights / Prava: In copyright / Zaštićeno autorskim pravom.

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

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)

Filip Duspara

Strategije upravljanja javnim dugom

Diplomski rad

Osijek, 2020. godina

Sveučilište Josipa Jurja Strossmayera u Osijeku

Ekonomski fakultet

Diplomski studij (Financijski menadžment)

Filip Duspara

Strategije upravljanja javnim dugom

Diplomski rad

Kolegij: Upravljanje javnim dugom

JMBAG: 0010216012

e-mail: filipduspara1sb@hotmail.com

Mentor: prof.dr.sc. Branimir Marković

Osijek, 2020. godina

Josip Juraj Strossmayer University of Osijek

Faculty of Economics in Osijek

Graduate study (Financial management)

Filip Duspara

STRATEGY OF MANAGING THE PUBLIC DEBT

Graduate paper

Osijek, 2020. year

IZJAVA

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

1. Kojom izjavljujem i svojim potpisom potvrđujem da je diplomski 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.* (cc) BY-NC-SA
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: Filip Duspara

JMBAG: 0010216012

OIB: 49695076943

e-mail za kontakt: filipduspara1sb@hotmail.com

Naziv studija: Ekonomski fakultet u Osijeku, smjer: Financijski menadžment

Naslov rada: Strategije upravljanja javnim dugom

Mentor/mentorica diplomskog rada: prof.dr.sc. Marković, Branimir

U Osijeku, 10. lipnja, 2020. godine

Potpis Filip Duspara

SAŽETAK

Upravljanje javnim dugom predstavlja kompleksan proces koji se sastoji od mnoštva manjih faza koje u konačnici za osnovni cilj imaju pribavljanje financijskih sredstava u svrhu financiranja proračunskog deficita. Strategije upravljanja javim dugom su smjernice u kojima se definiraju ciljevi u samom procesu upravljanja dugom, a kojima se nastoji državni proračun u dugoročnom razdoblju dovesti do ravnoteže. Iste imaju tendenciju smanjivanja izloženosti rizicima i osiguranju dugoročne održivosti javnog duga. Strategije upravljanja dugom se razlikuju od države do države što uvelike ovisi o mogućnostima iste, te sposobnosti da javni dug drži pod kontrolom. Ciljevi pojedinih strategija ovise o visini i stukturi duga, kreditnom rejtingu, karakteristikama tržišta kapitala, uspješnosti fiskalne i monetarne politike i dr. Cilj ovog rada je, osim analize strategija upravljanja javnim dugom i reagiranja duga na sami proces provođenja strategije, analizirati kretanje javnog duga u Republici Hrvatskoj i prikazati njegovu strukturu kroz vrijeme. Također, u radu je prikazana i usporedba udjela javnog duga u BDP-u RH u odnosu na druge zemlje Europske unije, kao i usporeba kreditnih rejtinga kako bi se mogao donjeti zaključak o uspješnosti provođenih strategija u pojedinih zemljama.

Ključne riječi: javni dug, Republika Hrvatska, Europska unija, kreditni rejting, srategije

ABSTRACT

Public debt management is a complex process consisting of a multitude of smaller phases that ultimately have as their primary goal the acquisition of financial resources for the purpose of financing the budget deficit. Public debt management strategies are guidelines that define the goals in the debt management process itself, and which seek to bring the state budget into balance in the long term. They tend to reduce risk exposure and ensure the long-term sustainability of public debt. Debt management strategies vary from state to state, which largely depends on its capabilities, and its ability to keep public debt under control. The goals of individual strategies depend on the amount and structure of debt, credit rating, characteristics of the capital market, the success of fiscal and monetary policy, etc. The aim of this paper is, in addition to the analysis of public debt management strategies and debt response to the process of implementing the strategy, to analyze the movement of public debt in the Republic of Croatia and show its structure over time. Also, the paper presents a comparison of the share of public debt in the GDP of the Republic of Croatia in relation to other European Union countries, as well as a comparison of credit ratings in order to draw a conclusion about the success of implemented strategies in individual countries.

Key words: public debt, Republic of Croatia, European Union, credit rating, strategies

Sadržaj:

1. Uvod ... 1
2. Metodologija rada ... 2
3. Općenito o javnom dugu ... 3
3.1. Pojam javnog duga ... 3
3.2. Razlozi stvaranja državnog duga ... 4
3.3. Klasifikacija javnog duga ... 6
3.3.1. Neutrživi instrumenti zaduživanja ... 7
3.3.2 Utrživi instumenti zaduživanja ... 9
4. Državni dug Republike Hrvatske ... 11
4.1. Institucionalni okviri ... 11
4.2. Nastanak državnog duga ... 13
4.2.1. Rana faza ... 14
4.2.2. Zrela faza ... 16
4.2.3. Faza konsolidacije ... 18
4.3. Struktura javnog duga prema instrumentima ... 20
5. Strategije upravljanja javnim dugom Republike Hrvatske ... 27
5.1. Strategija upravljanja javnim dugom za razdoblje 2006.-2009. ... 28
5.2. Strategija upravljanja javnim dugom za razdoblje 2011.-2013. ... 30
5.3. Strategija upravljanja javnim dugom za razdoblje 2017.-2019. ... 32
5.4. Strategija upravljanja javnim dugom za razdoblje 2018.-2020. ... 35
5.5. Strategija upravljanja javnim dugom za razdoblje 2019.-2021. ... 37
6. Usporedba Strategija upravljanja javnim dugom kod Europskih zemalja ... 40
6.1 Visina javnog duga država ... 41
6.2. Struktura duga ... 42
6.3. Strategije upravljanja javnih dugom navedenih zemalja ... 44
7. Zaključak ... 47
Literatura ... 48
Popis slika: ... 51
Popis Tablica: ... 52
Popis grafikona: ... 52

1. Uvod

Financijske krize pogađaju sve države u svijetu kapitalizirajući troškove zaduživanja koji se najčešće otplaćuju povećanim poreznim nametima. Isto dovodi do situacije da je životni standard građana znatno smanjen zbog visokih nameta od strane države u svrhu apsolutnog boljitka u zemlji. Svako djelovanje monetarne i fiskalne politike u pravilu je usmjereno ka uravnoteženju prihoda i rashoda proračuna.

U prilikama gdje je zabilježena neuravnoteženost prihoda i rashoda, država na različite načine pokušava stvoriti balans. Financiranje nastalog deficita se provodi na različine načine, a u skorije vrijeme gotovo uvijek rezultira javnim zaduživanjem. Između ostalog, država deficit može financirati djelovanjem Središnje banke kroz razne politike, prodajom imovine u državnom vlasništvu, te zaduživanjem na domaćem i/ili inozemnom tržištu.

Predmet istraživanja diplomskog rada su Strategije upravljanja javnim duga kao oslonac u samom proces upravljanja državom s obzirom na financijsku situaciju u kojoj se sama država nalazi. Cilj rada je utvrditi stukturu javnog duga Republike Hrvatske, te postupke i procese u otplati istog. Također važno je prikazati utjecaj duga na životni standard i navike građana, a osim toga biti će prikazane projekcije i smjernice uparvljanja dugom za buduće razdoblje.

Uvodni dio rada pojašnjava stukturu rada ali i njegovu temeljnu svrhu, dok se u drugom dijelu *Metodologija rada* prikazuju korištene znanstvene metode. Treći dio rada pobliže teorijski dočarava pojam i ulogu javnog duga u financiraju tekućih potreba države. U četvrtom poglavlju je detaljnije analiziran javni dug Republike Hrvatske objašnjavajući postojeće intitucionalne okvire i faze nastanka duga. U petom poglavlju su posebno okarakterizirane sve Stratgije pravljanja javnim dugom od nastanka države, dajući posebnu važnost kreditnom rejtingu. Šesto poglavlje posvećeno je uspredbi strategija upravljanja dugom između članica Europske unije , a posljednji dio se tiče završnih razmatranja te davanja zaključaka an temelju prethodne razrade.

2. Metodologija rada

Tijekom pisanja ovog diplomskog rada korištene su različite metode da bi korišteni podatci bili što relevantniji i vjerodostojniji. Pretežno su korišteni izvori na hrvatskom i engleskom jeziku, uzimajući u obzir brojne knjige i članke od renomiranih pisaca. Također su korišteni razni podatci sa službenih internetskih stranca Hrvatske narodne banke, Ministarsva financija RH, Svjetske banke i dr. Rad tematizira važnost javnog zaduživanja u fianciranju nastlaih proračunskih deficita.

Kako bi se postigao cilj rada, korištene su metode analize, klasifikacije, deskripcije i kompilacije, a u pojedinim dijelovima rada možemo vidjeti i metodu indukcije. Prvenstveno je korištena deskriptivna metoda pomoću koje su prikupljeni podatci organizirani u stručne zaključke radi lakšeg razumijevanja tematike i samog rada. Korištena je i statistička metoda u kojoj su informacije implementirane putem tabličnih i grafičkih prikaza, a koristila se i povijesna metoda u predočavanju rezultata kroz vrijeme. Osim toga, najvećim dijelom su korišteni provjereni sekundarcni podatci.

Ovaj diplomski rad se temelji na hipotezi da je javno zaduživanje nužno za financiranje tekućih potreba države u suvremenom financijskom poretku, i načinu na koji svjetske financije trenutno funkcioniraju.

.

3. Općenito o javnom dugu

U ovom poglavlju će biti objašnjen pojam javnog duga, te načini i razlozi njegova stvaranja. Također, obraditi će se pojmovi suficita i deficita, ali i klasifikacija samog duga, te njegov značaj za funkcioniranje države. Hrvatska je od 2013.godine članica Europske Unije, pa će se napraviti i kratka komparativna analiza javnog duga ostalih država članica.

3.1.Pojam javnog duga

„S obzirom na moć kojom raspolaže, država aktivno sudjeluje u financiranju gospodarstva, a da pri tome upotrebljava suficitno ili deficitno financiranje, ovisno o tekućim gospodarskim kretnjama ili se pojavljuje kao aktivni sudionik gospodarskog procesa… u provođenju ekonomskih aktivnosti veliko značenje ima funkcija države, osobito kada se sa svojim modelima i instrumentima pojavljuje u funkciji proizvođača, mikroekonomskog regulatora, distributera i makroekonomskog regulatora.“ (Bowles, Edwards, 1991:285)

Javni dug predstavlja iznos novčanih sredstava koja je neka država pozajmila kako bi financirala tekuće troškove. Također, javni dug se može okarakterizirati kao zbroj prethodno nastalih proračunskih deficita, jer se zaduživanjem financira deficit proračuna koji je nastao kao posljedica manjih proračunskih prihoda u odnosu na proračunske rashode u određenom vremenskom razdoblju. Pod javnim dugom se podrazumijeva svako zaduživanje države, a pojam države u ovom kontekstu označava i jedinice lokalne i regionalne samouprave. Dakle, svaki javni subjekt koji ima pravo zaključiti dug pridonosi porastu javnog duga. „Tako se javni dug sastoji od različitih zajmova države podignutih kod banaka u zemlji ili inozemstvu za pokriće privrednih i neprivrednih rashoda, a to je i svaka obveza koju država ima po raznim osnovama prema vjerovnicima, ekspropriranu imovinu, naknadu šteta, iz raznih jamstava i slično.“ (Srb, Čulo, 2005:59)

Za razliku od Međunarodnog monetarnog fonda, Svjetska banka u obuhvat javnog duga ubraja i državna jamstva. Takav način stvara širi pristup javnom dugu kao temelju mnogih gospodarstava, a međunarodne financijske institucije dug države i njenu opću zaduženost koriste kao varijable prilikom usporedbe javnog duga različitih zemalja.

3.2.Razlozi stvaranja državnog duga

U slučajevima kada za podmirenje svih tekućih rashoda gospodarstvo promatrane države nema dostatna sredstva, odnosno kada su državni prihodi manji od državnih rashoda, isto je suočeno s problemom koji mora riješiti. Dakle, sam javni dug je problem države koji nastaje zbog kvantitativne nepodudarnosti prihoda i rashoda, a na dispoziciji stoji nekoliko rješenja:

1. Povećati porezno opterećenje – ova mogućnost karakterizira povećanje postojećih poreznih stopa ili pak kreiranje novih poreza koji bi eventualno trebali napuniti državnu blagajnu. Također spomenuta mogućnost je praćena ukidanjem raznih poreznih olakšica, korekcija iznosa porezne osnovice i slično. Isto nerijetko rezultira nuspojavama po gospodarstvo: stagnaciju u poduzetničkom sektoru, ali i zastoje u poljoprivredi i drugim gospodarstvenim granama na kojima počiva većina europskih zemalja.
2. Smanjiti javne rashode – mogućnost vezana uz potrebu brzog reagiranja a dugoročno slabo rješava problem deficita jer je mjera najčešće dugoročno neodrživa. Krajnji cilj mjere je rashode dovesti na razinu prihoda kako bi se stvorio balans državnog proračuna.
3. Pribavljanje nužnih sredstava iz drugih izvora (javno zaduživanje)

Jasno je da prva dva oblika rješavanja proračunskog deficita najčešće nisu efikasni pa se nerijetko pribjegava trećoj soluciji, odnosno stvaranju javnog duga. Država je dužna osigurati sredstva potrebna za osnovne tekuće potrebe države, kao socijalnog oslonca društva. Upravo zbog toga su proračunski deficit i naknadno zaduživanje država usko vezani. Države su nakon zabilježenih manjkova novaca često primorane posegnuti za vanjskim sredstvima koja se naknadno kroz generacije vraćaju.

U sljedećim tablicama biti će prikazana ovisnost javnog zaduživanja o budžetskom deficitu u razdoblju od 1980.godine do 1999.godine za pojedine zemlje članice Europske ekonomske zajednice, odnosno od 1992. godine Europske Unije.

Tablica 1. Budžetski deficit pojedinih zemalja članica Europske ekonomske zajednice (Europske unije)

Država	Godina					
	1980.	1985.	1990.	1995.	1998.	1999.
Njemačka	-2,9	-1,2	-2,1	3,3	-2,5	-2
Belgija	-8,8	-8,8	-5,5	-3,9	-1,7	-1,7
Finska	+2,8	-2,9	+5,4	-5,2	+0,6	1,1
Francuska	0,0	-2,9	-1,6	-5,0	-3,0	-2,6
Portugal	+5,6	-7,5	-5,6	-5,8	-2,3	-2,0
Grčka	-2,6	-11,5	-16,1	-10,3	-3,0	-2,9
Španjolska	-2,0	-6,8	-3,8	-6,5	-2,2	-1,8

Izvor: Vlastita izrada autora

Tablica 2. Zaduženje pojedinih zemalja članica Europske ekonomske zajednice (Europske unije)

Država	Godina					
	1980.	1985.	1990.	1995.	1998.	1999.
Njemačka	31,5	41,5	43,2	57,1	60	59,5
Belgija	78,2	120,7	125,7	131,3	118,4	-1,7
Finska	14,1	16,5	14,5	58,1	53,4	54,6
Francuska	30,9	38,6	40,2	52,5	58,9	59,5
Portugal	32,8	58,0	66,9	69,1	63,4	61,9
Grčka	22,9	47,8	90,1	110,0	108,2	105,6
Španjolska	18,3	50,8	50,4	65,9	68,5	67,5

Izvor:Vlastita izrada autora

„Ciljevi zbog kojih se pristupa zaduženju javnim zaduživanjem mogu se prepoznati i u sljedećim odlukama:

a) Kada se bar privremeno (osobito neposredno pred izbore) želi izbjeći nepopularno povećanje poreznog opterećenja
b) Kada treba zatvoriti kratkoročni, odnosno jednokratni manjak („rupu“) pri financiranju javnih rashoda
c) Kada se sredstva javnog zajma upotrebe za financiranje neke rentabilne proizvodne investicije (dakle, ne one koja je po svojoj prirodi javna zadaća) pri čemu će prihodi koji se direktno iz njih ostvaruju, ili pak njima uzrokovani porasli porezni prihodi (u čemu se prepoznaju efekti javnih investicija na rast) poslužiti za njegovu otplatu.“ (Jelčić, 2001:575)

Posezanje za javnim zaduživanjem može biti motivirano tendencijom stvaranja stabilizacijskih efekata u politici. Isto između ostaloga vežemo za gospodarski rast, smanjivanje broja nezaposlenih, te stabilnost cijena.

3.3.Klasifikacija javnog duga

„Javni dug moguće je klasificirati prema više kriterija. Radi cjelovitijeg razumijevanja, javni se dug u praksi klasificira po šest kriterija:

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

Prema kriteriju institucionalnog obuhvata razlikujemo državni i javni dug. Državni dug predstavlja dug državnog proračuna i izvanproračunskih korisnika, a javni dug predstavlja konsolidirani dug proračuna središnje država, te lokalne i regionalne samouprave. Naravno, bilo koja od navedenih klasifikacija se može dodatno proširiti. Tako kategoriju javnog duga možemo obraditi vežući se uz unutarnje i vanjske dugove i sl.

Dug se prema podrijetlu vjerovnika dijeli na vanjski i unutarnji javni dug. Radi lakšeg korištenja pojma, vanjski dug predstavlja samo izravna inozemna zaduženja, dok unutarnji dug obuhvaća izravne obveze države prema kreditorima u domicilnoj državi. U suštini, kažemo da dug prema podrijetlu ovisi o rezidenciji tržišta na kojem je sam dug nastao.

Prema ročnoj strukturi razlikuju se kratkoročni, srednjoročni i dugoročni dug. Iako je tumačenje ovih vremenskih pojmova prilično fleksibilno, praksa je da se kratkoročnim dugom smatra dug do jedne godine, srednjoročnim dug sa dospijećem od jedne do deset godina, a dugoročnim dugom se smatra dug čije je dospijeće veće od 10 godina. Razumijevanje ove klasifikacije je od presudne važnosti zbog mogućnosti kreiranja referente krivulje prinosa koji će se naknadno koristiti u analizi podmirenja duga.

Nadalje, kriterij valutne strukture dijeli javni dug na dug denominiran u domaćoj i onaj koji je denominiran u stranoj valuti. Vezano za to, općenito se kreditiranje domaćom valutom smatra prihvatljivijim od zaduživanja u stranoj valuti. Zbog prisutnosti tečajnog rizika javlja se dodatna demotivacija prilikom izdavanja duga u stranoj valuti. Ipak, zbog sigurnosti domaćeg monetarnog sustava nije poželjno cjelokupni javni dug držati u domicilnoj valuti.

„Prema kriteriju 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 kao nagradu za raspolaganje njegovim financijskim sredstvima.“ (Bajo i dr., 2011:21)

Praksa je da se pri situaciji u kojoj se očekuje pad kamatnih stopa, država ponaša na način da se zadužuje uz varijabilnu kamatnu stopu,a kada se očekuje rast kamatnih stopa djeluje uz fiksnu kamatnu stopu.

3.3.1. Neutrživi instrumenti zaduživanja

Prema kriteriju utrživosti instrumenata, javni dug može biti utrživ i neutrživ. Utrživi obuhvaća instrumente duga s kojima se može trgovati na financijskom tržištu (najčešće vezano uz državne vrijednosne papire), a neutrživi obuhvaća one instrumente koji se zadržavaju isključivo do dospijeća što podrazumijeva kreditno financiranje.

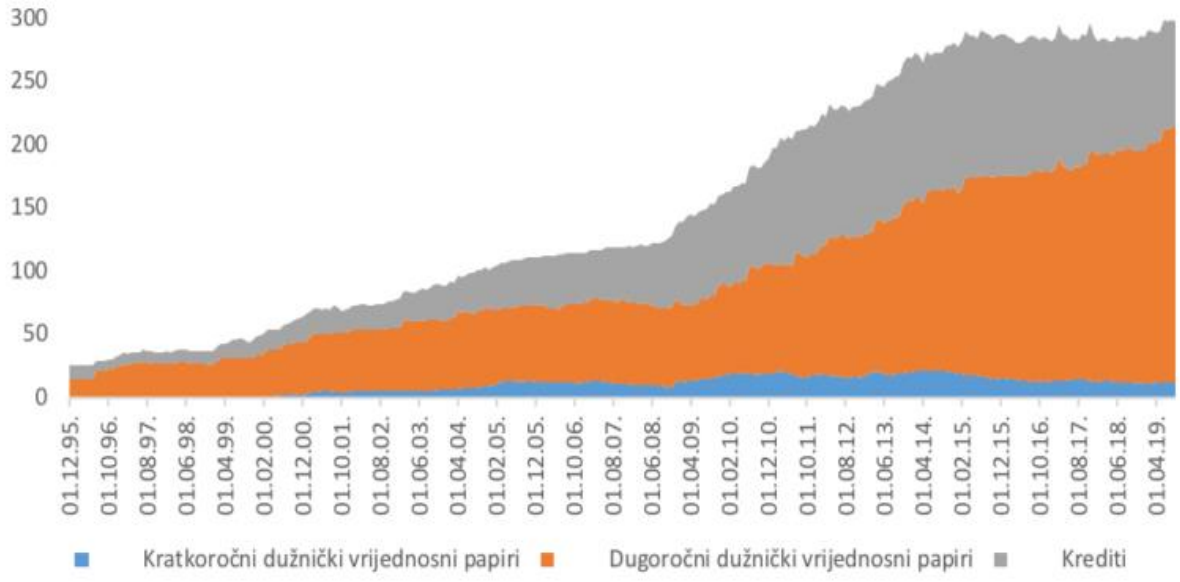
Neutrživim instrumentima zaduživanja se, shodno njihovom imenu, trguje isključivo na primarnom tržištu,a namijenjeni su individualnim ulagačima koji su novi na tržištu, odnosno

nemaju prijašnjih iskustava sa ulaganjem u državne obveznice. Osnovni primjer instrumenta koji nije utrživ su zaduživanja štedne obveznice sa specifičnim karakteristikama nepraktičnosti u situaciji rastućih kamatnih stopa, gdje se javlja rizik kapitalnog gubitka za investitora. Često se ovaj instrument služi zbog diverzifikacije instrumenata zaduživanja države. U slučaju da se pojave problemi realnog unovčavanja imovine, postoji opcija da kreditori ponude prijevremeni otkup obveznice. Osim štednih obveznica, neutrživim instrumentima zaduživanja smatraju se i financijske obveze preuzete od javnih poduzeća.

Također, krediti su oblik neutrživog instrumenta zaduživanja države koja isto najčešće čini kod banaka i međunarodnih financijskih institucija. Upravo to je temelj funkcioniranja velikih, danas državnih poduzeća kao što su HAC, ARZ i HC. Kratkoročni dužnički vrijednosni papiri kao što su trezorski zapisi su ukupnoj strukturi duga gotovo zanemarivi i koristili su se najčešće radi stabilizacije kratkoročnih disbalansa proračuna.

Vezano za strukturu javnog duga Republike Hrvatske prema instrumentima, sljedeća slika prilično je vjerni grafički prikaz koji govori da je glavnina javnog duga temeljena na kreditima i na dugoročnim dužničkim vrijednosnim papirima, a vrlo mali dio istog je sačinjen od kratkoročnih dužničkih vrijednosnih papira, što do 2001.godine nije niti postojalo u strukturi duga.

Slika 1. Struktura javnog duga Hrvatske prema instrumentima



Izvor:Vlastita izrada autora prema podatcima HNB-a

3.3.2 Utrživi instumenti zaduživanja

Utrživi instrumenti zaduživanja od velike su važnosti za gospodarstva kojima je nužan financijski poticaj. Takve vrste instrumenata se od onih neutrživih razlikuju po roku dospijeća, primijenjenoj kamatnoj stopi ali i samom načinu korištenja. Na tržištu prevladavaju utržive obveznice s fiksnim prinosom, a u najvećem broju slučajeva su jednostavne i standardizirane, s rokom dospijeća od dvije do deset godina.

„Kamatna stopa na državne obveznice s dospijećem od 10 godina obično se tretira kao referentna dugoročna stopa. Kratkoročne utržive vrijednosnice koriste se za pokrivanje dijela državnih potreba za financiranje proračunskog deficita ili otplatu duga tijekom fiskalne godine. Mogu se koristiti i za lakše upravljanje gotovinom Državnog proračuna i ispunjavanje sezonskih potreba za financiranje proračuna unutar godine.“ (Srb, Čulo, 2005:59)

Potreba za istim proizlazi iz neproporcionalnosti naplate poreznih prihoda i neplaniranih javnih rashoda.

U većini zemalja Organizacije za ekonomsku suradnju i razvoj, najveći dio javnog duga čine srednjoročne i dugoročne državne vrijednosnice. Također, većinu javnog duga država članica iste organizacije čine vrijednosnice s fiksnim prihodom. Spomenute obveznice slove kao likvidne, i njima se lako trguje i na sekundarnom tržištu vrijednosnica iako im je ondje teško odrediti cijenu između dvije promatrane točke kamatnih stopa. Ipak, zbog svoje osjetljivosti i podložnosti promjenama kamatnih stopa moraju se pažljivo i planirano kontrolirati. Teško je utvrditi njihovu vrijednost na sekundarnom tržištu. U zadaći produženja dospijeća državnog duga, znatnu su ulogu odigrale obveznice s varijabilnom kamatnom stopom, a na kraju su ipak zamijenjene obveznicama indeksiranim na stopu inflacije.

Obveznica bez kupona je instrument zaduživanja sa karakteristikom koja je slična trezorskim zapisima. Naime, izdaje se uz diskont, što bi značilo da je kamatna stopa uključena razliku cijene po kojoj se izdaje i tržišne cijene u trenutku dospijeća, tako da je posebno isplativa za investitore koji će vrijednosnicu, neovisno o uvjetima, čuvati do dospijeća.

„Lutrijske obveznice sadrže element kockanja, pa u skladu s time nose i ime. Donose neizvjestan prinos, a iznos kamata koje izdavatelj plaća se raspodjeljuje u obliku premija (nagrada) koje se izvlače kao na lutriji. Vlasnik u najboljem slučaju može osvojiti gotovinsku

nagradu, koja je u pravilu veća od redovnih kuponskih isplata, ali postoji mogućnost da isti ne ovoji niti jednu od gotovinskih nagrada do dospijeća obveznice.“ (Bröker, 1993:211)

Izdavatelji koriste takva izdanja ponajprije zbog činjenice da su ukupni troškovi kamatnih stopa istih u većini slučajeva znatno niži od troškova izdanja alternativnih obveznica. Činjenica je da većina zemalja članica OECD-a koristi najjednostavnije oblike financiranja proračunskih deficita u vidu standardnih državnih obveznica, a u svrhu očuvanja učinkovitosti strategije upravljanja javnim dugom, država bi trebala ograničiti broj izdavatelja državnih obveznica.

„Radi stvaranja djelotvornog tržišta i razvoja konkurencije na financijskim tržištima većina se zemalja OECD-a opredijelila za ukidanje povlaštenog poreznog tretmana primitaka od državnih obveznica.“ (Bröker, 1993:213) Tako stvorene primitke najčešće oporezuju porezom na dohodak.

4. Državni dug Republike Hrvatske

U ovom poglavlju će se praktično prikazati značaj državnog duga i upravljanja istim na primjeru Republike Hrvatske, te važnost razumijevanja utjecaja samog duga na gospodarstvo određene države. Biti će objašnjeni institucionalni okviri unutar kojih su uređeni uvjeti zaduživanja, faze nastanka javnog duga i načini, odnosno strategije, kojim se država nosi sa teškoćama. Posebno će se obraditi stavke koje najsnažnije dovode do novih zaduživanja uzimajući u obzir mogućnost pojave vala novih zaduživanja neprimjerenim upravljanjem državnim sredstvima. Navedeno će biti prikazano za okvirno razdoblje od 2008. godine do 2017. godine a surovi brojevi će se pokušati vizualizirati usporedbom sa drugim sličnim i manje sličnim državama u Europskoj uniji.

4.1. Institucionalni okviri

„Osnovna pravila usmjerena na zaduživanje Republike Hrvatske regulirana su sljedećim zakonima:

- Zakon o kreditnim poslovima s inozemstvom (Narodne novine br. 43/96)
- Zakon o sklapanju i izvršavanju međunarodnih ugovora (Narodne novine br. 28/96)
- Zakon o proračunu (N.n. br. 92/74)
- Zakoni o izvršavanju državnog proračuna Republike Hrvatske koji se donose za svaku godinu“ (Bajo i dr., 2011:21)

Sa ova 4 temeljna zakona su regulirana opća pravila državnog zaduživanja, detaljizirani i specificirani u smislu visine, oblika i ukupnog iznosa zaduženja, a pravni i institucionalni okviri od presudnog su značaja za organizaciju i ustrojstvo kako državnog zaduživanja tako i općenitog ustroja države i njenog funkcioniranja.

„Javni je zajam financijski instrument koji u sebi uključuje i elemente javnih prihoda i elemente javnih rashoda. Ponekad se o njemu govori kao o javnom prihodu, odnosno o javnom rashodu sui generis. U trenutku zaključenja zajma, javni je zajam prihod države, ali u trenutku dospijeća javni zajam je za tu državu javni rashod… Kao što je slučaj i sa ostalim financijskim instrumentima, tako su i uz zajam vezane određene karakteristike koje ga determiniraju i razlikuju od ostalih financijskih instrumenata.“ (Jelčić, 2001:573)

Sve su to odrednice koje govore o kompleksnosti javnog zajma u smislu njegova kreiranja a posebno u okviru njegova upravljanja u situaciji kada on već postoji. Zbog toga moraju postojati jasno definirani zakoni koji određuju tko je za što zadužen i koje su njegove ovlasti u danom trenutku. Odstupanja od spomenutih zakona mogu dovesti do katastrofalnih posljedica po funkcioniranje, ali i opstanak države. Strategije upravljanja dugom koje će se naknadno obraditi, stoga su ključ likvidnosti države odnosno mogućnosti da u zadanim rokovima plati sve svoje troškove u vidu rashoda.

„Kao osnovnu karakteristiku javnog zajma očitujemo povratnost. Naime, javni zajam kao pravni institut označava ugovor na osnovi kojega jedna osoba, zajmodavac, predaje u vlasništvo drugoj osobi, zajmoprimcu, izvjesnu količinu zamjenjivih i potrošnih stvari, a zajmoprimac se obvezuje da će nakon proteka određenog vremena ili kada zajmodavac to zatraži, vratiti istu količinu zamjenjivih i potrošnih stvari koje je primio u trenutku sklapanja ugovora. Javni zajam je jednostrano obvezni ugovor, prema kojem zajmodavac odnosno vjerovnik ima samo pravo, a zajmoprimac, odnosno dužnik samo obvezu.“ (Jelčić, 2001:574)

Uzimajući u obzir autorove riječi, za ustroj je važno objasniti da niti jedan drugi prihod, u obliku poreza, prihoda od trošarina, doprinosa i dr. nije determiniran elementom povratnosti. Upravo je nepovratnost karakteristika spomenutih prihoda što je ključna razlika u odnosu na zajam.

Kvalitetan institucionalni ustroj ordinira upravljanjem državnog duga. To je vrlo bitno i za financiranje odrednice državnog duga koju nazivamo kamatom. Iako se kamata vrlo usko veže uz državni dug, ipak ga ne smatramo determinirajućom odrednicom. Postoje tkz. beskamatni zajmovi ali većina zajmova čiji je korisnik Republika Hrvatska nije tog oblika. Spomenuti zajmovi su karakteristični po tome da se posuđeni iznos ne vraća uz dodatak kamate već se vraća isključivo glavnica duga. Termin beskamatnih zajmova u tom je slučaju ispravnije nazivati pomoć, posebno što bez „paravana“ jasnije shvaćamo koliko je isti oblik posudbi rijedak. Uzimajući u obzir navedeno, daje se zaključiti da su zajmovi posuđeni sa kamatom od velike opasnosti po cjelokupno gospodarstvo, a posuđena sredstva posredstvom institucionalnih okvira moraju imati unaprijed određen smjer kretanja unutar države, što bi značilo da moraju imati jasno određenu namjenu čak i prije nego što su sama sredstva došla na raspolaganje javnim financijskim institucijama.

4.2. Nastanak državnog duga

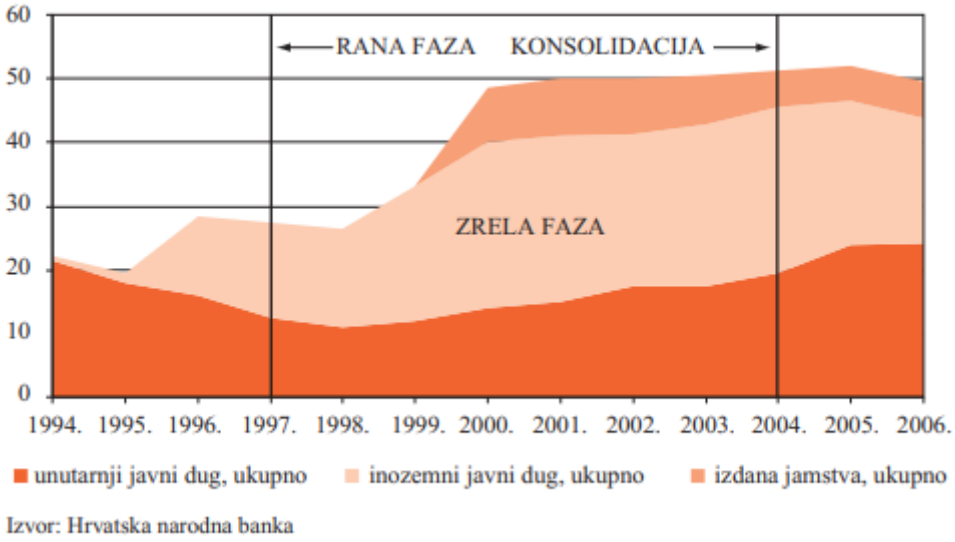
Države prikupljanjem poreza, naknada, doprinosa i drugim oblicima javnih prihoda nastoje prikupiti sredstva dostatna za tekuće troškove države i kako bi prikupljena sredstva podmirila sve nastale javne potrebe. Nerijetko je situacija da država ne bude dovoljno efikasna u fazi prikupljanja sredstava pa se javlja problem manjka sredstava. Posebno je to čest slučaj u novonastalim državama i državama izgrađenim na ratnim temeljima koje već u svojim najranijim godinama postojanja uvide da njihovo gospodarstvo, ako uopće postoji ne može podnijeti pritisak ogromnih rashoda s obzirom na situaciju da su pogođene razaranjima, uništenom infrastrukturom, zdravstvom, školstvom, vojskom i drugim sferama javnih potrebitosti koje su nužne za funkcioniranje svake države koja predznak postojanja stavlja na demokraciju i kvalitetu života pojedinca. Upravo je to bio slučaj i u Republici Hrvatskoj, koja je ratom opustošena prepuštena sama sebi na kreiranje osnovnih državnih institucija i javnih potrebitosti nužnih za rast u bilo kojem smislu. U situaciji kada državni oblici prikupljanja javnih prihoda nisu dovoljno efikasni da bi prikupili sredstva dostatna da pokriju sav rashod države, a ista ne želi prodavati svoju imovinu, država je osuđena manjak sredstava pokriti zaduživanjem.

Praktično od svojega osamostaljenja, Hrvatska se morala financirati zaduživanjem, a zaduživanja se mogu kvantitativno uspoređivati od 1994.godine, od kada postoje usporedivi podatci od javnom dugu. Spomenuti podatci se, između ostalog, nalaze u publikacijama Hrvatske narodne banke (HNB).

„Ovdje ćemo se u razmatranju javnog duga Hrvatske uglavnom usredotočiti na dug opće države, dakle na zbroj duga središnje države i izvanproračunskih fondova te duga jedinica lokalne samouprave. Dug države je zbroj svih deficita ili manjaka državnih prihoda u odnosu prema državnim rashodima u prethodnim godinama, što ujedno znači i da je porast javnog duga u jednoj godini rezultat deficita državnog proračuna ostvarenoga te godine.“ (Švaljek, 2007:48)

O visini duga lakše je raspravljati kada se usporedi s istim pokazateljima i u drugim državama jer se radi o egzaktnim i nepobitnim činjenicama. Trajni su deficiti od samog starta osudili Hrvatsku na desetljeća baratanja tuđim novcem koji, najčešće neefikasno, što će se u naknadnim godinama osjetiti na kvaliteti života većeg dijela građana. Dug Republike Hrvatske ima povijest i nije samo tako nastao, pa će s obzirom na isto najbolje biti opisan sljedećom slikom.

Slika 2. Prikaz fazi nastanka javnog duga



Izvor: Hrvatska narodna banka (HNB)

„U smislu nastanka te kretanja visine i strukture javnog duga, razdoblje od osamostaljenja 1991.godine do danas mogli bismo podijeliti u tri podrazdoblja. Razdoblje od 1991. godine do 1996. godine rana je faza akumuliranja javnog duga, razdoblje od 1997. do 1993. ima obilježja zrele faze, da bi 2004. Godine počelo razdoblje suzbijanja daljnjeg rasta javnog duga, odnosno faza konsolidacije.“ (Švaljek, 2007:84)

4.2.1. Rana faza

„Nakon osamostaljenja, a zatim i priznavanja Hrvatske kao samostalne države, počelo je razdoblje u kojemu je nova država morala od bivše SFRJ preuzeti dio financijskih obaveza prema inozemnim vjerovnicima. Od Svjetske banke Hrvatska je 1993. Preuzela dugove bivše SFRJ u ukupnom iznosu od otprilike 135 milijuna USD. Sporazumom s državama članicama tzv. Pariškog kluba Hrvatska je 1995. Preuzela dio dugova SFRJ, a 1996. Isto je učinila i poslovnim bankama Londonskog kluba. Ukupni dugovi prema Londonskom i Pariškom klubu koje je Hrvatska naslijedila od SFRJ iznosili su više od 2,5 milijardi USD.“ (Švaljek, 2007:84)

Hrvatsku je osim toga dočekalo još neugodnosti, pa je osim dugova prema inozemnim vjerovnicima, našu državu dočekao i problem takozvane stare devizne štednje. Situacija je to u kojoj je Narodna banka Jugoslavije 1991. Godine isključila HNB iz monetarnog sustava Jugoslavije i na taj način prekinula sve veze sa hrvatskim poslovnim bankama, a isto tako je prisvojila sva potraživanja hrvatskim poslovnih banaka na temelju redeponirane štednje. Kao posljedicu toga, Hrvatska je deviznu štednju, koja je za velik dio građana predstavljala cjeloživotnu uštedevinu, priznala kao javni dug. Jasno je kakav je to teret za novonastalu državu s obzirom da je priznat dug u vrijednosti današnjih 2,5 milijardi eura. Kao odgovor na ovakvo financijsko stanje u zoru nastajanja države, Hrvatska je 1993. I 1994. godine u valovima izdala državne obveznice pa je tako novi dug do 1996. godine većim dijelom smatran domaćim dugom. Važno je naglasiti da je osim lošeg financijskog stanja u Hrvatskoj prevladavalo i nestabilno političko i gospodarsko stanje što je dodatno otežalo borbu sa vjetrenjačama u tom razdoblju. Uzimajući u obzir stanje u državi pojavljivala se i tkz. peta kolona.

„Tako su npr. radi financiranja ratom uništenih gospodarskih kapaciteta i kulturne baštine tijekom 1992. i 1993. Izdane tri emisije tzv. Obveznica za obnovu. Spoj rata i tranzicije razorno je djelovao na poslovanje gospodarskih subjekata, te su već u prvoj polovici 1990-ih poduzeća i banke nagomilale velike gubitke. Država je odlučila potpomoći sanaciju poduzeća i banaka emisijom državnih obveznica, te time izbjeći slom bankarskog sustava i gospodarskog sustava uopće. U tom je razdoblju postojala mogućnost zaduživanja državnog proračuna kod HNB. Kratkoročno je zaduživanje bilo dopušteno u iznosu do 5% državnog proračuna, dok se dugoročno državni proračun mogao zadužiti kod HNB-a donošenjem uredbe sa zakonskom snagom. Mogućnošću zaduživanja kod HNB-a država se višekratno koristila.“ (Švaljek, 2007:88)

Hrvatska je prve emisije trezorskih zapisa koristila krajem 1996. godine, a iste godine je koristila i zaduživanje na inozemnom tržištu putem zajma u sinergiji sa još 28 banaka. U spomenutom razdoblju državni je deficit prosječno iznosio 0,7% BDP-a, visina duga 23,3% BDP-a, a rasla je godišnje i do 30%.

Svi ovi podatci jasno govore da se Hrvatska nije mogla na drugi način izboriti sa situacijom u kojoj se našla nego zaduživanjem, ali ipak kasnija će povijest pokazati da se posuđenim sredstvima, a posebno državnom imovinom, nije raspolagalo onako kako bi trebalo što je rezultiralo ogromnim zaduživanjem koje će generacije vraćati a efekte istih neće osjetiti.

4.2.2. Zrela faza

Uzevši u obzir raniju fazu, u ovoj je država izdavala bitno manji broj državnih obveznica za specifične potrebe. Ipak, u istom je državna potrošnja nezaustavljivo bujala što je rezultiralo visokim proračunskim deficitima. Usporedno s tim, javljale su se potrebe za visokim zaduživanjima u zemlji i inozemstvu u različitim oblicima.

„Uvedeno je redovito kratkoročno zaduživanje na domaćem tržištu izdavanjem trezorskih zapisa radi usklađivanja pritjecanja prihoda i izvršavanja rashoda. Trezorski su zapisi u početku imali dospijeće od 42 i 91 dan, da bi sredinom 1997. počelo izdavanje trezorskih zapisa s dospijećem od 182 dana. U drugoj je polovici 2002. prestalo izdavanja trezorskih zapisa s rokom od 42 dana, a započelo izdavanje trezorskih zapisa s dospijećem od 364 dana. Rok dospijeća trezorskih zapisa povećan je kako bi se smanjio rizik njihova refinanciranja. U tom je razdoblju došlo do bankarske krize i propasti niza banaka, te je država radi ublažavanja krize izdala nekoliko serija obveznica za sanaciju banaka i isplatu osiguranih štednih uloga. Tih su se godina sve više očitovali problemi u financiranju sustava zdravstvenoga i mirovinskog osiguranja. Problem nedostatka sredstava povezan sa slabom kontrolom trošenja sredstava u zdravstvenom je sustavu poprimio razmjere velikog neplaćanja dospjelih obveza, te je Hrvatski zavod za zdravstveno osiguranje izdao obveznice za podmirivanje nagomilanih obveza zdravstvenog sustava.“ (Švaljek, 2007:88)

Dodatno ubrzanje u ekspanziji unutarnjeg javnog duga svoj obol je implementirala i mirovinska reforma započeta 1999. godine koja je rezultirala time da se 2002. godine uvede takozvani trostupni sustav mirovinskog osiguranja koji je na snazi i danas. Reformom je dio sredstava uplaćenih od strane građana za mirovinsko osiguranje preusmjeren u tkz. drugi stup odnosno za personalizirane račune dobrovoljnim mirovinskih fondova. Na taj način su smanjeni prihodi u prvom stupu mirovinskog osiguranja. S obzirom da mirovinski izdatci imaju prefiks generacijske solidarnosti, država je sredstva morala pribaviti novim zaduživanjem. „Radilo se o korjenitoj promjeni koja, za razliku od ostalih čestih promjena mirovinskog sustava, nije išla za time da redistribuira neke buduće izdatke proračuna, već da stvori posve novu i o javnim financijama neovisnu osnovicu za isplatu mirovina. Temeljni motiv za prelazak na kapitalizirani sustav bile su demografske promjene koje su se događale u ovom mladoj državi, na koje je vodstvo države moralo reagirati.“ (Bajo i dr., 2011:49)

Dakle, možemo reći da je tek 2002. godine započeo prelazak Hrvatske na sustav temeljen na individualnoj kapitaliziranoj štednji, a sukladno s tim kreirana su spomenuta 3 stupa osiguranja:

1.stup – obvezno mirovinsko osiguranje na temelju međugeneracijske solidarnosti

2.stup – obvezno mirovinsko osiguranje na temelju individualne kapitalizirane štednje

3.stup – dobrovoljno mirovinsko osiguranje na temelju individualne kapitalizirane štednje“

Slika 3. Odnos plaća i mirovina u zreloj fazi

Godina	Prosj.neto plaća	Prosječna mirov.	Udio prosječne mirov. u prosj.plaći
1999.	3.055	1.309,43	42,86
2000.	3.326	1.382,38	41,56
2001.	3.541	1.591,96	44,96
2002.	3.720	1.647,67	44,29
2003.	3.940	1.702,24	43,20
2004.	4.173	1.758,12	42,13
2005.	4.376	1.829,27	41,80
2006.	4.603	1.875,68	40,21

Izvor: Web stranica Hrvatskog zavoda za mirovinsko osiguranje. Dostupno na URL: http://www.mirovinsko.hr/

Mirovinski sustav je jedan od pokazatelja stanja svakog gospodarstva. Uzmemo li u obzir brojeve sa slike koji pokazuju udio prosječne mirovine u prosječnoj plaći a vrti se oko 42% lako je zaključiti kakvim kvalitetom života su živjeli umirovljenici u prvim godinama ovog stoljeća. Usporedbe radi, dok je u Hrvatskoj prosječna mirovina ostvarena za 40 godina staža iznosila 42% prosječne plaće Mađarski umirovljenici primaju mirovinu veću od prosječne mađarske plaće. U Španjolskoj se radi o iznosu od 97%, u Nizozemskoj 92%, a u susjednoj nam Sloveniji 82%. Mađarsku je određivao postotak od 102%.

„Godine 1997. Hrvatska je prvi put dobila investicijsku kreditnu ocjenu, što joj je otvorilo vrata inozemnih tržišta kapitala. Radi refinanciranja dospjelih dugova, a i radi financiranja novih deficita, država se uvelike koristila novom mogućnosti zaduživanja u inozemstvu. Tada su na međunarodnom tržištu izdane brojne emisije javnog duga denominirane u raznim

valutama, od dolara i njemačke marke, do japanskog jena, austrijskog šilinga i španjolskih peseta. Od 1999. nadalje gotovo svakih pola godine država bi u inozemstvu plasirala novo izdanje državnih obveznica. Budući da su u cijelom tom razdoblju međunarodni investitori Hrvatsku doživljavali kao zemlju nezanemarivih političkih i ekonomskih rizika, te uz to i kao zemlju ovisnu o inozemnom kapitalu, kreditna ocjena državnih obveznica nije se poboljšavala.“ (Švaljek, 2007:88)

Bitno je naglasiti da je hrvatsko gospodarstvo ipak uvijek vješto izbjegavalo povezivanje sa onim najrizičnijim državama i njihovim gospodarstvima, što je jedan od glavnih razloga da su kamatne stope padale u skladu s padom istih na svjetskom tržištu. Percepcija je bila da Hrvatska ipak pripada stabilnom tržištu što je uvelike pomoglo smanjenju troškova financiranja zaduživanjem. U tom je razdoblju Hrvatska u značajnoj mjeri koristila zajmove od međunarodnih financijskih institucija, a posebno od Svjetske banke, Europske investicijske banke i Europske banke za obnovu i razvoj. Naslijedilo je razdoblje u kojemu se Ministarstvo financija više nije zaduživalo u domaćoj narodnoj banci, a od 2001. godine i službeno onemogućeno dodatno zaduživanje kod monetarnih vlasti.

Od 1997. do 2003. deficit opće države prosječno je iznosio 5,2% BDP-a. Visina duga porasla je na prosječno oko 35% BDP-a, uz prosječnu godišnju stopu porasta od oko 15%.

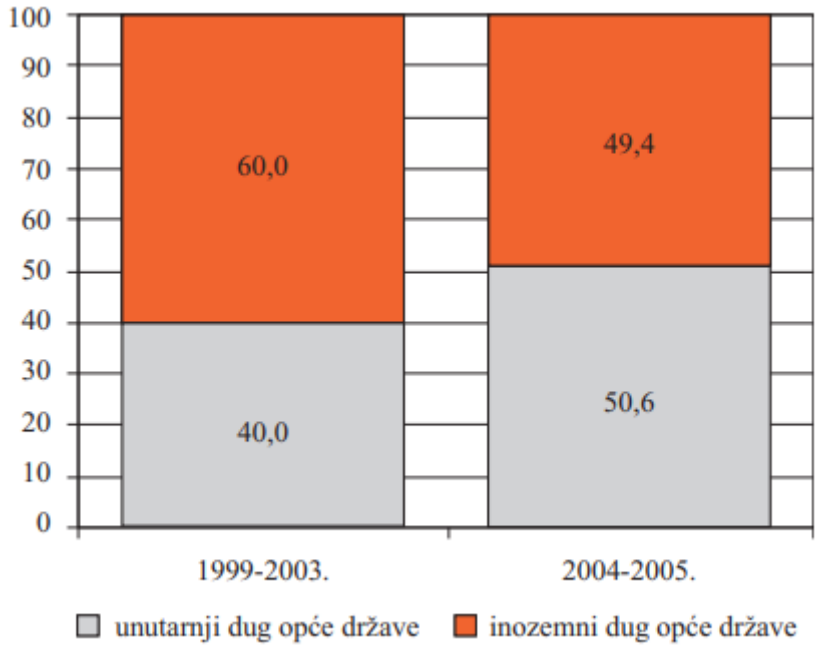
4.2.3. Faza konsolidacije

Nakon višegodišnjega gotovo neobuzdanog rasta javnog duga bilo je očito da se tempo novog zaduživanja mora usporiti, a suprotna situacija bi značila daljnje povećanje udjela u BDP-u, što između ostalog rezultira i narušavanjem ocjene inozemnih investitora o sigurnosti ulaganja u hrvatske obveznice što bi u konačnici rezultiralo porastom cijene zaduživanja. Također, neobuzdanim dugom bilo bi iznimno teško upravljati, a sami portfelj zaduživanja bio bi povezan sa brojnim rizicima. Upravo zbog toga je krajem 2003. godine Ministarstvo financija počelo naglašavati važnost konsolidacije duga i smanjivanja proračunskog manjka.

Donesena je nova strategija zaduživanja čiji je temelj bio zaduživanje na domaćem, umjesto na inozemnom tržištu. Konačno, 2006. godine je rast javnog duga zaustavljen. Sa prosječnih 15% u razdoblju od dvije godine prije, u 2006. godini stopa porasta javnog duga se smanjila na 8%. Kao posljedica reorganizacije u smjeru zaduživanja na domaćem umjesto na

inozemnom tržištu, značajno je smanjen udio inozemnog duga u ukupnom javnom dugu. Država je najavila daljnje smanjenje deficita u narednim godinama.

Slika 4. Unutarnji i vanjski dug RH u postotcima



Izvor: Ministarstvo financija Republike Hrvatske

„Od 1997. godine, kada je Hrvatska prvi put dobila kreditnu ocjenu, svake godine njezinu kreditnu sposobnost ocjenjuju četiri vodeće svjetske agencije za utvrđivanje kreditne sposobnosti: Moody's Investors Service, Standard&Poor's, Fitch Ratings te Rating and Investment Information. Nakon što se sedam godina kreditne ocjene Hrvatske nisu mijenjale, agencija Standard&Poor's odlučila je 2004. Hrvatskoj povisiti kreditnu ocjenu s BBB- na BBB. Ta se promjena kreditne ocjene dogodila gotovo istodobno kada je Hrvatska dobila status kandidatkinje za punopravno članstvo u EU, pa se može zaključiti da je na to više utjecala promijenjena politička situacija nego poboljšanje gospodarske situacije." (Švaljek, 2007:84)

4.3. Struktura javnog duga prema instrumentima

Kao općeprihvaćen temelj analize javnog duga države uzima se dug državnog proračuna koji ima najveći utjecaj na ukupan javni dug.

„Dug državnog proračuna obuhvaća kreditne obveze koje se servisiraju iz državnog proračuna, a ne obuhvaća dug izvanproračunskih korisnika državnog proračuna i dug javnih poduzeća, koja su klasificirana u sektor središnje države prema metodologiji ESA 2010. Državni dug se sastoji od domaćeg i inozemnog. A prema tome, domaći se sastoji od obveznica izdanih na domaćem tržištu, trezorskih zapisa i kredita na domaćem tržištu kapitala. Nasuprot tomu, inozemni dug se sastoji od obveznica i kredita na međunarodnim financijskim tržištima, a kretanje istog za razdoblje od 2012. do 2017. Godine je vidljivo u tablici.“ (Marić, 2018:16)

Tablica 3. Državni dug prema vrsti instrumenata

	2012.		2013.		2014.		2015.		2016.		2017.	
	mil. HRK	%	mil. HRK	%	mil. HRK	%	mil. HRK	%	mil. HRK	%	mil. HRK	%
DOMAĆI DUG	**102.644**	**62,8%**	**112.697**	**57,7%**	**119.512**	**57,8%**	**124.124**	**57,0%**	**125.892**	**58,0%**	**130.096**	**56,5%**
1. Obveznice	53.910	33,0%	58.710	30,0%	65.892	31,9%	69.594	32,0%	75.754	34,9%	83.360	36,2%
2. Trezorski zapisi	24.803	15,2%	27.892	14,3%	29.367	14,2%	27.686	12,7%	28.673	13,2%	28.601	12,4%
3. Krediti	23.931	14,6%	26.095	13,3%	24.253	11,7%	26.844	12,3%	21.465	9,9%	18.135	7,9%
INOZEMNI DUG	**60.877**	**37,2%**	**82.784**	**42,3%**	**87.173**	**42,2%**	**93.452**	**43,0%**	**91.282**	**42,0%**	**100.317**	**43,5%**
1. Obveznice	47.131	28,8%	66.159	33,8%	73.215	35,4%	79.756	36,7%	79.320	36,5%	87.946	38,2%
2. Krediti, od čega	13.746	8,4%	16.625	8,5%	13.958	6,8%	13.697	6,3%	11.963	5,5%	12.371	5,4%
međunarodne financijske institucije	10.936	6,7%	10.982	5,6%	10.626	5,1%	10.972	5,0%	11.452	5,3%	12.354	5,4%
Ukupni državni dug	**163.520**	**100,0%**	**195.481**	**100,0%**	**206.685**	**100,0%**	**217.577**	**100,0%**	**217.174**	**100,0%**	**230.413**	**100,0%**

Izvor: Ministarstvo financija

Uzimajući u obzir instrumente zaduživanja, vidljivo je da je prosječno 33% duga financirano obveznicama, 13,6% trezorskim zapisima, a 11,6% istog duga je financirano tuzemnim zaduživanjem u vidu kredita. Nasuprot tomu, inozemni dug je u prosjeku financiran 34,9% iz izvora izdanih obveznica, a 6,81% čine krediti. Spomenuti postotci u stvoreni kumulacijom duga i rezultat su aritmetičke sredine u promatranih 6 godina a istima su naravno prethodile brojne odluke vodstva države ali i mnogobrojne sitnije promjene koje su na kraju utjecale na kreiranje spomenutih postotaka. Tako je npr. domaći dug financiran izdavanjem obveznica 2012. godine iznosio 53.910 milijuna kuna, a 5 godina kasnije isti dug je iznosio 83.360 milijuna kuna, što je činilo čak 36,2% ukupnog državnog duga i porast od 35%. Trezorski

zapisi su s 24.803 milijuna kuna s početka promatranog razdoblja povećani na 28.601 milijun kuna, što čini 12,4% ukupnog državnog duga ali i porast od 15%. Domaći državni dug financiran tuzemnim kreditiranjem 2012. godine iznosio je 23.931 milijun kuna što je činilo 14,6% ukupnog duga, a tijekom petogodišnjeg razdoblja smanjen je na 18.135 milijuna kuna, što je 7,9% ukupnog državnog duga i pad od 6,7% u ukupnom dugu.

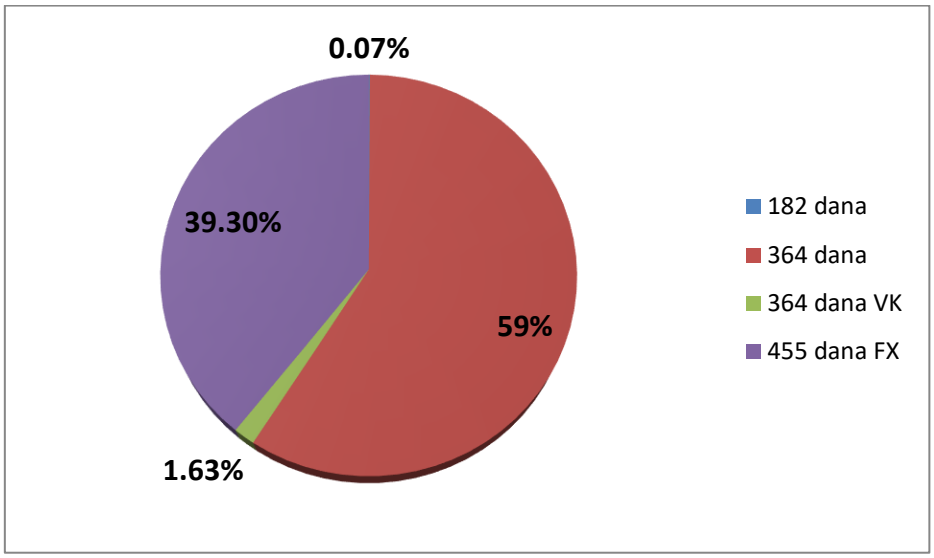
Promatrajući inozemni državni dug, 2012. godine obveznice su iznosile 47.131 milijuna kuna, a krediti 13.746 milijuna kuna. Krajem 2017. godine obveznice su povećane na 89.946 milijuna kuna što čini 38% ukupnog državnog duga i porast od gotovo 91%, dok su krediti smanjeni na 12.371 milijuna kuna što je 5,4% ukupnog državnog duga i pad od otprilike 1%.

„Obilno i neselektivno zaduživanje države na inozemnim tržištima dovelo je do vrlo visokoga valutnog rizika povezanoga s portfeljem državnog duga. Krajem 2005. Udio kunskog duga konsolidirane središnje države iznosio je 20%, a prevladavao je dug denominiran u eurima, na koji se odnosilo 63% portfelja. Ostatak duga bio je denominiran u dolarima i jenima. S obzirom na to da će u budućnosti jedan od elemenata politike upravljanje javnim dugom postati sve veće zaduživanje na domaćem tržištu, cilj je smanjiti valutni rizik te povećati udio duga denominiranoga u kunama, te znatno smanjiti udio duga denominiranog u dolarima i jenima. Dakle, gledajući strukturu zaduživanja prema instrumentima, najveći dio državnog duga nastao je zaduživanjem u vidu dugoročnih vrijednosnih papira, odnosno obveznica, zatim i zaduživanjem putem kredita i kratkoročnih vrijednosnih papira.“ (Švaljek, 2007:16)

Trezorski zapisi po naravi predstavljaju oblik kratkoročnih vrijednosnih papira kojima se financira država. Izdaje ih Ministarstvo financija koje provodi aukcije putem elektroničkog aukcijskog sustava Bloomberg, a sam postupak je usklađen s Pravilima i uvjetima aukcija trezorskih zapisa.

Na aukcijama za trezorske zapise najveći je promet vezan za one trezorske zapise čiji je rok dospijeća 364 dana. Tako je podatak iz Tablice 3, na dan 31.12.2017., o ukupnom iznosu trezorskih zapisa od 28,7 milijardi kuna, čak 59 % stvoren od trezorskih zapisa s rokom dospijeća od 364 dana. Oni trezorski zapisi s rokom dospijeća od 455 dana čine 39,3%, a na rok od 182 dana je upisano samo 0,07% trezorskih zapisa.

Grafikon 1. Struktura trezorskih zapisa na dan 31. prosinca 2017.



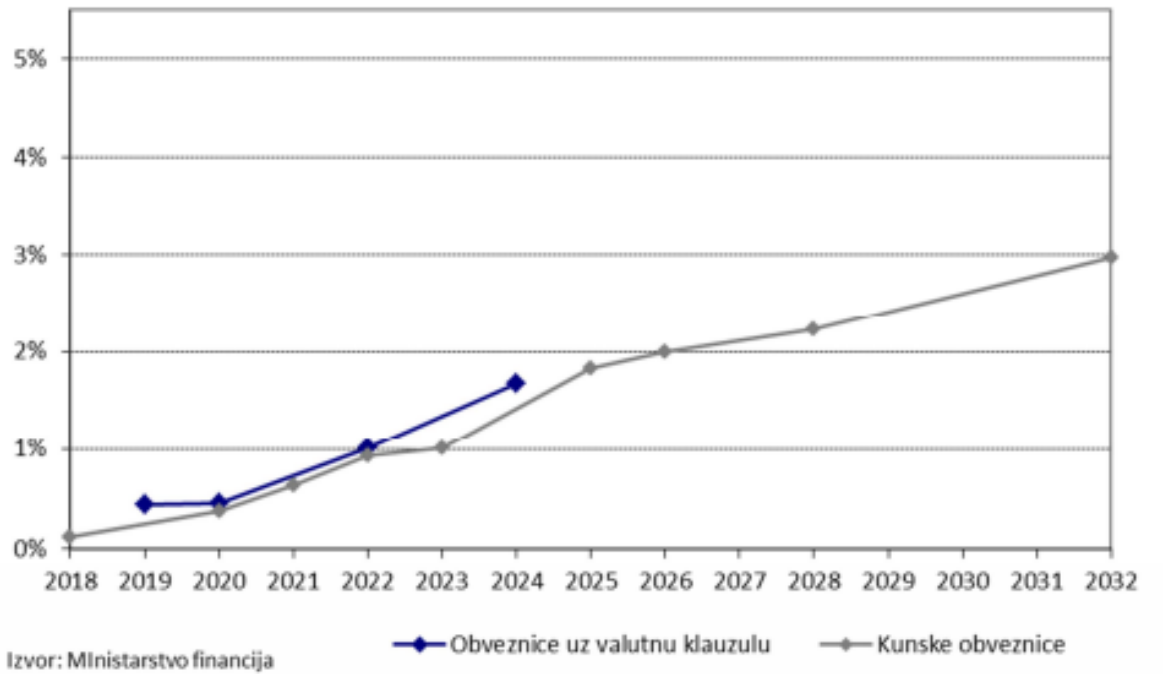
Izvor: Samostalna izrada autora na temelju podataka Ministarstva financija

Osim podataka o tkz. ročnosti trezorskih zapisa, koji su komponenta ukupnog javnog duga Republike Hrvatske, zanimljivi su i podatci o kamatnim stopama za trezorske zapise Ministarstva financija u razdoblju od 2013. do 2017. godine. Naime, u spomenutom razdoblju je bilježen konstantan pad kamatnih stopa. Na posljednji dan 2017. godine kamatna stopa na kunske trezorske zapise s rokom dospijeća od 364 dana iznosile su 0,2%, a na one s valutnom klauzulom minimalnih 0,01%. Kamatne stope koje su vezane za Euro FX trezorske zapise s rokom do 455 dana u spomenutom trenutku iznosile su također 0,1%.

Ipak, spomenuti trezorski zapisi nisu dostatni za financiranje državnog proračuna pa se seže za i dugoročnim vrijednosnim papirima, odnosno obveznicama. Da bi se važnost, kako domaćih obveznica, tako i inozemnih, u nastavku rada biti će prikazane krivulje prinosa istih.

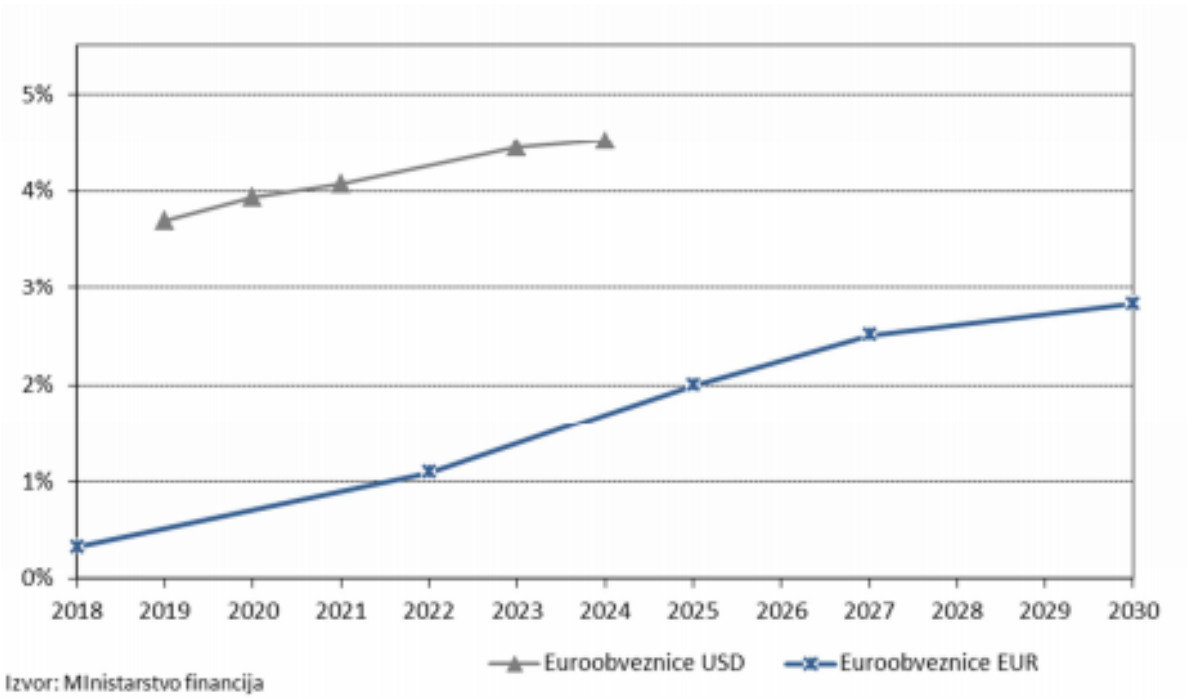
„U 2017. godini dospjelo je i iskupljeno jedno izdanje međunarodnih obveznica i dva izdanja obveznica izdanih na domaćem tržištu kapitala. Pri analizi i utvrđivanju izvora računa financiranja Državnog proračuna u 2017. godini, Republika Hrvatska je izdala dvije obveznice na inozemnom tržištu te četiri državne obveznice na domaćem tržištu.“ (Marić, 2018:22

Grafikon 2. Krivulja prinosa domaćih obveznica



Izvor: Ministarstvo financija

Grafikon 3. Krivulja prinosa inozemnih obveznica



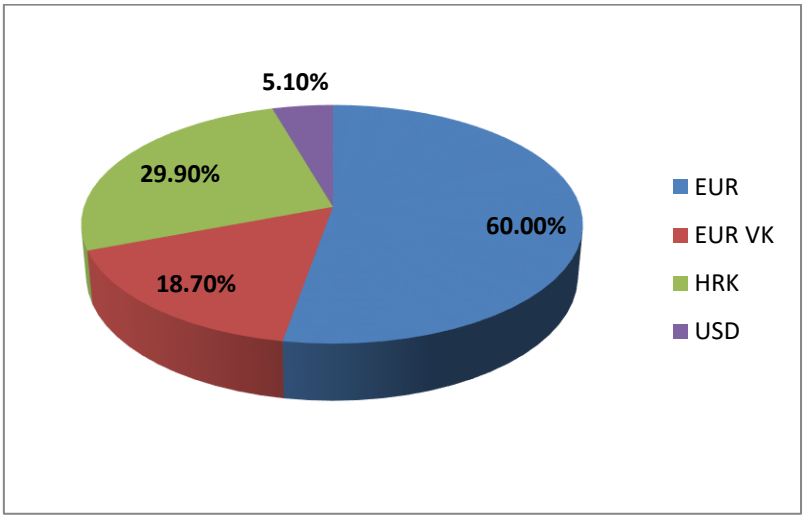
Izvor: Ministarstvo financija

Iako prethodni grafovi vizualno izgledaju prilično slično, činjenica je da su prinosi inozemnih i domaćih obveznica egzaktna pojava sa specifičnim ponašanjem koje je karakteristično po tome da postotci prinosa na obveznice uz valutnu klauzulu i kunske obveznice variraju vrlo blisko, a na grafu je vidljivo da je njihova najveća razlika bila u 0,2 % prinosa. S druge strane obveznice na stranom tržištu se u pravilu ponašaju tako da imaju tendenciju rasta ili pada u istom smjeru, iako se događa da je razlika između njih prilično velika. Tako graf pokazuje prinos „Euroobveznice EUR“ od 1%, dok u istom trenutku „Euroobveznice USD“ nose prinos od 4%. Kroz tri godine prinos na euroobveznice u eurima raste na 2 %, a prinos na euroobveznice u USD poraste na 4,50 %. Osim instrumenata zaduživanja postoje i druge strukture, koje pokazuju kako se sve država zaduživala. Prema Ministarstvu financija (2016) se razlikuju:

- valutna struktura
- kamatna struktura
- ročna struktura

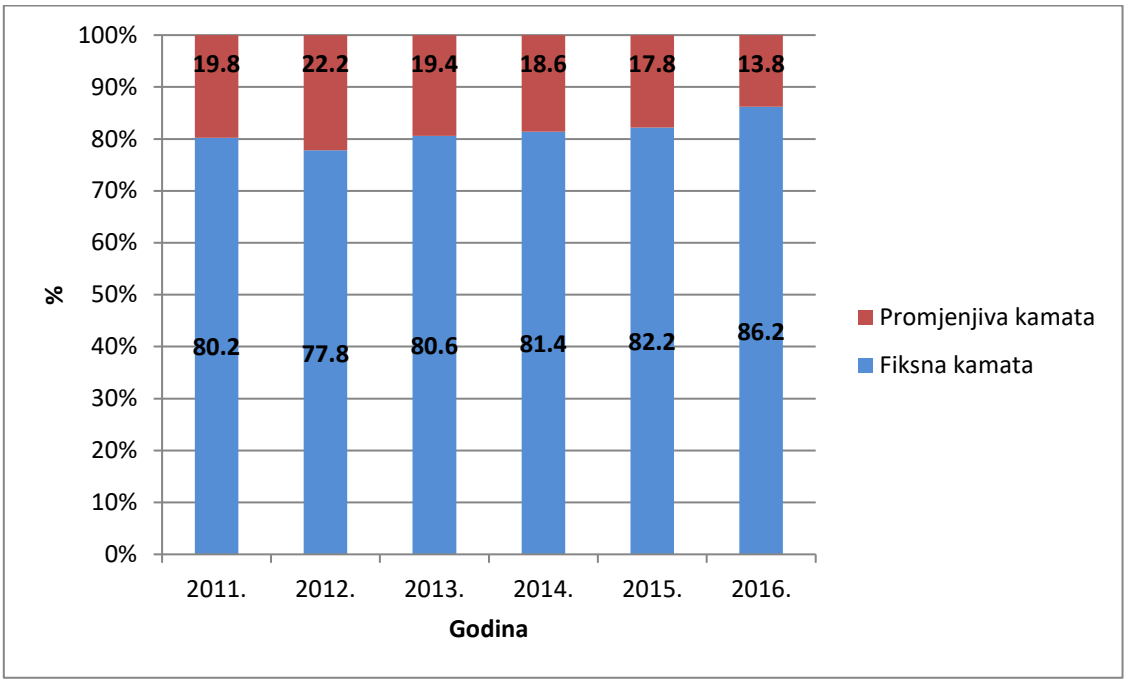
Valutna struktura predstavlja diobu duga na valute, odnosno prikazuje u kojim se sve valutama država zaduživala. Specifičan trend među građanima je zaduživanje u stranoj valuti, a slično se ponaša i država. Tako se do kraja 2016. godine Hrvatska najviše zaduživala u eurima, čak 60%. Treba uzeti u obzir da je 18,7% spomenutog duga otplativ i u kunama, ali 46,3% istog je otplativo isključivo u eurima. Naravno razlog ovakve strukture duga nije isključivo zaduživanje u oblika kredita u stranoj valuti već i izdavanje obveznica od strane države.

Grafikon 4. Valutna struktura državnog duga u 2016. godini



Izvor: Ministarstvo financija

Grafikon 5. Struktura državnog duga prema vrsti kamate



Izvor: Vlastita izrada autora prema Ministarstvu financija

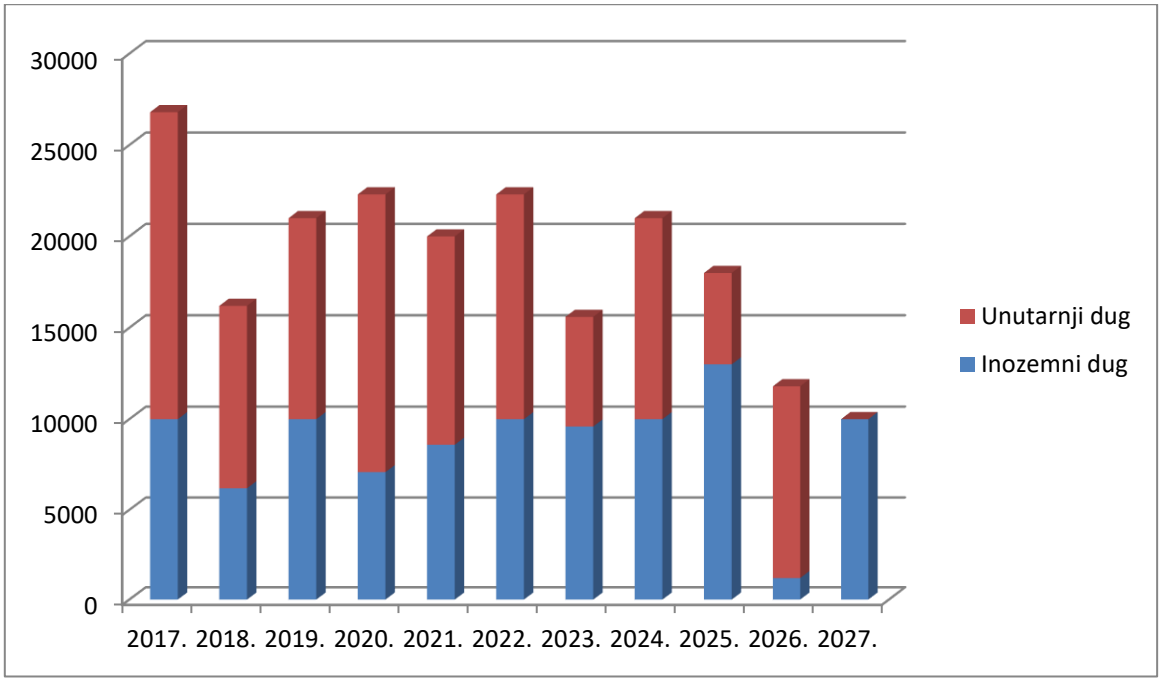
Graf prikazuje da se udio duga s promjenjivom kamatnom stopom smanjio sa 19,8% na 13% u razdoblju od 2011. do 2016. godine. Spomenuti pad udjela duga s promjenjivom kamatom odvijao se proporcionalno kroz godine. Kao posljedica izdavanja obveznica na domaćem i međunarodnom tržištu, ali i porasta inozemnog zaduživanja došlo je do povećanja zaduživanja po fiksnoj kamati u spomenutom razdoblju. U 2011. je zaduživanje po fiksnoj kamati činilo 80,2% od ukupnog duga, dok je na kraju 2016. isto zaduživanje činilo 86,2% ukupnog duga.

Jedan od temeljnih zadataka upravljanja javnim dugom je organiziranje ravnomjerne otplate tereta na način koji će biti u najmanjoj mjeri bolan za gospodarstvo i građane, a zadovoljavati će sve propisane i prihvaćene uvjete. Teži se ujednačenom dospijeću duga. Sukladno navedenome, Republika Hrvatska je u skorijem razdoblju refinancirala većinu postojećih zaduživanja novima, sklopljenim po uvjetima koji su u tom trenutku pogodniju za državu i situaciju u istoj. U većini slučajeva su refinancirani krediti korišteni zbog manjih kamata što u konačnici znači jeftinije kreditiranje.

„Projekcija otplata glavnica domaćeg i inozemnog duga u razdoblju 2017. - 2027. prikazana je grafikonom 5. U projekciju nisu uključene obveze po trezorskim zapisima koje su potkraj 2016. godine iznosile 28,7 milijardi kuna. Bez dospijeća trezorskih zapisa, u 2017. godini

potrebno je otplatiti dugoročnih obveza u iznosu 27 milijardi kuna. Vidljiv je također pojačani teret otplate u 2019. i 2020. godini, zbog dospijeća obveznica izdanih na domaćem i inozemnom tržištu. S obzirom da je za jedan od zadataka upravljanja javnim dugom važno održavati ravnomjeran teret otplata u nadolazećem razdoblju, posebna pažnja pridavat će se zadržavanju ujednačenog dospijeća duga. Zadržava se također mogućnost i refinanciranja postojećeg duga po povoljnijim uvjetima i s dužim razdobljem otplate s obzirom na trenutnu situaciju na financijskim tržištima.“ (Marić, 2016:29)

Grafikon 6. Dospijeće dugoročnog državnog duga u razdoblju 2017. - 2027.



Izvor: Vlastita izrada autora prema Ministarstvu financija (2017)

Osim grafikona koji prikazuje procjenu do 2027. godine, već sada postoje projekcije Vlade RH po kojoj bi inozemni dug u 2028.god iznosio 14 000 milijuna kuna, a u istom trenutku bi unutarnji dug države bio 8 000 milijuna kuna. Usporedivši sa podatcima za skorije razdoblje, 2018. godina bi bila godina u kojoj je zabilježen najviši inozemni dug od nastanka države.

5. Strategije upravljanja javnim dugom Republike Hrvatske

„Upravljanje javnim dugom je proces uspostave i provedbe strategije prikupljanja sredstava za financiranje proračunskih deficita države, vodeći računa o odnosu troškova i rizika, te poticanja razvoja učinkovitog domaćeg tržišta državnih obveznica. Državni portfelj duga obično je najveći financijski portfelj koji često sadrži složene i rizične financijske strukture. Slabo strukturirani portfelj javnog duga može biti značajan rizik za ukupnu bilancu (imovinu i obveze) i financijsku stabilnost države. Slabo strukturirani javni dug (po rokovima dospijeća, valutama i kamatama), te velik iznos potencijalnih obveza države bili su značajni čimbenici izazivanja i prenošenja kriza u brojnim zemljama.“ (Bajo i dr., 2011:91)

Kvalitetno upravljanje javnim dugom i dobra struktura duga smanjuju izloženost države brojnim rizicima kao što su kreditni rizici i operativni rizici, ali i rizici namire, likvidnosti i financiranja. Proces upravljanja javnim dugom upravo pomaže ministarstvima financija da steknu svjesnost o snažnom utjecaju financiranja zaduživanjem na financijski položaj države. Proces provedbe strategije upravljanja javnim dugom zahtjeva visoku razinu organizacije ali i provedbu velikog broja složenih ekonomskih mjera koje u koordinaciji vodećih tijela dovode do ostvarivanja dugoročne održivosti javnog duga. „Dodatni je cilj razvoj domaćeg tržišta državnih vrijednosnih papira, budući je razvijeno tržište glavni preduvjet za učinkovito upravljanje dugom, troškovima zaduživanja i likvidnošću te omogućuje diversifikaciju dužničkog portfelja i smanjenje ovisnosti o inozemnim izvorima financiranja.“ (Šuker, 2007:19).

Prema Ministarstvu financija (2019) Republika Hrvatska je od svoje neovisnosti plasirala tek pet službenih strategija upravljanja javnim dugom:

- Strategija upravljanja javnim dugom za razdoblje 2006.-2009.
- Strategija upravljanja javnim dugom za razdoblje 2011.-2013.
- Strategija upravljanja javnim dugom za razdoblje 2017.-2019.
- Strategija upravljanja javnim dugom za razdoblje 2018.-2020.
- Strategija upravljanja javnim dugom za razdoblje 2019.-2021.

Za razliku od prve donesene, u drugoj se strategiji odustalo od uvođenja sustava primarnih dilera i uvođenja akcija na izdavanje obveznica. Osim toga, novina je i tendencija zaštite od valutnog rizika s obzirom da je 2011. godine, glavnina javnog duga bila inozemnog porijekla.

5.1. Strategija upravljanja javnim dugom za razdoblje 2006.-2009.

Objava strategije upravljanja javnim dugom u 2006. godini, s obzirom na nepostojanje istog dokumenta ranije, predstavljala je izniman napredak za upravljanje rizicima postojećeg portfelja javnog duga. Sve do tada su postojali veliki problemi oko upravljanja istim,a najveći se problem očitovao u transparentnosti zaduživanja i nerazvijenom institucionalnom ustrojstvu.

Tablica 4. Ciljevi strategija upravljanja javnim dugom

Strategija upravljanja javnim dugom	
2006. - 2009.	**2011. - 2013.**
▪ Razborito i oprezno upravljanje javnim dugom ▪ Transparentno i predvidivo zaduživanje i upravljanje dugom ▪ Izgradnja referentne domaće krivulje prinosa ▪ Uvođenje aukcija za izdavanje obveznica ▪ Objava kalendara izdavanja i tromjesečnih planova zaduživanja ▪ Uvođenje sustava primarnih dilera	▪ 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

Izvor: Vlastita izrada autora prema Ministarstvu financija (2011.)

„Problem su bila i kratkoročna zaduživanja države kod banaka, po nepovoljnim kamatnim stopama. Naime, logično bi bilo da se država smatra sigurnim dužnikom te da su kamate na njen dug manje od kamata za privatni sektor, međutim, bonitet države kod banaka bio je izjednačen s ostalim sektorima. Štoviše, država se izravno zaduživala kratkoročnim kreditima poslovnih banaka po kamatnoj stopi iznad aktualne na Tržištu novca Zagreb. Struktura duga se ipak tijekom godina popravljala, a objava prve strategije prvi puta pomogla je u jasnom definiranju strateških meta i ciljeva upravljanja javnim dugom.“ (Bajo i dr., 2012:52)

U spomenutoj, prvoj strategiji definirane su osnovni naputci za efikasno upravljanje javnim dugom među kojima su bili transparentno i predvidivo zaduživanje i upravljanje dugom, poticanje likvidnosti, razborito i oprezno upravljanje dugom, organizacija širokog kruga investitora u državne obveznice, ali i razvoj infrastrukture na domaćem tržištu kapitala.

Visok udio inozemnog duga (67% u 2006.) značio je visoku ovisnost o stranoj valuti. Upravo zbog toga je kao jedan od temeljnih ciljeva prve strategije bilo upravo smanjenje udjela duga u inozemnoj valuti. Vezano za druge upute u plasiranoj strategiji, očekivane potrebe za zaduživanjem od 2007. do 2009. godine iznosile su oko 12 milijardi kuna, a država je poštujući plan, veći dio duga planirala financirati sa domaćeg tržišta.

Tablica 5. Planirani i ostvareni ciljevi Strategije upravljanja javnim dugom od 2006. do 2009.

Postavljene smjernice i strateške mjere u 2006.	Stanje krajem 2010.
Smanjiti udjel duga u inozemnoj valuti na 40%	**Nije ostvareno** – udio duga u stranoj valuti 70%
33% duga s promjenjivom kamatnom stopom maksimalno	**Ostvareno** - udio duga s promjenjivom kamatnom stopom oko 19%
Produžiti prosječno dospijeće duga, iznad 3 godine	**Ostvareno** - prosječno dospijeće 4,6 godina
Udio kratkoročnog duga maksimalno 33%	**Ostvareno** – kratkoročni dug 16%
Potrebe za zaduživanjem 2007.-2009. Oko 11,8 mlrd. kuna	Samo 2009. Javni dug se povećao 17 mlrd. kuna u odnosu na prethodnu godinu.
Uvođenje primarnih dilera te aukcija na izdanja obveznica	**Nije ostvareno**.

Izvor: Vlastita izrada autora prema Ministarstvu financija (2011.)

Važno je naglasiti da zbog financijske krize koja se dogodila u tom razdoblju, veći dio ciljeva utvrđenih strategijom za razdoblje do 2009. godine nije ostvaren. Također, nije uveden sustav aukcija obveznica, a sustav primarnih dilera je također zanemaren.

„Treća smjernica vezana je uz razvoj domaćeg tržišta kapitala kroz izgradnju referentne kunske krivulje prinosa od 3 mjeseca do 10 godina, plasmanom obveznica na način da se dopune dospijeća potrebna za izgradnju krivulje. Te mjere trebale su pridonijeti smanjenju troškova kamata te lakšem određivanju cijene ostalih instrumenata na tržištu. Postavio se i cilj

uvođenja aukcija na izdanja obveznica. Tako bi se nova izdanja plasirala putem sindikata, a sljedeće tranše aukcijama. Namjeravao se uvesti mjesečni kalendar izdanja, tromjesečni planovi zaduživanja te sustav primarnih dilera kako bi se unaprijedilo tržište i povećala likvidnost.“ (Pezer, Bajo, 2012:53)

5.2. Strategija upravljanja javnim dugom za razdoblje 2011.-2013.

Razdoblje druge strategija upravljanja javnim dugom je specifično po turbulentnom vremenu koje mu je prethodilo, ali i razdoblju koje je tek slijedilo. Zbog velike financijske krize koja je službeno počela 2008. godine značajno je pao BDP, što je u konačnici imalo značajan utjecaj na fiskalni kapacitet države – značajno je porastao proračunski deficit, a posljedično tome i javni dug. Unatoč tome, prognoze državnog vrha bile su da se u 2011. godini očekuje rast BDP-a od 1,5% da bi u 2013. porastao za dodatnih 2,5%. Ipak, situacija koja je između ostalog zadesila i Hrvatsku, inicirala je nove dugove koji su na neki način morali biti sanirani. Veći dio je pokriven ponovno inozemnim dugom, a manji dio sredstava je pribavljen na domaćem tržištu.

„Prema projekcijama javnog duga i proračunskog deficita za 2012. čak 83% zaduživanja je inozemno. U 2013. država se planira u cijelosti zaduživati na inozemnom tržištu. Takav plan ne pridonosi razvoju domaćeg tržišta državnih vrijednosnica iako je naveden kao cilj upravljanja javnim dugom. U novoj Strategiji prisutna je ovisnost države o inozemnim izvorima financiranja što nije poticaj razvoju domaćeg tržišta kapitala.“ (Pezer, Bajo, 2012:53)

Upravo se zbog takvog usmjeravanja portfelj javnog duga izložio većem broju rizika, a jedino opravdanje za stvorenu tendenciju inozemnog zaduživanja bili su niži troškovi zaduživanja u inozemstvu. Također, pod snažnim utjecajem krize iz 2008. godine, koja je pravu štetu prikazala u sljedećim godinama, rastao je i iznos protestiranih jamstava što je dovelo do izravnog povećanja javnog duga.

„Drugi cilj upravljanja javnim dugom je produljenje prosječne ročnosti dospijeća duga i smanjenje udjela kratkoročnog duga. U 2010. kratkoročni dug čini 16% ukupnog duga, a prosječna ročnost dospijeća je 4,6 godina. Ministarstvo financija planira smanjiti udio kratkoročnog duga na 12 - 14% i produljiti prosječno vrijeme dospijeća. U skladu s tim ciljevima država će se zaduživati izdavanjem obveznica dospijeća 5, 7 i 10 godina i uskladiti

njihova dospijeća radi ravnomjernog rasporeda tereta otplate obveza duga.“ (Pezer, Bajo, 2012:53)

Zbog značajnih financijskih potreba, ali i specifičnih događanja u Eurozoni, država se zaduživala i na američkom tržištu. Ipak taj dio valutnog rizika se prema Strategiji trebao otkloniti takozvanim swap-om, kao instrumentom zaštite. Tako se dug u dolarima zamijenio dodatnim dugom u Eurima, a smatrano je da će se valutni rizik neutralizirati ulaskom u Europsku uniju. Na taj način se dug mogao zaštiti od promjena deviznog tečaja američkog dolara, s obzirom da je hrvatska kuna na neki način vezana za euro praktično od svog nastanka.

Specifično za važne ciljeve iz Strategije upravljanja javnim dugom jest da se određeni ciljevi prenose od strategije do strategije što govori o njihovom značaju ali i kompleksnosti ostvarivanja. Jedan od takvih je i razvoj krivulje prinosa državnih obveznica plasiranih na domaćim i stranim tržištima. Naime, unaprjeđenje domaćeg tržišta vrijednosnih papira možemo smatrati stalnim ciljem upravljanja javnim dugom, a nasuprot tomu, ova strategija apsolutno je išla u drugom smjeru. U Hrvatskoj se i dalje očekivao rast javnog duga, a ključno je bilo kvalitetno upravljanje istim.

„Ministarstvo financija je u Smjernicama ekonomske i fiskalne politike za razdoblje 2011. - 2013. objavilo rezultate testova osjetljivosti kretanja javnog duga (Ministarstvo financija RH, 2010.). Test se provodi postavljanjem osnovnog scenarija koji se temelji na srednjoročnim, makroekonomskim projekcijama. Zatim se postavljaju alternativni scenariji u kojima se makroekonomske veličine podvrgavaju raznim šokovima. Rezultati pokazuju da najveći utjecaj na rast javnog duga ima *deprecijacija domaće valute prema euru*. To potvrđuje i dosadašnje zaključke iz ovog rada. Naime, valutni rizik je ključni rizik kojemu je izložen portfelj duga. Preveliki udio duga u inozemnoj valuti i deprecijacija kune bili bi kobni za državne financije.“ (Pezer, Bajo, 2012:54)

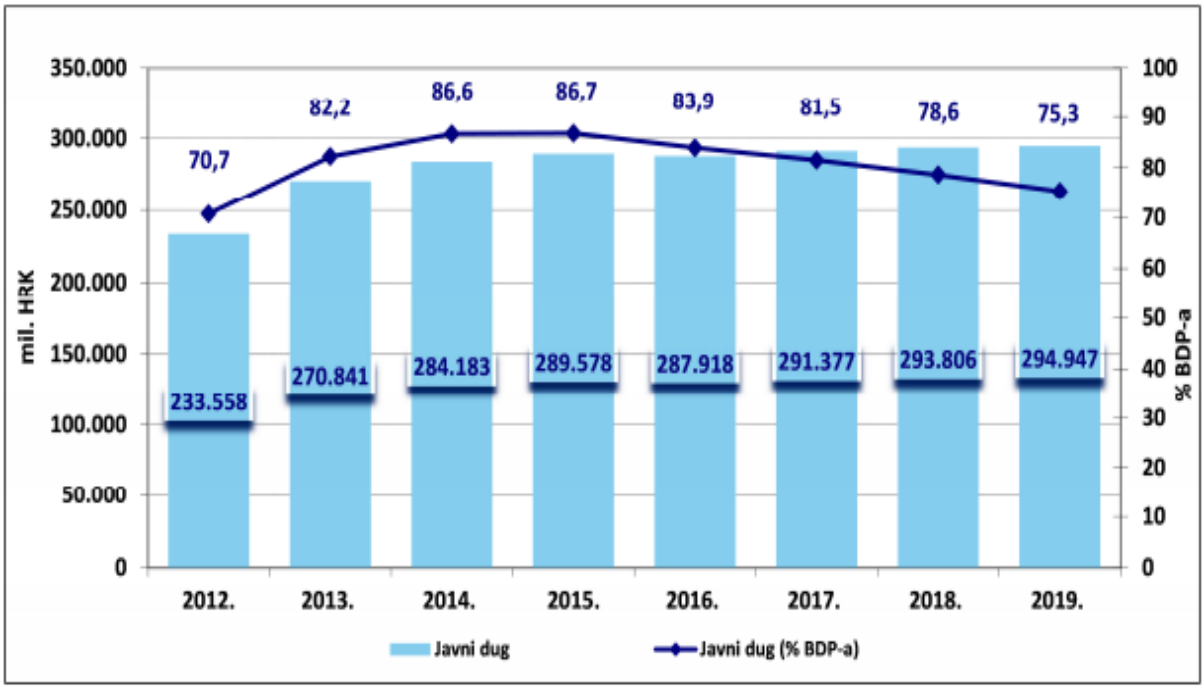
Projekcije određene strategijom vrlo se lako mogu ugroziti. Njihovoj ugrozi prijete i promjene u državnim jamstvima. Naime, to je bilo razdoblje u kojemu su mnoge velike tvrtke, kako one u državnom vlasništvu, tako i privatne, tražile pomoć od države u tim teškim financijskim trenutcima. Očekivalo se da će veliki broj jamstava izdanih brodogradilištima i metalurškim postrojenjima postati izravni dug države, a negativan utjecaj na javi dug imalo bi i neostvarenje očekivane stope rasta BDP-a.

„Uz testove osjetljivosti Ministarstva financija, zanimljivi su i rezultati istraživanja Sopeka (2009.) koji je analizirao kretanja primarnog deficita i javnog duga do 2013. Sopek ukazuje na veliki manjak prihoda u odnosu na rashode te procjenjuje da u 2013. primarni deficit neće doseći predkriznu razinu, a javni neće prelaziti 60% BDP-a.“ (Pezer, Bajo, 2012:55)
Situacija u spomenutom razdoblju nije bila najbolja ha domaću privredu, a očekivana veća inozemna zaduživanja dodatno će pogoršati izloženost valutnom riziku i usporiti razvoj gospodarstva. Također je moguće i povećanje rizika refinanciranja ako uvjeti na tržištu ne budu išli kako se planira.

5.3. Strategija upravljanja javnim dugom za razdoblje 2017.-2019.

Vlada Republike Hrvatske usvojila je na sjednici 26. siječnja 2017. Strategiju upravljanja javnim dugom za razdoblje 2017.-2019. Bila je to i više nego iščekivana strategija s obzirom na činjenicu da je krajem 2015. godine javni dug opće države dosegnuo razinu od 289,6 milijardi kuna. Spomenuta strategija je kao osnovni strateški cilj navodila smanjenje udjela javnog duga u BDP-u za 10 postotnih bodova do 2020. godine. Također,država je održivost javnog duga predstavljala kao ključni makroekonomski rizik cjelokupnog gospodarstva.

Grafikon 7. Kretanje javnog duga 2012. - 2019.

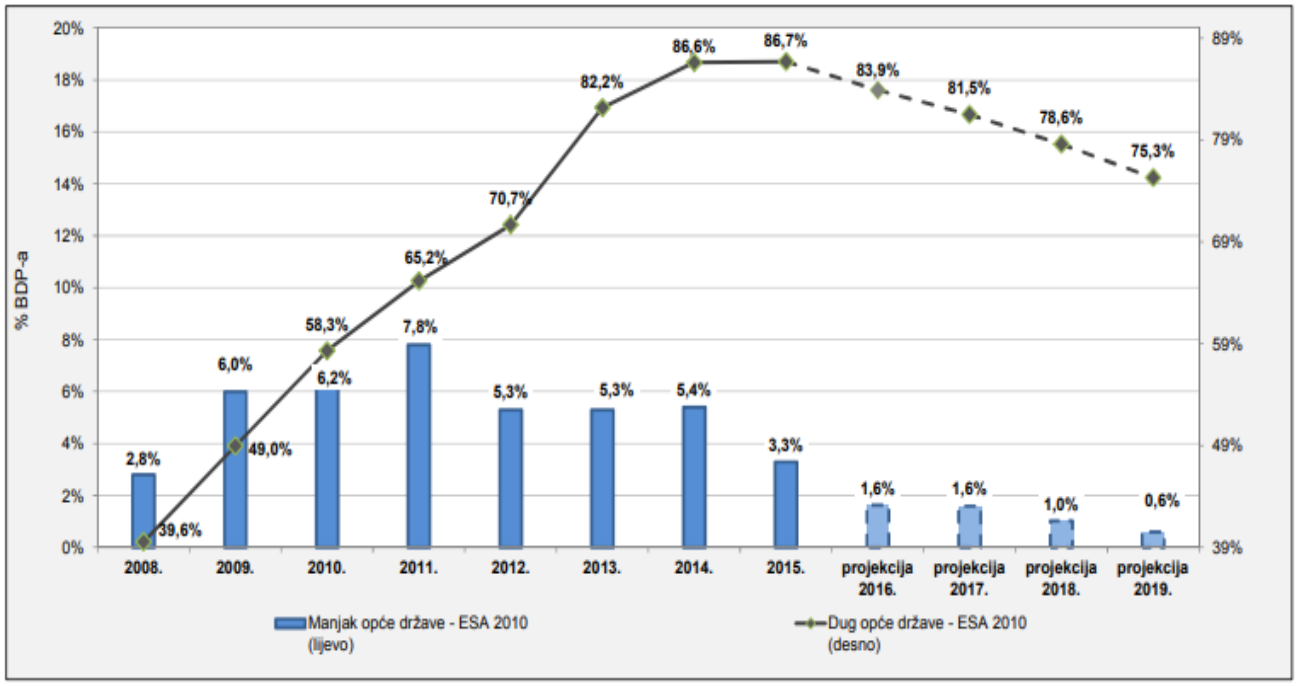


Izvor: Ministarstvo financija (2017)

„Temeljem postojećih fiskalnih projekcija državnog proračuna za razdoblje 2017. – 2019. i u skladu s projiciranim kretanjima prihoda i rashoda ostalih razina proračuna opće države, uključujući i procjene manjka/viška javnih poduzeća i ostalih jedinica koje su uključene u sektor opće države prema metodologiji ESA 2010, očekuje se da će planirani manjak opće države iznositi 1,6% BDP-a u 2017., 1,0% u 2018. odnosno 0,6% BDP-a u 2019. godini (što je vidljivo u tablici 6). U skladu s kretanjem manjka konsolidirane opće države, a uzimajući u obzir planirane privatizacijske primitke i promjenu u stanju depozita, očekuje se da će udio javnog duga u BDP-u već u 2016. godini zabilježiti smanjenje i iznositi 83,9% BDP-a. Time će se ispuniti pretpostavke za izlazak RH iz procedure prekomjernog proračunskog manjka, a uz nastavak vođenja održive, razumne i uravnotežene fiskalne politike, i osigurati povratak kreditnog rejtinga na razinu investicijskog te trajno smanjivanje tereta duga.“ (Marić, 2017:29)

Riječi su ovo Vlade Republike Hrvatske koja je u želji daljnje provedbe fiskalne konsolidacije, ali i smanjenja manjka proračuna države, planirala smanjivanje udjela javnog duga u BDP-u na razinu od 81,5% BDP-a, u 2017., 78,6% BDP-a u 2018., odnosno 75,3% BDP-a u 2019. godini (prikaz na grafikonu 7).

Grafikon 8. Kretanje manjka proračuna opće države



Izvor: Eurostat, Ministarstvo financija (2017.)

Makroekonomske projekcije koje su u 2017.godini bile dostupne, sugerirale su da će u kratkom roku doći do ublažavanja rizika refinanciranja. Kao što je već rečeno, dosegnuta visoka razina duga zahtijevala je gospodarsku politiku usmjerenu prvotno poticanju gospodarskog rasta, aktivaciji državne imovine i daljnjoj fiskalnoj konsolidaciji. Spomenuti procesi bili su koordinirani aktivnom politikom upravljanja javnim dugom, a vođeni strategijom upravljanja istim.

„Radi ispunjavanja općeg cilja upravljanja dugom, Strategija definira, uz osnovni cilj, provedbene metode unapređenja održivosti ukupnog javnog duga i ublažavanja povezanih rizika. 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 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 i povećanje transparentnosti javnog duga i zaduživanja“ (Marić, 2017:29)

Ministarstvo se u ovoj strategiji skoncentriralo na iskorištavanje trenutnih povoljnih uvjeta na financijskim tržištima, a veliku je važnost dalo transparentnosti zaduživanja, uzimajući u obzir da na taj način povećava povjerenje građana ali i povećava kredibilitet države na financijskim tržištima poboljšavajući tako vlastiti kreditni rejting. Osim toga, država je započela sa intenzivnijim korištenjem obveznica i udaljavanjem od financiranja kreditima kod poslovnih banaka. Nastojala se iskoristiti situacija na tržištu u kojem vladaju niske stope i dulji rokovi otplate, ali strategija nikako nije smjela počivati na tome, posebno s obzirom da su uvjeti na financijskim tržištima gotovo u pravilu cikličke prirode. Bilo je jasno da dug ne može biti održiv bez strukturnih promjena, a posebna se pažnja morala obratiti na rashodovnu stranu državnog proračuna.

Konačno, može se zaključiti da je Ministarstvo postavilo dobre polazne smjernice za upravljanje dugom, ali ključno je pridržavanje i pravilno provođenje istog. Bez toga strategija ostaje samo slovo na papiru koje nema nikakvu težinu.

5.4. Strategija upravljanja javnim dugom za razdoblje 2018.-2020.

„RH se u ožujku 2017. godine zadužila na međunarodnom financijskom tržištu izdavanjem desetogodišnjih euroobveznica u iznosu od 1,25 milijarde eura. Obveznice su izdane po cijeni od 98,320% nominalnog iznosa uz nepromjenjivi kamatni kupon od 3% godišnje, što čini prinos do dospijeća od 3,199%. RH se u travnju 2018. zadužila na domaćem financijskom tržištu u iznosu od 950 milijuna kuna. Kamatna stopa je promjenjiva i jednaka je zbroju prinosa na trezorske zapise s rokom dospijeća 364 dana i marže u iznosu od 2,40% godišnje. Otplata glavnice je u dvadeset i jednoj nejednakoj tromjesečnoj rati, od kojih je svaka od dvadeset rata u iznosu od 30 milijuna kuna, a posljednja dvadeset i prva rata u iznosu od 350 milijuna kuna. Prva rata otplate dospijeva u roku dvije godine od datuma potpisa Ugovora o kreditu, a zadnja u roku od sedam godina od datuma potpisa Ugovora o kreditu.“ (Marić, 2018:13)

Tekst iznad, sadržaj je Strategije upravljanja javnim dugom za razdoblje 2018.-2020. izdan od strane Ministarstva financija, a u istom su pojašnjeni neki od uvjeta zaduživanja u skorijem razdoblju od izdavanja samog dokumenta. Visina novih zaduživanja jasno navodi na razmišljanje o kreiranju nove strategije, do čega je i došlo i to samo godinu dana nakon starije verzije.

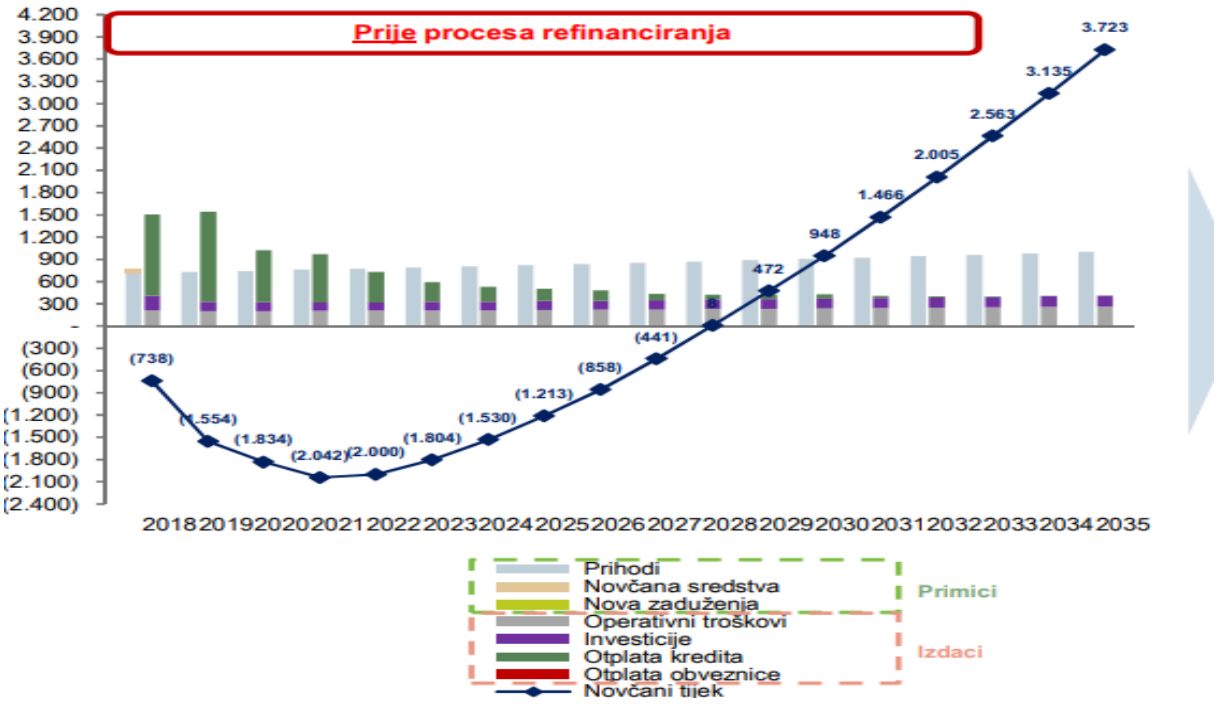
„Postojeći pravni okvir upravljanja javnim dugom, prvenstveno odredbe Zakona o proračunu, pruža relativno zadovoljavajući provedbeni i kontrolni okvir uz nužnu fleksibilnost na razini središnjeg proračuna, izvanproračunskih korisnika i jedinica lokalne i područne (regionalne) samouprave. Tijekom proteklog razdoblja uočena je potreba za jačanjem kontrole poslovanja“ (Marić, 2018:13)

Na taj način država preventivno provjerava odgovara li donesena strategija svim zakonskim odredbama, i vode li smjernice strategije zaobilaženju pojedinih. U slučaju da to toga ne dolazi, strategija se može slobodno početi primjenjivati.

Ipak, činjenica da visina javnog duga od gotovo 80% BDP-a države izaziva stanje u kojem istim nije lako kontrolirati niti predvidjeti njegovo kretanje.

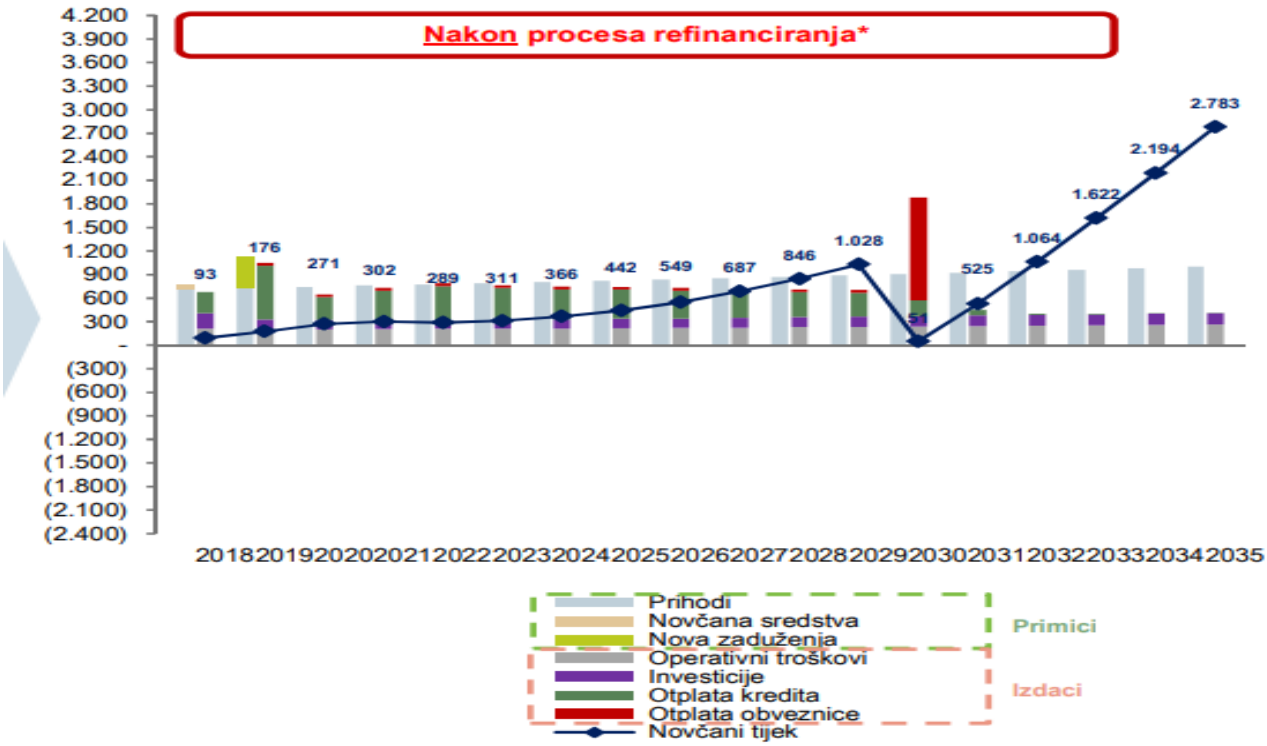
Glavnina duga se stvorena radi refinanciranja neodgodivih dugova koji su hitno trebali financijsku injekciju. Među takvima su brojna brodogradilišta i cestovni sektor na čijem ću primjeru pokazati važnost zaduživanja za današnju financijsku strukturu u svijetu, a posebno kod slabije razvijenih zemalja

Slika 5. Održivost duga društava u cestovnom sektoru prije refinanciranja



Izvor: Ministarstvo financija (2018.)

Slika 6. Održivost duga društava u cestovnom sektoru nakon refinanciranja



Izvor: Ministarstvo financija (2018.)

Iz prethodnih slika se može steći jasan utisak o važnosti refinanciranja dugova, ali i projekata pa i pod cijenu da su pribavljena sredstva od trećih izvora i da će se dodatno platiti. Za potporu ove mjere je kreiran projekt „Modernizacije i restrukturiranja cestovnog sektora“ koji je financiran kroz zajam Svjetske banke. Financijsko restrukturiranje se provelo u 2 kruga, a prvi je nastupio u studenom 2017. godine kada je Ministarstvo financija u suradnji sa ostalim ministarstvima izdalo 1,275 milijardi eura vrijednu obveznicu čiji je rok dospijeća 2030. uz prinos od 2,953%. To je u financijskoj povijesti najpovoljnije, a ujedno i izdanje najduže ročnosti (od 12 godina) koje je realizirano na međunarodnom tržištu kapitala. Unutar dogovora su sklopljeni i brojni Ugovori u prijenosu sredstava društvima među kojima su HAC, ARZ i HC.

U ožujku 2018. započeo je drugi krug reprogramiranja od 1,8 milijardi, a ugovoreni su takozvani „jumbo krediti“ što je označavalo pojam za situaciju u kojoj su se postojeći krediti zatvarali pomoću tri kredita sa povoljnijim uvjetima. Također, refinanciranjem u drugom krugu je produžena ročnost na spomenutih 12 godina, smanjene su kamate s prosječne stope EURIBOR od 3,77% na 1,95% čime su po planu stvorene velike uštede od minimalno 29 milijuna eura. Procijenjeno je da su u oba kruga restrukturiranja stvorene uštede od gotovo 50 milijuna eura na godišnjoj razini, što je trećina dosadašnjih rashoda za kamate.

Ovaj proces restrukturiranja cestovnog sektora može služiti kao primjer kako se uspješnim provođenjem strategije koja je dobro osmišljena može uštedjeti novac, čak i ako se radi o dodatnom zaduživanju u danom trenutku. Provedenom mjerom društva u cestovnom sektoru postala su u većoj mjeri financijski stabilna uz preduvjet zadržavanja tekuće likvidnosti i stabilnog financiranja godišnjih kreditnih obveza.

5.5. Strategija upravljanja javnim dugom za razdoblje 2019.-2021.

„Prema Izvješću o prekomjernom proračunskom manjku i razini duga opće države iz travnja 2019., a kojeg objavljuje Državni zavod za statistiku (u daljnjem tekstu: DZS), javni dug je krajem 2018. godine iznosio 284,7 milijardi kuna, odnosno 74,6% BDP-a. Pritom se udio javnog duga, u odnosu na prethodnu godinu, smanjio za 3,2 postotna boda, dok je u protekle tri godine smanjen za više od 9 postotnih bodova. Odgovorno vođenje fiskalne politike, praćeno aktivnom politikom upravljanja javnim dugom, rezultiralo je i smanjenjem rashoda

za kamate koji su u 2018. godini na međugodišnjoj razini smanjeni za 900 milijuna kuna dok su u odnosu na kraj 2015. smanjeni za gotovo 3 milijarde kuna“ (Marić, 2019:8)

Kao prikaz izražavanja i smjera u kojem strategija treba teći, ispred nas se nalazi ulomak iz službene Strategije upravljanja javnim dugom koji služi pregledu financijskoj stanja u trenutcima prije izdavanja istog. Osim toga, na kretanje javnog duga u razdoblju prije izdavanja strategije, utjecalo je nekoliko ključnih čimbenika među kojima je najvažniji ostvareni proračunski višak u iznosu od 0,2% BDP-a . Također utjecaj na isto je imala i blaga aprecijacija kune u odnosu na euro (1,3%). Dio duga na domaćem tržištu povećan je za 4,3% u odnosu na baznu 2017. godinu i iznosi 180,3 milijarde kuna, što je ukupno 63,3% u ukupnom javnom dugu. Nasuprot tomu, inozemna komponenta je zabilježila smanjenje od 6,3%, što iznosi 104,4 milijarde kuna, odnosno 36,7% ukupnog javnog duga.

Sve su to uvjeti koji su davali pozitivan predznak i svjetlost na financijsku budućnost RH, ali da bi se ova prilika iskoristila potrebna je kvalitetno kreirana strategija upravljanja dugom kao i ispravno vođenje istom. Zbog toga je Vlada RH u ovoj strategiji poseban predznak stavila na povećanje transparentnosti javnog duga i zaduživanja što se očitovalo kroz javno objavljivanje planova, pravila ali i svih uvjeta zaduživanja. „Stoga se, s ciljem što jasnijeg informiranja potencijalnih investitora i osiguranja bolje predvidljivosti zaduživanja, u Strategiji prikazuju:

- projekcija plana zaduživanja državnog proračuna do 2021. godine,
- kalendar izdavanja trezorskih zapisa u 2019. po datumima planiranih mjesečnih aukcija,
- plan izdavanja obveznica u 2019. po tromjesečjima,
- projekcija otplata glavnice duga državnog proračuna za razdoblje 2019. - 2032.,
- projekcija otplata unutarnjeg duga i međunarodnih obveznica RH,
- prikaz aktivnih obveznica RH izdanih u razdoblju 2007. - 2019. s dospijećima u razdoblju 2019. - 2032.,
- kretanje premije rizika za RH u razdoblju 2013. - 2019. usporedno s odabranim državama EU (Credit Default Swap - CDS).

U 2019. godini ukupne otplate državnog duga, koje uključuju kratkoročni i dugoročni dug, planirane su u iznosu 52,8 milijardi kuna. U strukturi ukupnih otplata u 2019. godini kratkoročni dug iznosi 30,2 milijarde kuna i u cijelosti se odnosi na izdatke za otplatu glavnice za izdane trezorske zapise. U strukturi otplata dugoročnog duga koji u 2019. godini

iznosi 22,6 milijardi kuna, na izdatke za otplatu glavnice domaćih obveznica i kredita i zajmova otpada 11,3 milijarde kuna. Isti iznos odnosi se i na izdatke za otplatu glavnice inozemnih obveznica te inozemnih kredita i zajmova.“ (Marić, 2019:36)

Planirani manjak u 2019. godini je iznosio 4,2 milijuna kuna, ali s obzirom da na ukupne potrebe za financiranjem, osim proračunskog manjka utječu i obveze za zajmove, depoziti za dionice, kao i novčani depozit koji se prenosi u iduću proračunsku godinu, ukupna potreba za financiranjem je iznosila 63,1 milijardu kuna, što je po planu gotovo u cijelosti planirano osigurati zaduživanjem. Projekcije za 2020. godinu ukazuju na nastavak smanjenja kratkoročnog duga u iznosu od 984 milijuna kuna, od čega najveći dio čine trezorski zapisi. Kao sredstvo Strategije upravljanja javnim dugom kreiran je i kalendar izdavanja trezorskih zapisa u 2019. Godini koji prikazuje planirane datume aukcija zapisa, ali i njihove iznose. Iznos je limitiran na godišnjoj razini od 28,7 milijardi kuna a u nastavku je predočena tablica kreirana na temelju spomenutog kalendara.

Slika 7. Kalendar izdavanja trezorskih zapisa u 2019. godini

Redni broj	Datum aukcije	Dospijeća	Indikativni iznos
		(mil. HRK)	(mil. HRK)
1.	02.01.2019. (sri)	1.940	1.900
2.	22.01.2019.	1.400	1.400
3.	29.01.2019.	1.200	1.200
4.	05.02.2019.	11.100	7.800
5.	12.02.2019.	1.300	1.300
6.	19.02.2019.	1.500	1.500
7.	26.02.2019.	1.498	1.500
8.	05.03.2019.	1.116	1.200
9.	12.03.2019.	222	
10.	26.03.2019.	414	800
11.	23.04.2019.	681	1.100
12.	30.04.2019.	502	600
13.	21.05.2019.	403	600
14.	28.05.2019.	335	300
15.	04.06.2019.	113	300
16.	26.06.2019. (sri)	721	800
17.	20.08.2019.	952	1.000
18.	27.08.2019.	579	1.000
19.	22.10.2019.	1.005	1.000
20.	19.11.2019.	1.489	1.500
21.	03.12.2019.	1.895	1.900

Izvor: Ministarstvo financija (2019.)

6. Usporedba Strategija upravljanja javnim dugom kod Europskih zemalja

U nastavku rada biti će prikazan značaj Strategija upravljanja javnim dugom i kod drugih država, a posebno kod zemalja središnje i istočne Europe kao baznih država za usporedbu sa Republikom Hrvatskom. Također, nastoje se utvrditi pozitivni primjeri, te mogućnost njihove primjene u upravljanju javnim dugom Hrvatske. Radi se o državama koje ulažu iznimne napore u svrhu konsolidacije javnih financija ali unatoč tomu nisu prezadužene i kao takve su referentne za analizu.

„Prema podacima Eurostat-a prosječni udio javnog duga u BDP-u na razini EU u 2010. iznosio je 80%, a na razini Eurozone 85% (Eurostat, 2011.). Iz toga se može zaključiti da zemlje regije (CEE), osim Mađarske, nisu visoko zadužene zemlje po kriteriju udjela javnog duga u BDP-u. Pored toga, jedan je od kriterija ulaska novih zemalja u Eurozonu (prema kriteriju iz Maastrichta) da javni dug ne prelazi 60% BDP-a.“ (Pezer, Bajo, 2012:3)

Biti će prikazano financijsko ponašanje država u razdoblju prije i nakon velike krize 2008.godine ali i u situaciji kada su pojedine države tek ulazile u Europsku uniju ili su činile njihove mlade članove, da bi zaključili kakve su mjere kod država koje su suočene sa određenim zahtjevima i koliko je strategija zbilja bitna za financije države.

6.1 Visina javnog duga država

„Najveći dug opće države od 80% BDP-a bilježi Mađarska,a slijedi Poljska s oko 56% BDP-a. U ostalim zemljama središnje i istočne Europe dug opće države manji je od 50%. Najnižu razinu duga opće države ima Bugarska i Estonija. Dug se u svim zemljama posljednjih godina povećao, a najveći utjecaj na rast imala je nastala financijska kriza. Pad gospodarske aktivnosti te poreznih prihoda povećali su proračunske deficite, a time i potrebu zemalja za zaduživanjem. Najveći nominalni iznos duga ima Poljska, a nakon nje Mađarska koja u 2011. planira lagano smanjenje duga. Poljska će u 2011. povećati javni dug na čak 211 milijardi eura. Veliki rast javnog duga posljednjih godina primjetan je u Rumunjskoj, koja je zbog financijske krize u 2009. tražila financijsku pomoć MMF-a. Pomoć je 2008. zatražila i Mađarska. U usporedbi s ostalim zemljama Europske unije, visina javnog duga odabranih zemalja još uvijek je održiva u odnosu na pojedine zemlje EU koje su zbog visokih dugova (na primjer, Grčka 300 milijardi eura, Španjolska 700 milijardi eura, Italija 1.800 milijardi eura javnog duga) izložene brojnim financijskim rizicima. Većina odabranih zemalja nije u Eurozoni te struktura njihovog duga ukazuje na izloženost brojnim rizicima.“ (Pezer, Bajo, 2012:48)

Visine javnih dugova iz izvješća i tablice jasno govore o visokoj zaduženosti većine Europskih zemalja, koje unatoč tomu, imaju jasnu viziju kretanja javnog duga u svrhu poticanja gospodarstva i poboljšanja kvalitete života.

Slika 8. Javni dug odabranih zemalja u 2010. (%BDP-a)

	Bugarska	Hrvatska	Češka R.	Mađarska	Poljska	Rumunjska	Slovačka	Slovenija
2002.	54,8	34,9	28,2	55,4	42,2		43,4	28,1
2003.	46,5	35,8	29,8	58,3	47,1		42,4	27,5
2004.	39,1	37,9	30,1	59,1	45,7	22,5	41,5	27,2
2005.	29,4	38,4	29,7	61,9	47,1	20,4	34,2	27,0
2006.	23,4	35,8	29,4	65,8	47,7	18,4	30,5	26,7
2007.	18,6	33,2	29,0	66,1	45,0	19,8	29,6	23,4
2008.	15,5	29,3	30,0	72,3	47,1	21,3	27,8	22,5
2009.	15,6	35,4	35,4	78,4	50,9	29,6	35,4	35,4
2010.	18,0	40,0	39,6	80,4	55,7	35,2	42,0	37,2
2011. proj.	19,7	44,1	41,7	76,6	56,6	37,8	45,1	42,3
2012. proj.	20,0	47,6	43,4	76,9	57,3	37,7	46,2	44,9
2013. proj.	19,7	50,2	44,5	77,1	57,5	37,5	46,5	46,7
2014. proj.	18,8	52,4	45,6	76,8	57,4	36,8	46,8	48,0
2015. proj.	17,3	54,3	46,5	76,0	56,5	36,0	46,2	49,3
2016. proj.	15,2	55,7	47,6	75,3	55,5	35,0	45,7	50,6

Izvor: OECD Outlook, 2011.

6.2. Struktura duga

Temeljni cilj svih navedenih zemalja je osigurati razvoj domaćeg tržišta kapitala brojnim mjerama među kojima se ističe izdavanje obveznica na istom, i to u domaćoj valuti uz fiksnu kamatnu stopu. Država koja se izdvaja svojom uspješnošću u navedenom je Slovenija koja uspješno kreira sami portfelj javnog duga. Na sljedećoj slici će radi lakšeg kategoriziranja duga biti prikazana struktura duga navedenih zemalja u kojoj je posebnu važnost potrebno dati ročnosti duga.

Slika 9. Struktura duga odabranih zemalja u 2010. godini

	Instrumenti i ročnost	Valutna struktura	Fiksna vs. varijabilna kamatna stopa	Domaći vs. inozemni dug	Udio sektora u dugu
Slovenija	dugoročne obveznice 88% duga, ostatak su dugoročni krediti. Kratkoročni dug jako mali;	99,8% duga denominirano je u eurima (službena valuta);	99% duga otplaćuje se uz fiksnu kamatnu stopu,	87% duga izdano je na domaćem tržištu;	središnja država 95,5% lokalna država 4,5%.
Mađarska	Dugoročni vrijednosni papiri čine 63% duga, krediti 27%, kratkoročni dug 10%;	udio duga denominiranog u stranoj valuti 44%;	65% je dug u inozemnoj valuti s fiksnom kamatnom stopom. 68% duga je u domaćoj valuti;	56% duga izdano na domaćem tržištu;	središnja država 93,9% lokalna država 5,6% fondovi socijalne sigurnosti 0,5%.
Češka	dugoročne obveznice 80% duga, a dugoročni krediti 12%;	91% duga denominirano u domaćoj valuti;	nije dostupno;	78% duga izdano je na domaćem tržištu;	središnja država 93,2% lokalna država 6,8%.
Slovačka	87% duga dugoročni vrijednosni papiri, a ostatak su uglavnom dugoročni krediti;	dug gotovo u potpunosti u eurima (službena valuta od 2009.);	89% državnih obveznica izdano s fiksnom kamatom;	dug izdan na domaćem tržištu čini 62% ukupnog duga;	središnja država 93,3% lokalna država 6,7%.
Poljska	dugoročni vrijednosni papiri 80% ukupnog duga, a dugoročni krediti 14%;	udio duga denominiranog u domaćoj valuti je 72%;	fiksnu kamatu ima 75% domaćih obveznica te 90% inozemnog duga;	dug izdan na domaćem tržištu čini 72% ukupnog duga;	središnja država 92,4% lokalna država 7% fondovi socijalne sigurnosti 0,6%.
Bugarska	dugoročne obveznice 58% duga, a dugoročni krediti 38%;	69% duga je denominirano u eurima.	udio duga s fiksnom kamatom je 77%;	inozemni dug iznosi 68% duga;	središnja država 95,6% lokalna država 4,4%.
Rumunjska	dugoročni krediti 45% duga, ostalih 55% su dužnički vrijednosni papiri (58% dugoročni, 42% kratkoročni);	u nacionalnoj valuti denominirano 45% duga, 55% u eurima;	dug izdan uz fiksnu kamatnu stopu čini 52% ukupnog duga;	68% duga je izdano na domaćem tržištu;	središnja država 92,1% lokalna država 7,9%.
Hrvatska	kratkoročni dug (trezorski zapisi) 16%, dugoročne obveznice 61%, a krediti oko 20% ukupnog duga;	dug u domaćoj valuti 29% ukupnog duga;	udio duga s fiksnom kamatom je 81%;	68% udio domaćeg duga;	središnja država 93,9%.

Izvor: Pezer, Bajo, 2012:48, na temelju podataka Eurostat-a

Zbog visine javnog duga je jasno da situacija u Mađarskoj 2010. godine nije bila idealna. Uzevši u obzir činjenicu da se Mađarska nekoliko godina prije izvješća zaduživala po iznimno nepovoljnim uvjetima situacija je bila i više nego očekivana. Najbolji je to pokazatelj koliko nepravilno vođenje državnih financija može ostaviti traga na gospodarstvu iste.

U spomenutom vremenu je u Češkoj i Slovačkoj portfelj javnog duga bio vrlo dobro strukturiran, a s obzirom na sličnost prirode politike ovih zemalja i stanje u njima možemo usko uspoređivati. Ipak, Češka je nastojala izbjeći valutni rizik izdavanjem duga u domaćoj valuti, a Slovačka je izdavala dug u eurima koji su još tada bili službena valuta.

Poljska je imala javni dug od 55,7% BDP-a, što je porast od 13,5% od 2002.godine. S obzirom da su većinu duga Poslije činile dugoročne obveznice i dug u domaćoj valuti možemo reći da je struktura duga bila stabilna ali uz prisutnu izloženost kamatnom riziku.

Današnji javni dug Bugarske iznosi oko 22%, a u 2010. godini je bio najmanji od promatranih zemalja sa 18% i projekcijom očekivanja pada. Pokazatelj je to dobro vođene unutarnje ali i vanjske politike ove specifične države koja je ipak nosila problem nedovoljno razvijenog domaćeg tržišta državnih vrijednosnica zbog čega je i došlo do malog porasta javnog duga i deset godina kasnije.

Rumunjsku je po procjenama očekivao mali porast javnog duga uvjetovan slabom strukturom sa tendencijom opasnosti od visokih rizika koji bi mogli uvjetovati i značajniji porast.

Iz analize promatranih zemalja može se zaključiti da su Rumunjska, Mađarska i Poljska najteže podnijele veliku financijsku krizu 2008. godine koja se i desetljeće nakon oslikava na brojna gospodarstva diljem svijeta, pa tako i u Europi. Iako je Bugarska zemlja sa najmanjom zabilježenom razinom duga, a takav trend će se nastaviti i u budućnosti, Sloveniju ističemo kao primjer dobrog i kvalitetnog upravljanja javnim dugom i strukturiranja istog.

Analiza strukture i visine duga upravo će poslužiti kao podloga za shvaćanje korištenja određenih strategija upravljanja javnih dugom navedenih zemalja. Važno je poseban naglasak staviti na reagiranje gospodarstva na razdoblje recesije, ali i ponašanje u trenutcima izlaska iz nje, ali i osjetljivost duga prilikom ulaska određenih zemalja u veće financijske i gospodarske unije.

6.3. Strategije upravljanja javnih dugom navedenih zemalja

Upravljanje javnim dugom je kompleksan proces i zbog toga su njegovi ciljevi u potrebi iskazati se u obliku strateških mjera koje pokazuju upravo izloženost države raznim oblicima rizika. Sve navedene zemlje su kao ključne dijelove strategije navele upravo rizike izloženosti država među kojima se izdvajaju:

a) rizik refinanciranja,
b) kamatni rizik,
c) valutni rizik

Kao primjer uspješnog upravljanja javnim dugom i gotovo savršene strukture duga očituje se Slovenija, a njezina izloženost rizicima je gotovo minimalna.

Slika 10. Strateške mete za upravljanje javnim dugom

	Rizik refinanciranja	Kamatni rizik	Valutni rizik
Slovenija (2011.)	kratkoročni dug 4,2% potrebnog zaduživanja u 2011.;	udio duga s fiksnom kamatnom stopom 99,7%;	dug u eurima 99,8% ukupnog duga
Mađarska (2011.)	trajanje duga u HUF 2.5 godina +/- 0.5godina;	udio duga s fiksnom kamatnom stopom. treba biti 61-83% za dug u domaćoj valuti, a 66% za dug u inozemnoj;	udio duga u stranoj valuti ne smije prijeći 38% (osim kredita MMF-a).
Češka R. (2011.)	kratkoročni dug maksimalno 20% ukupnog duga; prosječno vrijeme do dospijeća 5.25 - 6.25 godina;	udio duga s promjenjivom kamatnom stopom 30-40%, prosječno vrijeme fiksiranja duga 4-5 godina;	dug denominiran u stranoj valuti max 15% + 2 postotna boda.
Slovačka (2007.-2010.)	granica za dug s dospijećem u jednoj godini 22% ukupnog duga, a s dospijećem 5 godina 60% ukupnog duga;	granica fiksiranja duga u prvoj godini 25%, ukupnog duga, u 5 godina 65%;	rast udjela duga u eurima (euro 2009. postao službena valuta)
Poljska (2011.-2014.)	prosječno vrijeme do dospijeća domaćeg duga 4.5 godina;	trajanje duga 2.5- 4.0 godina;	inozemni dug 20 - 30% ukupnog duga
Bugarska (2009.-2011.)	održavanje ravnomjerne otplate duga:	porast udjela duga s fiksnom kamatnom stopom iznad 70%;	održavanje duga u domaćoj valuti i eurima iznad 75%.
Rumunjska (2011.-2013.)	očekivani dugoročni dug 40 - 50% ukupnog duga; refinanciranje do 1. godine - gornja granica 35%; refinanciranje do 5. godine - gornja granica 75%;	refiksiranje do 1. godine - gornja granica 50%. refiksiranje do 5. godine - gornja granica 85%;	udio duga u domaćoj valuti najmanje 45% ukupnog duga.

Izvor: Pezer,Bajo (2012)

„Izloženost Rumunjske rizicima je visoka zbog velikog udjela kratkoročnog duga, visoke valutne izloženosti te varijabilne kamatne stope. Mađarska se zaduživala po nepovoljnim uvjetima jer su zbog financijske krize izvori financiranja ograničeni zbog čega je država

izložena rizicima. Postavljanje takvih strateških ciljeva za Mađarsku nije idealno, ali je jedino što realno može postići s obzirom na teškoće u financiranju. Poljska, unatoč rastu javnog duga, uspijeva održati razinu rizika prihvatljivom, kao i Češka i Slovačka. Bugarska ima nisku razinu duga, ali je izložena rizicima nedovoljne razvijenosti domaćeg tržišta i ovisnosti o inozemnom financiranju. U Sloveniji i Slovačkoj (članicama Eurozone) najveći je dio duga u eurima. Njihova izloženost valutnom riziku je minimalna, a u ostalim zemljama znatno veća.“ (Pezer, Bajo, 2012:50)

Iako su državna jamstva posebna kategorija i nisu sastavni dio javnog duga, ipak su potencijalne obveze koje vrlo lako mogu postati izravni dug države i na taj način znatno opteretiti proračun. Ovaj se rizik posebno isticao upravo u razdoblju velike krize, a nužno je da služi kao odrednica prilikom kreiranja strategije.

Problem je kod državnih jamstava nastao u trenutku kada su se počele koristiti na krivi način. Naime u razdoblju krize, mnoge su države izdavale državna jamstva ne samo nefinancijskim institucijama nego i neprivatiziranim bankama. Rezultiralo je to situacijom u kojoj vlade zemalja jamče za obveze institucija bankovnog sektora čime se čine ovisnim o financijskom stanju banaka.

Slika 11. Obilježja strategija upravljanja javnim dugom

Slovenija	potrebno zaduživanje u 2011. iznosi 2,8 mlrd. eura; mogućnost prijevremenog zaduživanja kako bi se iskoristile povoljne tržišne prilike; primarni način zaduživanja izdavanje obveznica putem sindikata iz grupe primarnih dilera; samo četiri aukcije kratkoročnih instrumenata duga; mogućnost otkupa obveznica (aktivno upravljanje dugom);
Mađarska	potrebno 18 mlrd. eura bruto zaduživanja; prevladavat će zaduživanje trezorskim zapisima; mogućnost otkupa obveznica; ne planiraju se dodatna povlačenja sredstava od MMF-a;
Češka	potrebno bruto zaduživanje 9 mlrd. eura; domaće državne obveznice glavni instrument duga, mogućnost uvođenja retail obveznica; ključni strateški cilj uspostava nacionalne elektroničke platforme te sustava primarnih dilera u 2011.;
Slovačka	potrebno zaduživanje u 2011. od 8,5 mlrd. eura; zadnja izdana strategija upravljanja javnim dugom je iz 2006. (za razdoblje 2007. - 2010.); važna uloga smanjivanja državnih jamstava; u Izvještaju o dugu iz 2010. se navodi da su ispunjeni kriteriji iz Strategije;
Poljska	očekuje se povećanje javnog duga u promatranom razdoblju; veće pozornost upravljanju rizicima; koriste se derivativni instrumenti, aukcije za otkup obveznica, sustav primarnih dilera; važna uspostava likvidnog domaćeg tržišta državnih vrijednosnica;
Bugarska	održavanje niske razine javnog duga; naglasak na upravljanju rizicima; zaduživanje neće biti usmjereno financiranju proračuna (u 2008. suficit 3%), nego na konkretne investicijske projekte; nerazvijeno domaće tržište državnih vrijednosnica, ključni cilj je njegov razvoj;
Rumunjska	financijska kriza uzrokovala teške posljedice na gospodarstvo; nepovoljni uvjeti zaduživanja, loša struktura duga; nisu ostvareni ciljevi iz prethodne strategije; očekuje se oporavak u narednom razdoblju te bolje upravljanje rizicima izloženosti portfelja javnog duga;

Izvor: Izvor: Pezer,Bajo (2012)

S obzirom da je u trenutku promatranja Mađarskoj bilo potrebno dodatnih 18 milijardi eura dodatnog zaduživanja, a ista nisu planirana od strane MMF-a, lako je zaključiti da se država nalazila u problemu. Uzevši u obzir da je po strategiji plan bio zaduživati se trezorskim zapisima, što je u pravilu dugoročno neodrživo, projekcije Mađarskih financija nisu bile ohrabrujuće.

Rumunjska se nalazila također u teškoj situaciji uzrokovanoj nepovoljnim uvjetima zaduživanja i lošom strukturom duga, a Strategije prijašnjih vlada u pravilu nisu ispunjene. Češka je prema strategiji planirala razvoj domaćeg tržišta državnih vrijednosnica., a slično kao i Hrvatska u spomenutom razdoblju, Češka je namjeravala uvesti sustav primarnih dilera.

Ipak, Republika Hrvatska nije pokazala dovoljnu odlučnost u kontroli proračunskog rashoda, a potpomognuto unutardržavnom korupcijom donesene mjere vlada nisu bile dovoljno učinkovite u zaustavljanju rasta javnog duga. Iz strategija navedenih zemalja je lako zaključiti da sve zemlje ističu značaj upravljanja rizicima i strukture javnog duga.

Na primjeru ponašanja država u specifičnim situacijama i rezultatima donošenja određenih strategija možemo zaključiti da pravovremeno donošenje ispravnih strategija, i držanja plana u ispunjavanju iste, može biti spasonosno i apsolutno može kroz određeno vremensko razdoblje ojačati fiskalne kapacitete države i smanjiti njenu ovisnost o vanjskim sredstvima.

7. Zaključak

Javni dug je važan faktor financiranja proračunskih deficita suvremenih država u novije vrijeme. Zemlje u svojim Strategijama upravljanja javnim dugom moraju pravilno strukturirati portfelj kao temelj kvalitetnog upravljanja dugom ali i financijama općenito. Upravo su visoka razina javnog duga, a posebno onog stvorenog na inozemnom tržištu, pokazatelj nekvalitetne i neefikasne fiskalne politike koja rezultira visokom razinom zaduživanja. Važno je da svaka država prilagodi politiku upravljanja financija specifičnim uvjetima te države.

Promatrajući članice Europske unije, Hrvatska i dalje ima među najvećim udjelima javnog duga u BDP-u. Kako bi se nastavila tendencija smanjenja javnog duga u Rrepublici Hrvatskoj, kakva nas je pratila u posljednjim obračunskim razdobljima, nužno je poticati izvoz proizvoda temeljenih na domaćoj proizvodnji za koju je od krucijalne važnosti zapošljavanje domaćeg stanovništva. Na taj način novac u vidu troškova nastavlja kolati unutar države a stvara se dodatna vrijednost u vidu vrijdnosti izvezene robe.

Hipotezu o nužnosti zaduživanja prilikom financiranja državnog proračuna možemo odbaciti, ali s naglaskom na siutaciju da su stvoreni umjetni uvjeti u kojima je vrlo teško financirati sve državne potrebe bez zaduživanja na domaćem ili inozemnom tržištu.

Teret duga se osim u numeričkim pokazateljima znatno može očitovati i u kvaliteti života stanovništva ali i na istiskivanje privatnih investicija. Uzevši isto u obzir, buduće generacije će imati ograničen obujam vlastitog kapitala za eventualne investicije koje su temelj boljitka svake države.

Literatura

E-članci:

1. Šimović, Škrbić (2020). *Financiranje države zaduživanjem*

   Dostupno na URL: https://arhivanalitika.hr/blog/ejs-15-financiranje-drzave-zaduzivanjem/ (Pristupljeno: 17.ožujka 2020.)

2. Ministarstvo financija. (2020). *Strateško planiranje*.
   Dostupno na URL: https://mfin.gov.hr/proracun-86/stratesko-planiranje/615

   (Pristupljeno: 17.ožujka 2020.)

3. CAIRN.info. (2019). *ŠtoPublic debt and the world financial market*
   Dostupno na URL: https://www.cairn.info/revue-de-l-ofce-2019-4-page-165.htm#
   (Pristupljeno: 20. tavnja 2020.)

4. *EU excutive moves to formalize suspension of EU budget rules*

   Dostupno na URL:https://www.reuters.com/article/us-health-coronavirus-eu-fiscal/eu-executive-moves-to-formalize-suspension-of-eu-budget-rules-idUSKBN2180DR
   (Pristupljeno: 25. ožujka 2020.)

5. Financijski klub (2018). *Komentar na strategiju upravljanja javnim dugom 2017.-2019.*
   Dostupno na URL:http://finance.hr/komentar-na-strategiju-upravljanja-javnim-dugom-2017-2019/
   (Pristupljeno: 16. travnja 2020.)

Knjige:

1. Čulo, I., Srb, V. (2005). *Javno financiranje i monetarna ekonomija.* Požega: Geno d.o.o.
2. Bajo, A., Primorac, M., Badurina, A., (2011). *Osnove upravljanja javnim dugom,* Zagreb: Institut za javne financije
3. Pezer, I., Bajo, A. (2012). *Strategije i ciljevi upravljanja javnim dugom*. Zagreb
4. Jelčić, B. (2001). *Javne financije*. Zagreb: RRIF
5. Jelčić, B., Jelčić, B. (1998). *Porezni sustav i porezna politika*. Zagreb: Informator
6. Kuliš, D. (2007). *Javne financije u Hrvatskoj (treće, promijenjeno izdanje)*. Zagreb: Institut za javne financije
7. Marić, Z. (2019). *Strategije upravljanja javnim dugom*. Zagreb: Ministarstvo financija
8. Rosen, H., Gayer, T. (2010). *Javne financije (osmo izdanje).* Zagreb: Institut za javne financije
9. Švaljek, S., (2007). *Javni dug*. Zagreb
10. Tadin, H., (2012). *Europska Unija – Unutarnje tržište i propisi.* Zagreb: Hita d.o.o.
11. Bowles, S., Edwards, R., (2017). Razumijevanje kapitalizma, Zagreb: Školska knjiga d.d.
12. Filipović, I., Anđelinović, M., Filipović, M. (2017). *Platni promet.* Zagreb: Pearson
13. Kolačević, S. I Hreljac, B. (2010). *Upravljanje javnim dugom*. Zagreb: Hrvatsko društvo ekonomista
14. Šimurina, N., Šimović, H., Mihelja Ţaja, M., Primorac, M. (2012), *Javne financije u Hrvatskoj*. Zagreb: Ekonomski fakultet u Zagrebu

Stručni radovi:

1. Bajo, A., Pezer, I. (2012). Strategije i ciljevi upravljanja javnim dugom. UDK 336.2. Dostupno na: https://www.researchgate.net/publication/280224858_Strategije_i_ciljevi_upravljanja_javnim_dugom
2. Karačić, D., Raić, M., Dernaj, B. (2015). The concept of public debt management strategy of the Republic of Croatia. UDK:336.27(497.5) Ekonomski vijesnik. Dostupno na: https://hrcak.srce.hr/ojs/index.php/ekonomski-vjesnik/article/view/3711
3. Bubaš, Z., Babić, A., Bajo, A., Švaljek, S. (2000) Javni dug u Republici Hrvatskoj. Zagreb: Institut za javne financije. Dostupno na: http://www.ijf.hr/istrazivanja/javni-dug.htm
4. Švaljek, S., Bakarić, I, Sumpor, I., (2019) *Građani i grad*, Zagreb: Ekonomski institut Dostupno na: https://www.bib.irb.hr/1049469

Ostalo:

1. Nastavni materijali iz kolegija: Upravljanje javnim dugom . Osijek: Sveučilište J.J. Strossmayera u Osijeku, Ekonomski fakultet

Popis slika:

Slika 1. Struktura javnog duga Hrvatske prema instrumentima 8
Slika 2. Prikaz fazi nastanka javnog duga 14
Slika 3. Odnos plaća i mirovina u zreloj fazi 17
Slika 4. Unutarnji i vanjski dug RH u postotcima 19
Slika 5. Održivost duga društava u cestovnom sektoru prije refinanciranja 36
Slika 6. Održivost duga društava u cestovnom sektoru nakon refinanciranja 36
Slika 7. Kalendar izdavanja trezorskih zapisa u 2019. godini 39
Slika 8. Javni dug odabranih zemalja u 2010. (%BDP-a) 41
Slika 9. Struktura duga odabranih zemalja u 2010. godini 42
Slika 10. Strateške mete za upravljanje javnim dugom 44
Slika 11. Obilježja strategija upravljanja javnim dugom 45

Popis Tablica:

Tablica 1. Budžetski deficit pojedinih zemalja članica Europske ekonomske zajednice (Europske unije) 5
Tablica 2. Zaduženje pojedinih zemalja članica Europske ekonomske zajednice (Europske unije)..... 5
Tablica 3. Državni dug prema vrsti instrumenata 20
Tablica 4. Ciljevi strategija upravljanja javnim dugom 28
Tablica 5. Planirani i ostvareni ciljevi Strategije upravljanja javnim dugom od 2006. do 2009. 29

Popis grafikona:

Grafikon 1. Struktura trezorskih zapisa na dan 31. prosinca 2017. 22
Grafikon 2. Krivulja prinosa domaćih obveznica 23
Grafikon 3. Krivulja prinosa inozemnih obveznica 23
Grafikon 4. Valutna struktura državnog duga u 2016. godini 24
Grafikon 5. Struktura državnog duga prema vrsti kamate 25
Grafikon 6. Dospijeće dugoročnog državnog duga u razdoblju 2017. - 2027. 26
Grafikon 7. Kretanje javnog duga 2012. - 2019. 32
Grafikon 8. Kretanje manjka proračuna opće države 33