

# ODRŽIVOST JAVNOG DUGA REPUBLIKE HRVATSKE

---

**Gulić, Ana**

**Undergraduate thesis / Završni rad**

**2018**

*Degree Grantor / Ustanova koja je dodijelila akademski / stručni stupanj:* **University of Split, Faculty of economics Split / Sveučilište u Splitu, Ekonomski fakultet**

*Permanent link / Trajna poveznica:* <https://um.nsk.hr/um:nbn:hr:124:368219>

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

*Download date / Datum preuzimanja:* **2024-09-26**

*Repository / Repozitorij:*

[REFST - Repository of Economics faculty in Split](#)



UNIVERSITY OF SPLIT



**SVEUČILIŠTE U SPLITU**

**EKONOMSKI FAKULTET**

**ZAVRŠNI RAD**

**ODRŽIVOST JAVNOG DUGA REPUBLIKE  
HRVATSKE**

**Mentor:**  
**Doc.dr.sc. Burnać Paško**

**Student:**  
**Ana Gulić**  
**Broj indexa: 4155629**

**Split, 2018. Godina**

# SADRŽAJ

1. UVOD .....	1
1.1. Predmet rada .....	1
1.2. Problem rada.....	1
1.3. Ciljevi rada .....	1
1.4. Metode rada .....	1
1.5 Struktura rada .....	2
2. DEFINIRANJE JAVNOG DUGA .....	3
2.1. Pojmovno određenje javnog duga .....	3
2.2. Klasifikacija javnog duga .....	5
2.3. Ekonomske teorije o posljedicama javnog duga .....	6
2.4. Utjecaj javnog duga na gospodarski razvoj .....	8
3. KRETANJE I STRUKTURA JAVNOG DUGA U RH.....	12
3.1. Faze nastanka javnog duga u RH .....	12
3.1.1. Rana faza nastanka javnog duga .....	12
3.1.2. Zrela faza zaduživanja države.....	13
3.1.3. Faza konsolidacije javnog duga .....	14
3.2. Kretanje javnog duga RH .....	15
3.2.1. Javni dug u razdoblju 2005. – 2010. godine .....	15
3.2.2. Struktura državnog duga u razdoblju od 2005. do 2010. godine .....	17
3.2.3. Struktura državnog duga u razdoblju od 2011. do 2016. godine .....	20
3.2.4. Trenutno stanje javnog duga RH .....	23
3.3. Stanje javnog duga RH u odnosu na druge zemlje.....	25
4. UPRAVLJANJE I ODRŽIVOST JAVNOG DUGA RH.....	27
4.1. Faze razvoja upravljanja javnim dugom.....	27
4.1.1. Faza netržišnog zaduživanja države.....	27

4.1.2. Faza prelaska na tržišno orijentiran sustav zaduživanja države.....	27
4.1.3. Faza upravljanja državnom imovinom i obvezama .....	28
4.1.4 Faza pružanja usluga riznice uz upravljanje državnom imovinom i obvezama .....	28
4.2. Institucionalni okvir i ciljevi upravljanja javnim dugom .....	29
4.3 Održivost javnog duga.....	31
4.3.1. Pokazatelji stabilnosti javnog duga.....	33
4.4. Strategija upravljanja javnim dugom za razdoblje 2017. – 2019. ....	34
5. ZAKLJUČAK .....	40
LITERATURA.....	42
LINKOVI .....	42
POPIS GRAFIKONA .....	43
POPIS TABLICA.....	43

# **1. UVOD**

## **1.1. Predmet rada**

Predmet rada je prikazati i analizirati javni dug Republike Hrvatske, njegove ciljeve, nastanak te se pronalaze odgovori kako kontrolirati javni dug i kako njime upravljati.

Javni dug je područje u kojem se isprepleću odluke iz prošlosti i sadašnjosti, te se determiniraju odluke u budućnosti, stoga je potrebno strateško promišljanje i dugoročno planiranje.

## **1.2. Problem rada**

U ovom radu pruža se uvid problematike javnog duga na primjeru stanja u RH, te se daje uvid u moguća rješenja za suzbijanje javnog duga. Problematika javnog duga u Hrvatskoj nameće se kao jedna od glavnih problema makroekonomske politike. Dosegnuta razina javnog duga, kao i dinamika kojom on raste poprimili su zabrinjavajuće razmjere stoga je važno pronaći moguća rješenja kako bi se zaustavili nepovoljni trendovi koji usporavaju gospodarski razvoj. Kako bi se pronašla rješenja potrebno je prikazati javni dug, trendove njegovog nastajanja te moguće metode i strategije njegova rješavanja.

## **1.3. Ciljevi rada**

Cilj rada je analizirati stanje i dinamiku javnog duga Republike Hrvatske u odnosu na ostale zemlje, procijeniti održivost takvog stanja, te ponuditi neke mogućnosti za smanjenje javnog duga.

## **1.4. Metode rada**

Prilikom izrade ovog rada korištene su sljedeće metode: metoda analize, metoda sinteze, metoda dedukcije, metoda generalizacije, statističke metode te metoda deskripcije.

Metoda analize predstavlja raščlanjivanje, odnosno postupak putem kojeg se neka cjelina rastavlja na sastavne dijelove. Postoje dvije vrste analize, a to su deskriptivna (opisivanje elemenata neke cjeline) i eksplikativna (objašnjavanje određene cjeline prema njezinim dijelovima). Analiza se najčešće koristi u fazi proučavanja nekog problema.

Metoda sinteze se odnosi na spajanje, odnosno sastavljanje jednostavnijih misli u složenu cjelinu. Kao i kod metode analize i metoda sinteze može biti deskriptivna i eksplikativna. Sinteza se najčešće koristi u fazi sumiranja rezultata.

Dedukcija je logička metoda zaključivanja koja vrijedi samo kada je utemeljena na znanstvenim činjenicama. Glavni cilj metode dedukcije je otkriti i dokazati istinu.

Metoda generalizacije je misaoni postupak kojim se od jednog posebnog pojma dolazi do općeg. Da bi zaključci doneseni generalizacijom bili realni trebaju imati oslonac u stvarnosti.

Statistička metoda može se nazvati i općom metodom, jer su istraživanja u svim znanstvenim područjima praktički nezamisliva bez primjene te metode. Takva metoda sastoji se od prikupljanja, uređivanja, analiziranja i objašnjavanja brojčanih podataka o različitim pojavama u društvu.

Metoda deskripcije predstavlja postupak jednostavnog opisivanja procesa u društvu, te njihovih empirijskih potvrđivanja. Takva metoda primjenjuje se samo u početnoj fazi znanstvenog istraživanja.

## **1.5 Struktura rada**

Prvi dio rada sastoji se od uvoda u kojem se nalaze predmet rada, definiranje problema, ciljevi rada te metode istraživanja koje su korištene u izradi rada. Drugi dio rada detaljno definira pojam javnog duga. Treći dio prati kretanje i strukturu javnog duga RH, dok se u četvrtom dijelu rada objašnjava upravljanje kao i održivost javnog duga u Republici Hrvatskoj. Zadnji, odnosno peti dio rada sadrži zaključak do kojeg je dovelo istraživanje.

## 2. DEFINIRANJE JAVNOG DUGA

### 2.1. Pojmovno određenje javnog duga

Gomilanje javnog duga promatra se kao opasnost za makroekonomsku stabilnost, te u mnogim zemljama izaziva bojazan od dužničke krize i kraha države. Međutim, javni dug ima prednosti nad porezima stoga se države nerijetko upuštaju u zaduživanje. Javni dug u sebi sadrži elemente javnih prihoda i javnih rashoda. U trenutku zaključenja zajma, javni dug predstavlja prihod države, a u trenutku dospijeca on predstavlja rashod države.

Posljednjih godina problematika javnog duga postaje jedna od središnjih tema makroekonomske politike, budući da je upravo javni dug jedan od ključnih razloga prekomjernog proračunskog manjka. Ugovorom iz Maastrichta (1992.) dogovoreno je da javni dug ne smije premašiti 60% BDP-a ukoliko države žele uvesti euro kao svoju valutu. Budući da Vlada RH za cilj ima uvođenje eura 2022./2023. godine, prekoračenje javnog duga nameće se kao značajna prepreka. Olakotna okolnost je dozvoljavanje usvajanja eura zemljama kod kojih je uočljiv trend smanjivanja javnog duga.

Javni dug možemo definirati kao akumulirana pozajmljena novčana sredstva države, odnosno sumu svih potraživanja koja prema javnom sektoru imaju njegovi vjerovnici u određenom trenutku. Ono što se financira zaduživanjem su akumulirani proračunski deficiti. Deficit nije ništa drugo nego višak proračunskih rashoda nad prihodima tijekom određenog vremenskog razdoblja. Neovisno o obuhvatu države te prihodima i rashodima iz kojih se računa, deficit je u konačnici obična razlika, tj. ostatak. Stoga se utjecaj deficita i javnog duga na gospodarstvo i njihovo međudjelovanje s drugim ekonomskim veličinama nužno moraju u promatrati u kontekstu konkretne fiskalne politike.<sup>1</sup>

Iznosi koje je država pozajmljivala kako bi financirala prošle deficite čine javni dug. Javni dug i deficit nemaju isto značenje premda se često koristi pojam dug iako se misli na deficit. Važno je napomenuti da je javni dug varijabla stanja dok se proračunski deficit smatra varijablom tijeka. Ako su državni rashodi veći od državnih prihoda, proračun se

---

<sup>1</sup> <http://www.ijf.hr/hr/istrazivanja/dovr-353-ena-istrazivanja/540/1995-2000/javni-dug-u-republici-hrvatskoj/209/>

nalazi u deficitu. Deficit se financira pozajmljivanjem te povećava dug i samo ga suficit može smanjiti.

Izvori financiranja deficita su: zaduživanje kod Središnje banke, prodaja državne imovine, zaduživanje na domaćem financijskom tržištu te zaduživanja u inozemstvu. Država financira javni dug, odnosno vraća glavnice i pripadajuće kamate na način da izdaje obveznice, povećava poreze ili prodaje svoju imovinu.

Najčešći razlozi za zaduživanje država su: financiranje kapitalnih projekata, otplata postojećih dugova, provedbe mjera stabilizacijske politike i uravnotežnja poreznog opterećenja.

Javni dug spada pod nefiskalne prihode države, te nastaje na dogovoru države i zajmodavca. Može biti prisilni ili dobrovoljni državni kredit, i ekonomski subjekt ga mora upisati pod određenim uvjetima koje određuje država. Država se obvezuje da će pod određenim uvjetima vratiti kredit. Državnim kreditom nastaje javni dug koji država mora pokriti tekućim prihodima u okviru poreznog sustava. Granice zaduženja se određuju s obzirom na nacionalni dohodak, proračunske dohotke, fiskalno opterećenje, ekonomsku politiku države, financijsku stabilnost, itd.<sup>2</sup>

Prema zakonodavnom okviru, zaduživanje i upravljanje javnim dugom propisano je:<sup>3</sup>

- Zakonom o proračunu (NN 87/08)
- godišnjim zakonima o izvršavanju proračuna
- smjernicama ekonomske i fiskalne politike
- definirane su ovlasti zaduživanja, uzimanja zajmova i izdavanja vrijednosnica, investiranja, kao i poduzimanja drugih aktivnosti i financijskih obveza u ime i za račun države
- nema Zakona o javnom dugu

---

<sup>2</sup> Reić, Z., Mihaljević-Kosor, M. (2011.) Ekonomija, Split, str. 266.

<sup>3</sup> Andabak-Badurina, A., Bajo, A., Primorac, M. (2011.) Osnove upravljanja javnim dugom



## 2.2. Klasifikacija javnog duga

Javni dug se može klasificirati, odnosno promatrati putem više kriterija, ali u praksi se koristi sljedećih šest kriterija :<sup>4</sup>

1. institucionalni obuhvat
2. podrijetlo (rezidentnost vjerovnika)
3. ročna struktura
4. valutna struktura
5. struktura kamatnih stopa
6. utrživost instrumenata javnog duga

Prema kriteriju institucionalnog obuhvata postoje državni i javni dug.

Državni dug (dug središnje države) predstavlja iznos ugovorne obveze države za posuđena sredstva . U državni dug spada dug središnjeg proračuna tj. državnog proračuna i izvanproračunskih korisnika. Javni dug (dug opće države) je širi pojam koji uključuje državni dug koji jamči Vlada, a ponekad i dug poduzeća koja su u vlasništvu države. U javni dug spada dug središnjeg proračuna, proračuna lokalnih jedinica vlasti i izvanproračunskih korisnika.

Drugi kriterij je kriterij podrijetla, a dijeli se na vanjski i unutarnji dug.

Kao kriterij razlikovanja vanjskog od unutarnjeg duga koristi se tržište nastanka duga.

Vanjski dug obuhvaća isključivo izravna inozemna zaduženja, dok neizravno inozemno zaduženje nastaje prijenosom potraživanja domaćeg vjerovnika na vjerovnika u inozemstvu. Unutarnji dug obuhvaća izravne obveze države prema vjerovnicima i rezidentima određene države.

Treći kriterij klasifikacije javnog duga je kriterij prema ročnoj strukturi. Postoje kratkoročni, srednjoročni i dugoročni dug. Kratkoročnim dugom se smatra dug sa dospeljećem do godine dana, srednjoročnim dugom onaj sa rokom dospeljeca od jedne do deset godina, a dugoročni dug je dug sa dospeljećem dužim od deset godina. Klasifikacija duga prema ročnosti bitna je ne samo zbog ujednačavanja vremenskog razdoblja tereta otplate duga, već i zbog izgradnje referentne krivulje prinosa na državne vrijednosnice.

Prema kriteriju valutne strukture javni dug može biti denominiran u domaćoj i inozemnoj

---

<sup>4</sup> Andabaka-Badurina, A., Bajo, A., Primorac, M. (2011.) Osnove upravljanja javnim dugom

valuti. Izdavanje duga u domaćoj valuti podržava izgradnju domaće referentne krivulje prinosa, te je zbog toga poželjnije zaduživanje u domaćoj valuti od zaduživanja u inozemstvu. Također, izdavanje duga u inozemnoj valuti povezuje se s rizikom promjene tečaja inozemne valute što je dodatna demotivacija za inozemno zaduživanje.

Prema petom kriteriju, odnosno kriteriju strukture kamatnih stopa postoji dug sa varijabilnom i dug sa fiksnom kamatnom stopom. Osnovna kamatna stopa je vezana uz neku od referentnih kamatnih stopa na međunarodnom tržištu ili uz stopu inflacije. Varijabilna kamatna stopa najčešće se određuje uz fiksnu premiju na jednu od referentnih kamatnih stopa.

Zadnji, šesti kriterij je kriterij utrživosti instrumenata. Prema tom kriteriju javni dug može biti utrživ i neutrživ. Utrživi javni dug obuhvaća instrumente duga s kojima se može trgovati na financijskom tržištu, te se takvim instrumentima smatraju državne vrijednosnice. Sa utrživim dugom se otvoreno trguje na tržištima kapitala. Neutrživi javni dug obuhvaća instrumente koji se drže do dospelja, primjerice zaduživanje kreditima, te se takvim dugom ne trguje. Također, postoje utrživi dug u inozemnom vlasništvu i utrživi dug u inozemnoj valuti.

### **2.3. Ekonomske teorije o posljedicama javnog duga**

Različite vrste ekonomskih teorija kroz povijest su s različitih stajališta promatrale javni dug. Prema uvjerenjima klasičnih ekonomista, nema bitne razlike između zaduživanja države i zaduživanja privatnih osoba. Javni dug smatraju opravdanim samo u slučaju izuzetnih i kratkoročnih potreba za javnom potrošnjom. Suvremeni ekonomisti nemaju tako jedinstven stav o javnom dugu. Neujednačenost stavova proizlazi iz različitog odabira pretpostavki na kojima se temelje modeli različitih škola. Škole koje proučavaju utjecaj i posljedice javnog duga na gospodarski razvoj su: Neoklasična, Keynesijanska i Rikardijanska škola.<sup>5</sup>

#### **1. Neoklasična škola**

Neoklasičnu školu karakterizira pretpostavka da ljudi imaju ograničene životne vjekove, te da planiraju potrošnju za životnog ciklusa. Također, pretpostavljaju da se generacije preklapaju, te da u svim periodima postoji ravnoteža na tržištu. Životnu potrošnju povećavaju budžetski deficiti tako što se porezi prenose na nadolazeće generacije. Povećana potrošnja podrazumijeva smanjenu štednju kada su ekonomski resursi iskorišteni. Kako bi tržište došlo

---

<sup>5</sup> Bernheim, BD. (1989.) A Neoclassical Perspective on Budget Deficits

u ravnotežu kamatna stopa mora rasti. Na taj način dugoročni deficiti smanjuju privatnu akumulaciju kapitala što dovodi do pogubnih posljedica za gospodarski rast.

## 2. Keynesijanska škola

Za razliku od neoklasične škola, keynesijanska se zasniva na pretpostavkama da velik dio populacije ne planira potrošnju u svom životnom ciklusu ili da ima ograničenu likvidnost. Takve osobe imaju visoku sklonost potrosnji iz raspoloživog dohotka, te iz toga proizlazi da smanjenje poreza ima kvantitativno značajan utjecaj na agregatnu potražnju. U keynesijanskoj teoriji dozvoljeno je da neki ekonomski resursi budu nezaposleni. U početku podzaposlenosti nacionalni dohodak raste te aktivira nove učinke putem multiplikatora. S obzirom da deficiti potiču potrošnju, štednja i akumulacija kapitala nisu nužno destimulirane, stoga pravovremeni deficiti imaju povoljan učinak na blagostanje. Međutim, stimulacija agregatne potražnje uzrokovana deficitom može imati negativne posljedice. Primjerice, u situaciji pune zaposlenosti i fiksne ponude novca, povećana potražnja za novcem uzrokuje porast kamatnih stopa i pad investicija. Prema keynesijancima, učinak deficita ovisit će o gospodarskoj situaciji.

## 3. Rikardijanska škola

Rikardijanska teorija polazi od pretpostavke o neutralnosti duga te se temelji na sljedećim pretpostavkama:

1. vremenski horizont poreznih obveza je beskonačan
2. potrošači su racionalni i dalekovidni
3. tržišta kapitala su ili savršena ili na njima postoji specifična greška
4. porezi su paušalni
5. deficiti ne mogu stvarati vrijednost
6. javna potrošnja ne može se beskonačno financirati zaduživanjem

Budući da je potrošnja funkcija resursa poreznih obveznika i njihovih potomaka, deficiti odgađaju plaćanje poreza te se prenose na buduće generacije. Dok je diskontirana sadašnja vrijednost poreza i javnih izdataka izjednačena, deficit resurse poreznih obveza ostavlja nepromijenjen, dakle potrošnja se ne mijenja pod utjecajem promjene poreza. To znači da politika zaduživanja nema nikakav utjecaj na gospodarsku aktivnost.

### 2.3. Utjecaj javnog duga na gospodarski razvoj

Javni dug kao instrument ekonomske politike ima fiskalnu i monetarnu funkciju. Fiskalna funkcija duga predstavlja financiranje stvorenog proračunskog deficita, dok monetarna funkcija ovisi o načinu zaduživanja. Ovisno o tome radili se o zaduživanju u domaćoj ili stranoj valuti, ili o zaduživanju u financijskom ili nefinancijskom sektoru, javni dug direktno utječe na monetarno-kreditne agregate u zemlji, količinu novca u opticaju i vrijednost nacionalne valute.

Najvažnije funkcije monetarne politike su operacije na otvorenom tržištu, te se njima služe središnje banke razvijenih zemalja pri reguliranju količine novca na tržištu. Intenzitet takvih operacija u pojedinim ekonomijama ovisi o stupnju razvijenosti financijskog tržišta određene zemlje.<sup>6</sup>

Javni dug, posebice njegova domaća komponenta i tržište državnih vrijednosnica bitan su instrument gospodarske i financijske politike zbog velikog utjecaja na kretanje i stabilnost gospodarstva. Ako središnja banka koristi državne vrijednosnice u okviru operacija na otvorenom tržištu, ona je u mogućnosti provoditi monetarnu politiku bez radikalnih ekspanzivnih ili restriktivnih mjera. U slučaju da dođe do povećane količine novca koja cirkulira gospodarstvom, Ministarstvo financija može emitirati domaće državne obveznice i na taj način povući višak novčanih sredstava za opticaj te spriječiti rast inflacije. Upravo na segmentu javnog duga najbolje se vidi veza između monetarne i fiskalne politike.<sup>7</sup>

U kratkom roku, javni dug je dobar način da zemlje dobiju dodatna sredstva za ulaganje u njihov gospodarski rast. Javni dug je tako siguran način da stranci investiraju u rast zemlje kupnjom državnih obveznica. To je mnogo sigurnije od izravnih inozemnih ulaganja.

Kada se pravilno koristi, javni dug poboljšava životni standard u nekoj zemlji iz razloga što dopušta vladi izgradnju nove infrastrukture, poboljšanje obrazovanja i osposobljavanja za rad i pružanje mirovina. Tako potiče građane da sada potroše više, umjesto da štede za umirovljenje, što dodatno pojačava gospodarski rast. Javni dug tako dopušta vladi da troši

---

<sup>6</sup> Perišin, I., Šokman, A., Lovrinović, I. (2001.) Monetarna politika, Pula, str.280.

<sup>7</sup> Perišin, I., Šokman, A., Lovrinović, I. (2001.) Monetarna politika, Pula, str. 281.

novac kada to treba, a ne samo kada se naplaćuju porezi. To stvara međusobne veze između vlade i njezinih građana.

S druge strane, vlade imaju tendenciju preuzimanja prevelikog duga zbog koristi koje to uzrokuje kod birača. Stoga investitori obično mjere razinu rizika uspoređujući javni dug s ukupnom gospodarskom proizvodnjom zemlje, poznatom kao bruto domaći proizvod.

Omjer duga u BDP-u daje naznake koliko vjerovatno zemlja može otplatiti dug. Ulagачi se obično ne brinu sve dok omjer javnog duga i BDP-a ne dostigne kritičnu razinu. Što je omjer duga i BDP-a veći, to je i vjerojatnost za katastrofalnu dinamiku duga veća. Tada investitori obično zahtijevaju višu kamatnu stopu. Povećanje kamata koje država mora plaćati na svoj dug može dovesti do toga da izgubi kontrolu nad svojim proračunom, te urozkovati porast duga na takvu razinu pri kojoj neće biti u stanju otplaćivati dug. Kada se kamatne stope povećaju, zemlja postaje skuplja za refinanciranje postojećeg duga. S vremenom, sve više prihoda mora ići prema otplati duga, a manje prema vladinim službama.

Kada su omjeri javnog duga i BDP-a jako visoki gotovo se redovito pojavljuje alternativno rješenje, a to je odbijanje plaćanja javnog duga. Time se omogućuje smanjenje poreza i smanjenje posljedičnih iskrivljenja. Smanjuje se rizik stvaranja zlokobnog kruga. Ako država pak iznevjeri obećanja i odbije platiti svoj dug, dugo će imati poteškoća pokuša li se ponovo zadužiti, a financijska tržišta će to zapamtiti i oklijevati novu posudbu.

Jedna od najozbiljnijih posljedica velikog javnog duga je premještanje kapitala iz nacionalnih zaliha privatnog bogatstva što rezultira usporavanjem gospodarskog rasta i smanjenjem budućeg životnog standarda. Javni dug tako ima sljedeći učinak: ljudi će akumulirati državni dug umjesto privatnog kapitala, a privatni kapital u zemlji bit će zamjenjen državnim dugom.

Rizik prekomjernog javnog duga može se očitovati na dva načina.

Prvi način je rizik usporavanja gospodarskog rasta, a drugi način je rizik fiskalne krize koja se često naziva bankrot države. Prvo nastupa usporavanje gospodarskog rasta koje izaziva recesiju, te nakon toga država eventualno može završiti u fiskalnoj krizi.

Ekonomski istraživanja pokazuju da javni dug, nakon što prijeđe određeni prag u % BDP-a, negativno utječe na ekonomski rast. Starija istraživanja pokazuju da razvijene zemlje mogu podnijeti više razine omjera javnog BDP-a, čak i do 90%, bez negativnog učinka, dok se kod

zemalja u razvoju negativni učinci pojavljuju već na nižim razinama javnog duga (40% - 60%). Moderna istraživanja temelje se na složenim modelima koja u obzir uzimaju povratne sprege i nelinearne učinke. Prema rezultatima takvih istraživanja zaključeno je da se Hrvatska već dulji vremenski period nalazi u zoni u kojoj javni dug ima negativan utjecaj na gospodarski rast.<sup>8</sup>

Glavni kanali koji dovode do negativnog učinka javnog duga na gospodarski rast su:<sup>9</sup>

1. istiskivanje privatnih investicija
2. istiskivanje izvoza
3. porast udjela izdataka za kamate u ukupnoj državnoj potrošnji
4. servisiranje duga koje umanjuje šanse za rast
5. financijska nestabilnost

#### 1. Istiskivanje privatnih investicija

Zaduživanjem države povećava se ukupna potražnja gospodarstva za kreditima. To može uzrokovati porast kamatnih stopa na tržištu kapitala, a porast kamatnih stopa obeshrabriti posuđivanje privatnih investitora. Zbog očekivanja viših poreza radi pokrića rastućeg duga, investitori mogu odustati od investicija, posebice onih dugoročnih. Smanjenje investicija uzrokuje usporavanje porasta količine kapitala u gospodarstvu, a količina kapitala uvelike određuje proizvodni kapacitet zemlje. Nadalje, smanjenje investicija može nepovoljno utjecati i na odluke o zapošljavanju, što također u dugom roku može nepovoljno djelovati na gospodarski rast.

#### 2. Istiskivanje izvoza

Javni dug, može uzrokovati i istiskivanje neto izvoza. Porast kamatnih stopa, koji nastaje kao posljedica deficita, privlači strane investitore. Stoga, stranim investitorima porasta potražnja za domaćom valutom. Ukoliko je devizni tečaj fleksibilan, porast potražnje uzrokuje aprecijaciju domaće valute, a time i trgovinski deficit. Jednom kada država postane neto uvoznik dobara, ona ujedno postaje i neto izvoznikom imovine. Drugim riječima, povećava se udio stranaca u vlasništvu nad domaćom imovinom.

---

<sup>8</sup> <http://www.manjiporezi.hr/javni-dug-i-ekonomski-razvoj-gdje-pocinje-problem/>

<sup>9</sup> Švaljek, S. (1999.) Utjecaj fiskalnog deficita i javnog duga na gospodarski rast, <http://hrcak.srce.hr/19376>

### 3. Porast udjela izdataka za kamate u ukupnoj državnoj potrošnji

Rastući udio javnog duga u BDP-u vjerojatno dovodi do porasta rashoda države za plaćanje kamata. Financiranje otplate duga novim zaduživanjem može dovesti do eksplozije duga i krize solventnosti države. Ukoliko se dug namjerava financirati smanjenjem ostalih izdataka, država će prvo posegnuti za kapitalnim izdacima koji u strukturi državnih izdataka najpozitivnije djeluju na rast.

### 4. Servisiranje duga koje umanjuje šanse za rast

Potreba za financiranjem javnog duga smanjuje raspoložive resurse te vodi gospodarstvo u krizu. Servisiranje javnog duga smanjuje štednju, investicije a time i gospodarski rast.

### 5. Financijska nestabilnost

Visok i rastući javni dug uvijek sa sobom donosi financijsku nestabilnost. Uzrok financijske nestabilnosti mogu biti porast novčane mase ili porast kamatne stope, promjena psihološkog odnosa gospodarskih subjekata prema tržištima novca i kapitala, i osjetljivost domaće financijske stabilnosti na promjene kamatnih stopa na međunarodnim tržištima kapitala.

### **3. KRETANJE I STRUKTURA JAVNOG DUGA U RH**

#### **3.1. Faze nastanka javnog duga u RH**

Od osamostaljenja Hrvatske 1991. godine kretanje visine i strukture javnog duga može se podijeliti u tri razdoblja. Prvo razdoblje od 1991. do 1996. rana je faza nastanka javnog duga, druga faza trajala je od od 1997. godine do 2003. godine i to je zrela faza akumuliranja javnog duga, dok 2004. godine počinje razdoblje suzbijanja daljnjeg rasta javnog duga, odnosno faza konsolidacije javnog duga.<sup>10</sup>

##### ***3.1.1. Rana faza nastanka javnog duga***

Nakon osamostaljenja i priznavanja Hrvatske kao samostalne države, započelo je razdoblje u kojem je Hrvatska morala od bivše SFRJ preuzeti dio obveza prema stranim vjerovnicima. 1993. godine, Hrvatska je od Svjetske banke preuzela dugove bivše SFRJ u ukupnom iznosu od otprilike 135 milijuna USD. Sporazumom s državama članicama tzv. Pariškog kluba, 1995. godine, Hrvatska je preuzela dio dugova SFRJ, a isto je učinila i s poslovnim bankama Londonskog kluba. Dugovi prema Londonskom i Pariškom klubu, koje je Hrvatska naslijedila od SFRJ, ukupno su iznosili više od 2,5 milijardi USD.

Osim dugova prema inozemnim vjerovnicima, Hrvatska je od SFRJ naslijedila i problem devizne štednje. Narodna banka Jugoslavije 1991. godine isključila je HNB iz monetarnog sustava Jugoslavije, prekinula sve veze s hrvatskim poslovnim bankama te prisvojila potraživanja poslovnih banaka po osnovi redeponirane štednje. Nakon toga Hrvatska je deviznu štednju, koja je za velik broj građana bila životna ušteđevina, priznala kao javni dug koji je po toj staroj deviznoj štednji iznosio više od 5 milijardi njemačkih maraka (otprilike današnjih 2,5 milijardi eura).

Kako bi financirala otplatu duga, država je tijekom 1993. i 1994. izdala nekoliko serija državnih obveznica. Javni dug koji je nastao u periodu od 1991. do 1996. godine bio je najvećim dijelom domaći dug. Budući da je Hrvatska u tom periodu prolazila kroz politički i gospodarski vrlo nestabilno razdoblje i javni dug je bio povezan sa specifičnim potrebama

---

<sup>10</sup> Švaljek, S: Javni dug, <http://www.ijf.hr/rosen/rosenic/dug.pdf>



države. Primjerice, 1992. i 1993. izdane su tri emisije tzv. obveznica za obnovu, kako bi se financirala obnova ratom uništene kulturne baštine i gospodarskih kapaciteta.

Kombinacija rata i tranzicije razorno je djelovala na poslovanje gospodarskih subjekata, te su banke i poduzeća već polovicom 1990-tih bilježile velike gubitke. Kako bi izbjegla slom bankarskog, ali i općeg gospodarskog sustava država je odlučila izdati nekoliko serija tzv. velikih obveznica i obveznica za sanaciju banaka. Završetak rane faze akumulacije javnog duga obilježile su prve emisije trezorskih zapisa krajem 1996. godine te prvo zaduživanje na inozemnom tržištu preko sindiciranog zajma Hrvatske i 28 banaka. U ovoj fazi deficit opće države prosječno je iznosi 0,7% BDP-a. Prosječna visina duga iznosila je 23,3% BDP-a, te je rasla po prosječnoj graničnoj stopi od gotovo 30%.

### ***3.1.2. Zrela faza zaduživanja države***

U zreloj fazi država je izdavala bitno manje državnih obveznica za specifične i izvanredne obveze. Međutim, u tom periodu državna potrošnja je rasla i uzrokovala sve veće proračunske deficite koji su doveli do potrebe za različitim oblicima zaduživanja u zemlji i inozemstvu.

Uvedeno je redovito kratkoročno zaduživanje na domaćem tržištu izdavanjem trezorskih zapisa. Trezorski zapisi u početku su imali dospjeće od 42 i 91 dan, a sredinom 1997. dospjeće trezorskih zapisa bilo je 182 dana. U drugoj polovici 2002. prestalo je izdavanje trezorskih zapisa s rokom od 42 dana, te je počelo izdavanje trezorskih zapisa s dospjećem od 364 dana, a rok dospjeća je povećan kako bi se smanjio rizik njihovog refinanciranja.

U tom periodu došlo je do bankarske krize i propasti niza banaka, stoga je država radi ublažavanja krize izdala nekoliko serija obveznica za sanaciju banaka i isplatu osiguranih štednih uloga. Također, tih godina dolazi i do problema u financiranju sustava zdravstvenog i mirovinskog osiguranja. Nagomilavanje velikih dugova zdravstvenog sustava dovelo je do toga da Hrvatski zavod za zdravstveno osiguranje izdaje niz obveznica za podmirenje dugova.

2002. godine uveden je trostupni sustav mirovinskog sustava kojim je dio doprinosa za mirovinsko osiguranje umjesto u državni mirovinski fond usmjeren u individualne račune dobrovoljnih mirovinskih fondova, odnosno tzv. drugi stup mirovinskog osiguranja. Time su smanjeni prihodi u tzv. prvom stupu mirovinskog osiguranja, odnosno prihodi Hrvatskog fonda za mirovinsko osiguranje kao dijela konsolidirane središnje države. S obzirom da su mirovinski izdaci ostali isti, država je manjak potrebnih sredstava pribavljala zaduživanjem.

Od 2001. godine država je izdala nekoliko serija obveznica na domaćem tržištu. U početku su to bile obveznice denominirane u eurima, da bi od 2003. država prvi put na hrvatskom tržištu emitirala obveznicu denominiranu u kunama. Potražnja za njom bila je velika, stoga su izdane još tri serije kunskih obveznica.

1997. godine Hrvatska je prvi put dobila investicijsku kreditnu ocjenu, te joj se time otvaraju vrata inozemnih tržišta kapitala. Zbog servisiranja dospjelih dugova i novih deficita, država se naveliko koristila novom mogućnosti zaduživanja u inozemstvu. Na međunarodnom tržištu izdane su brojne emisije javnog duga denominirane u raznim valutama. Od 1999. godine država bi gotovo svakih pola godine u inozemstvo plasirala novo izdanje državnih obveznica.

U razdoblju od 1997. godine nadalje Ministarstvo financija više se nije dugoročno zaduživalo kod HNB-a. Novim Zakonom o Hrvatskoj narodnoj banci iz 2001. državi je u potpunosti onemogućeno da se zadužuje kod monetarnih vlasti. Od 1997. do 2003. deficit opće države prosječno je iznosio 5,2% BDP-a, dok je visina duga porasla na prosječno oko 35% BDP-a, uz prosječnu godišnju stopu porasta od oko 15%.

### ***3.1.3. Faza konsolidacije javnog duga***

Nakon višegodišnjeg prekomjernog rasta javnog duga bilo je očito da se tempo zaduživanja mora smanjiti. Nepromijenjen intezitet zaduživanja doveo bi do daljnjeg povećanja udjela javnog duga u BDP-u, povećanim dugom bi bilo sve teže upravljati, a portfelj duga bio bi povezan sa sve većim rizicima. Stoga je krajem 2003. godine Ministarstvo financiranja počelo naglašavati važnost fiskalne konsolidacije koja je podrazumijevala postepeno smanjivanje proračunskog manjka i stabiliziranje udjela javnog duga u BDP-u.

Donešena je nova strategija zaduživanja koja je za namjeru imala zaduženja na domaćem tržištu umjesto u inozemstvu. U 2005. godini rast javnog duga bitno je usporen u usporedbi s prethodnim godinama, dok je u 2006. godini gotovo zaustavljen. Stopa porasta duga smanjila se sa 15% iz prethodnog razdoblja, na oko 8% u periodu od 2004. – 2006. godine. Budući da su nova zaduženja bila ostvarena na domaćem tržištu, osjetno je smanjen udio inozemnoga u ukupnom javnom dugu.

Kreditnu sposobnost Hrvatske svake godine ocjenjuju četiri vodeće svjetske agencije za utvrđivanje kreditne sposobnosti, još od 1997.godine. Te agencije su Moody's Investors Service, Standard & Poor's, Fitch Ratings te Rating and Investment Information.

2004. godina je na neki način predstavljala prekretnicu, jer je prvi put nakon sedam godina nepromjenjenih kreditnih ocjena, agencija Standard & Poor's odlučila Hrvatskoj povisiti kreditnu ocjenu s BBB- na BBB. Ta promjena kreditne ocjene dogodila se gotovo u isto vrijeme kada je Hrvatska dobila status kandidata za članstvo u EU, što dovodi do zaključka da je na promjenu više utjecala politička situacija nego napredak gospodarstva

## **3.2. Kretanje javnog duga RH**

### ***3.2.1. Javni dug u razdoblju 2005. – 2010. godine***

Period od 2005. – 2008. godine obilježilo je smanjenje udjela javnog duga u BDP-u, te strategija zaduživanja orijentirana uglavnom prema domaćem tržištu. To je rezultiralo snažnim razvojem domaćeg financijskog tržišta, koje svojim obujmom, dostupnom ročnošću i povoljnim prinosima predstavlja atraktivnu alternativnu inozemnim financijskim tržištima.

Zaduživanje orijentirano prema domaćem tržištu dovelo je do smanjenja udjela inozemne komponente u javnom dugu sa 44,7%, koliki je bio krajem 2005. godine, na 30,2% koliko je iznosio krajem 2008. godine.

Početak 2009. godine na hrvatsko gospodarstvo sve više utječe svjetska gospodarska i financijska kriza. To dovodi do smanjenja proračunskih prihoda, rasta deficita, te dolazi do smanjenja BDP-a, što za posljedicu ima porast nominalnog iznosa javnog duga, kao i njegovog udjela u BDP-u. Nakon pet godina izbivanja, 2009. godine država je počela s izdajama obveznica na inozemnom financijskom tržištu, u cilju otvaranja dodatnog prostora privatnom sektoru za financiranje na domaćem financijskom tržištu. Time je prekinut trend smanjenja inozemne komponente javnog duga.

Krajem rujna 2010. godine javni dug iznosio je 133,9 milijardi kuna, što predstavlja 40,4% BDP-a za 2010. godinu.<sup>11</sup>

---

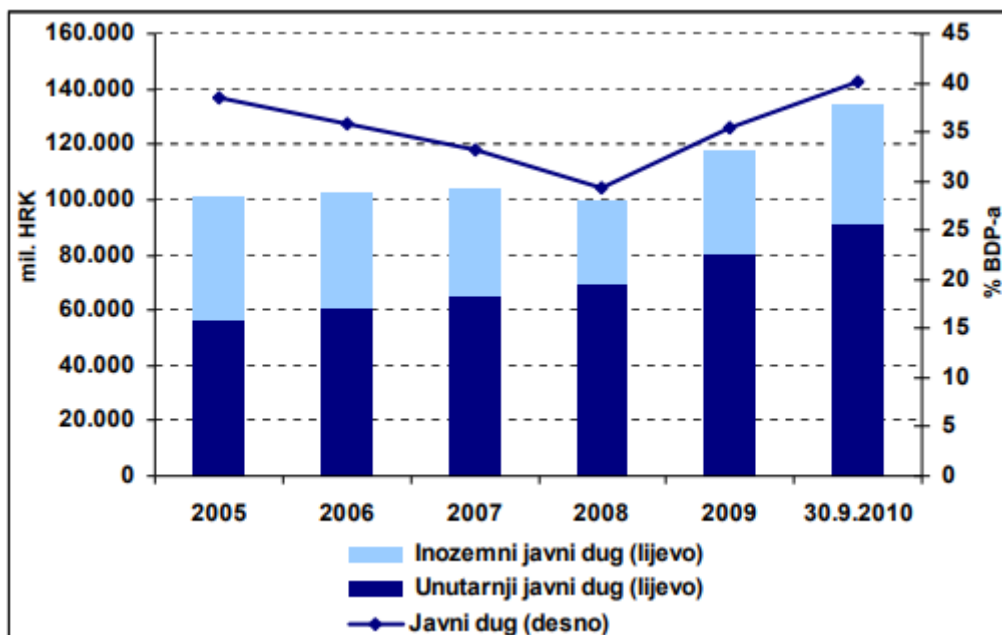
<sup>11</sup> [http://www.mfin.hr/adminmax/docs/108-1.1\[1\].pdf](http://www.mfin.hr/adminmax/docs/108-1.1[1].pdf)

Tablica 1: Javni dug u razdoblju 2005. - 2010. godine

JAVNI DUG (na kraju razdoblja, u milijunima kuna)	2005.	2006.	2007.	2008.	2009.	2010.(30.9.)
<b>1. Unutarnji javni dug</b>	<b>56120,2</b>	<b>60851,5</b>	<b>64811,6</b>	<b>69857,1</b>	<b>80331,9</b>	<b>91455,5</b>
1.1 Unutarnji dug Republike Hrvatske	50839,3	54489,5	56882,0	64959,6	74470,9	85123,2
Trezorski zapisi	12278,0	12412,9	11740,6	14440,7	18802,5	20225,9
Instrumenti tržišta novca	0,9	0,0	0,0	10,7	19,3	20,5
Obveznice	31151,8	35249,6	39273,5	39306,7	39369,3	48190,4
Krediti banaka	7408,6	6827,0	5867,9	11201,5	16279,8	16686,4
1.2 Unutarnji dug republičkih fondova	3953,5	5198,0	6357,8	3035,0	3794,4	4385,8
Instrumenti tržišta novca	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Obveznice	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Krediti banaka	3953,5	5198,0	6357,8	3035,0	3794,4	4385,8
1.3 Unutarnji dug lokalne države	1327,4	1164,0	1571,8	1862,5	2066,6	1946,5
Instrumenti tržišta novca	40,7	29,3	36,8	12,0	6,8	1,6
Obveznice	185,1	294,2	472,3	582,7	574,6	550,1
Krediti banaka	1101,6	840,5	1062,7	1267,8	1485,2	1394,8
<b>2. Inozemni javni dug</b>	<b>45363,7</b>	<b>41660,5</b>	<b>39658,2</b>	<b>30286,8</b>	<b>37509,9</b>	<b>42482,2</b>
2.1 Inozemni dug Republike Hrvatske	36414,6	32556,6	29424,0	28459,4	35785,8	40761,5
Instrumenti tržišta novca	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Obveznice	27020,1	22836,9	20397,3	18768,2	26101,8	29468,0
Krediti banaka	9394,5	9719,7	9026,7	9691,2	9684,0	11293,5
2.2 Inozemni dug republičkih fondova	8749,8	8938,2	10186,7	1800,3	1715,1	1715,3
Instrumenti tržišta novca	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Obveznice	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Krediti banaka	8749,8	8938,2	10186,7	1800,3	1715,1	1683,3
2.3 Inozemni dug lokalne države	199,3	165,7	47,5	27,1	9,0	5,4
Instrumenti tržišta novca	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Obveznice	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Krediti banaka	199,3	165,7	47,5	27,1	9,0	5,4
<b>Ukupni javni dug (1+2)</b>	<b>101483,7</b>	<b>102512</b>	<b>104469,8</b>	<b>100143,9</b>	<b>117842</b>	<b>133937,7</b>
<b>BDP</b>	<b>264367</b>	<b>286341</b>	<b>314223</b>	<b>342159</b>	<b>333063</b>	<b>331498</b>
<b>JAVNI DUG (% BDP-a)</b>	<b>38,40%</b>	<b>35,80%</b>	<b>33,20%</b>	<b>29,30%</b>	<b>35,40%</b>	<b>40,40%</b>
<b>Dodatak:</b>						
1. Izdana jamstva Republike Hrvatske	12455,1	14188,2	17399	33835,5	38209,2	43358,5
1.1. Domaća	5268,5	7252,3	7867,8	12447,2	15611,4	17168,2
1.2. Inozemna	7186,7	6935,9	9531,2	21388,3	22597,8	26190,4
2. Ukupni dug HBOR-a	7139,4	7686,3	9662,3	10813	12323,9	13740,6

Izvor: Izrada autora prema podacima Ministarstva financija, dostupno na:

[http://www.mfin.hr/adminmax/docs/108-1.1\[1\].pdf](http://www.mfin.hr/adminmax/docs/108-1.1[1].pdf)



Grafikon 1: Kretanje javnog duga u razdoblju 2005. - 2010. godine

Izvor: Ministarstvo financija, dostupno na: [http://www.mfin.hr/adminmax/docs/108-1.1\[1\].pdf](http://www.mfin.hr/adminmax/docs/108-1.1[1].pdf)

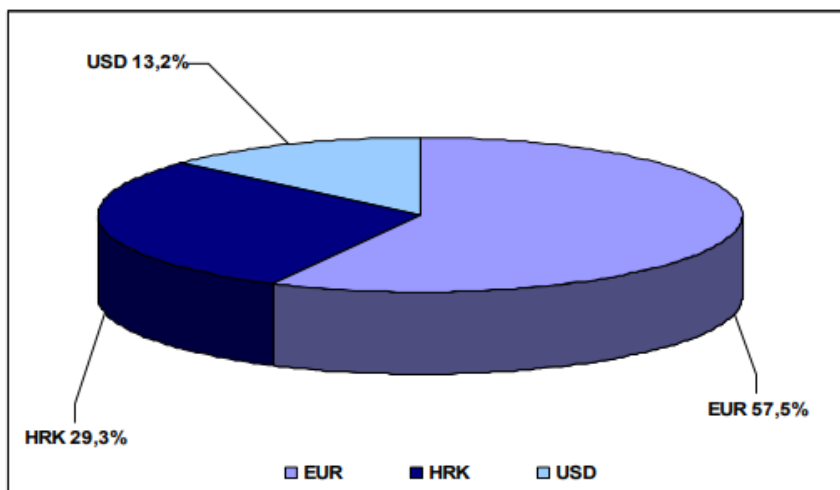
### 3.2.2. Struktura državnog duga u razdoblju od 2005. do 2010. godine

U ovom dijelu rada prikazana je valutna, kamatna i ročna struktura državnog duga, te struktura duga prema vrsti instrumenta.<sup>12</sup>

- Valutna struktura državnog duga

Valutna struktura državnog duga krajem 2010. godine pokazuje dominaciju dvaju valuta, kuna i eura. Dug denominiran u eurima u tom periodu postupno se povećao te je činio 57,5% ukupnog duga. Najvećim dijelom je posljedica izdavanja obveznica denominiranih u eurima te korištenja međunarodnih financijskih institucija. Dug denominiran u kunama činio je 29,3% ukupnog državnog duga, te je rezultat strategije orijentiranosti zaduživanja na domaćem tržištu kapitala. Osim kuna i eura, značajan udio duga bio je denominiran u dolarima, te je iznosio 13,2 %. Rezultat je izdavanja obveznica na američkom tržištu.

<sup>12</sup> [http://www.mfin.hr/adminmax/docs/108-1.1\[1\].pdf](http://www.mfin.hr/adminmax/docs/108-1.1[1].pdf)

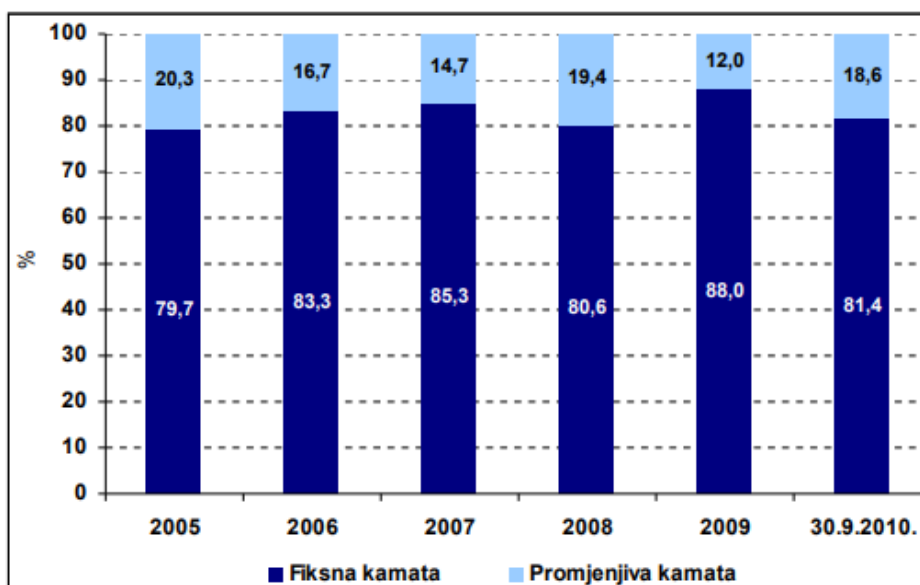


Grafikon 2: Valutna struktura državnog duga na dan 30. rujna 2010. godine

Izvor: Ministarstvo financija, dostupno na: [http://www.mfin.hr/adminmax/docs/108-1.1\[1\].pdf](http://www.mfin.hr/adminmax/docs/108-1.1[1].pdf)

- Kamatna struktura državnog duga

U razdoblju od 2005. do kraja rujna 2010. godine, udio duga s fiksnom kamatnom stopom povećan je sa 79,7% na 81,4%, ponajprije kao rezultat porasta zaduživanja putem izdavanja obveznica. Udio duga s varijabilnom kamatnom stopom postepeno je smanjivan otplatama obveza prema Londonskom i Pariškom klubu.

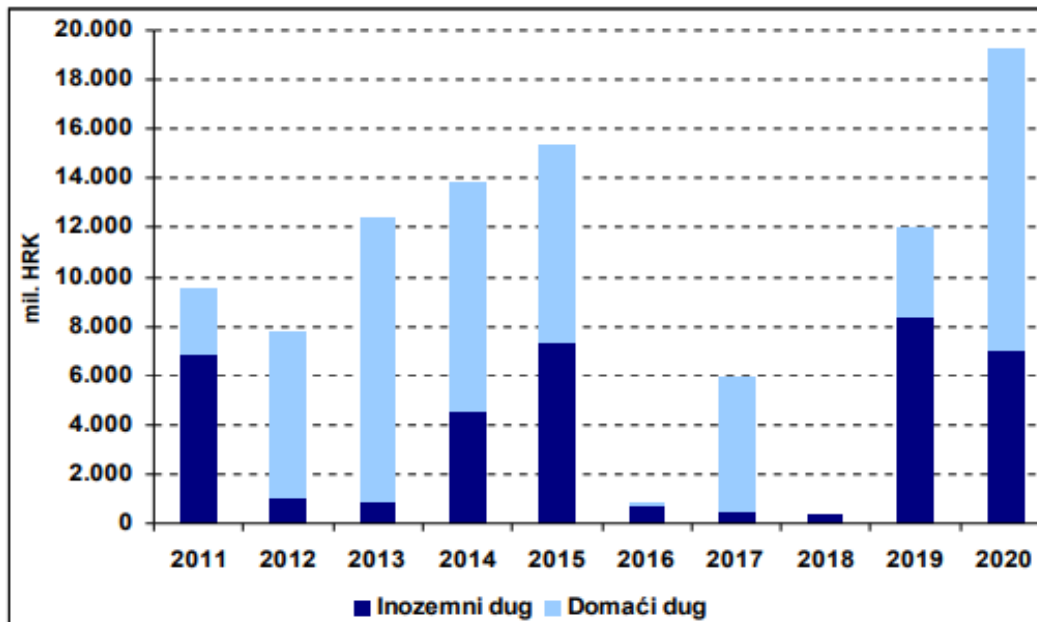


Grafikon 3: Kamatna struktura državnog duga u razdoblju 2005. – 2010. godine

Izvor: Ministarstvo financija, dostupno na: [http://www.mfin.hr/adminmax/docs/108-1.1\[1\].pdf](http://www.mfin.hr/adminmax/docs/108-1.1[1].pdf)

- Ročna struktura državnog duga

Projekcija otplate duga u periodu od 2011. – 2020. godine pokazuje pojačanje tereta otplate u prvoj polovici razdoblja kao posljedica dospjeća inozemnih i domaćih obveznica, te sindiciranih deviznih kredita domaćih banaka. Vidljiv je i pojačani teret otplate krajem razdoblja, zbog dospjeća obveznica izdanih u 2004., 2009. i 2010. godini.



Grafikon 4: Dospjeće državnog duga u razdoblju 2011. - 2020. godine

Izvor: Ministarstvo financija, dostupno na: [http://www.mfin.hr/adminmax/docs/108-1.1\[1\].pdf](http://www.mfin.hr/adminmax/docs/108-1.1[1].pdf)

- Struktura državnog duga prema vrsti instrumenta

U razdoblju od 2006. do 2010. godine, u strukturi duga dolazi do povećanja komponente domaćeg duga sa 62,6%, koliko je iznosio krajem 2006.godine na 67,6% potkraj rujna 2010. godine. Udio inozemnog duga smanjen je sa 37,4% krajem 2006. godine na 32,4% ukupnog duga krajem rujna 2010. godine, a najvećim dijelom se odnosi na izdavanje međunarodnih obveznica i projektne zajmove međunarodnih financijskih institucija.

Tablica 2: Državni dug prema vrsti instrumenta u razdoblju 2006. - 2010. Godine

	2006.		2007.		2008.		2009.		do 30.9.2010	
	mil.HRK	%	mil.HRK	%	mil.HRK	%	mil.HRK	%	mil.HRK	%
<b>DOMAĆI DUG</b>	<b>54.490</b>	<b>62,6%</b>	<b>56.882</b>	<b>65,9%</b>	<b>64.949</b>	<b>69,5%</b>	<b>74.452</b>	<b>67,5%</b>	<b>85.103</b>	<b>67,6%</b>
1. Obveznice	35.250	40,5%	39.274	45,5%	39.307	42,1%	39.369	35,7%	48.190	38,3%
2. Trezorski zapisi	12.413	14,3%	11.741	13,6%	14.441	15,5%	18.803	17,1%	20.226	16,1%
3. Krediti	2.875	3,3%	2.443	2,8%	8.028	8,6%	13.420	12,2%	14.048	11,2%
4. Ostalo	3.952	4,5%	3.425	4,0%	3.173	3,4%	2.860	2,6%	2.638	2,1%
<b>INOZEMNI DUG</b>	<b>32.557</b>	<b>37,4%</b>	<b>29.424</b>	<b>34,1%</b>	<b>28.459</b>	<b>30,5%</b>	<b>35.786</b>	<b>32,5%</b>	<b>40.761</b>	<b>32,4%</b>
1. Obveznice	22.837	26,2%	20.397	23,6%	18.768	20,1%	26.102	23,7%	29.468	23,4%
2. Krediti, od čega	9.720	11,2%	9.027	10,5%	9.691	10,4%	9.684	8,8%	11.293	9,0%
međunarodne fin.inst.	7.422	8,5%	7.034	8,2%	7.816	8,4%	8.043	7,3%	9.740	7,7%
<b>Ukupni državni dug</b>	<b>87.047</b>	<b>100,0%</b>	<b>86.306</b>	<b>100,0%</b>	<b>93.408</b>	<b>100,0%</b>	<b>110.238</b>	<b>100,0%</b>	<b>125.864</b>	<b>100,0%</b>

Izvor: Izrada autora prema podacima sa Ministarstva financija, dostupno na:

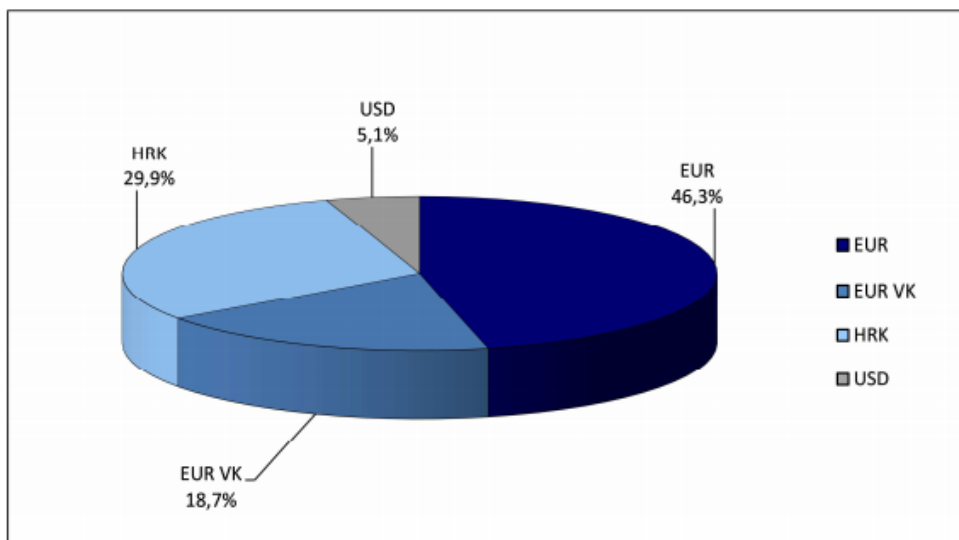
[http://www.mfin.hr/adminmax/docs/108-1.1\[1\].pdf](http://www.mfin.hr/adminmax/docs/108-1.1[1].pdf)

### 3.2.3. Struktura državnog duga u razdoblju od 2011. do 2016. godine

- Valutna struktura državnog duga

Kao i krajem 2010. godine, valutna struktura državnog duga potkraj 2016. godine pokazuje dominaciju kuna i eura. Udio duga denominiranog u eurima iznosio je 65% ukupnog državnog duga. U dijelu duga denominiranog u eurima jedan dio se odnosi na dug koji se izražava u eurima, a plativ je u kunama i čini 18,7% ukupnog duga. Dug denominiran u kunama činio je 29,9% ukupnog državnog duga. Osim kuna i eura koji dominiraju u valutnoj strukturi, udio od 5% bio je denominiran u dolarima.





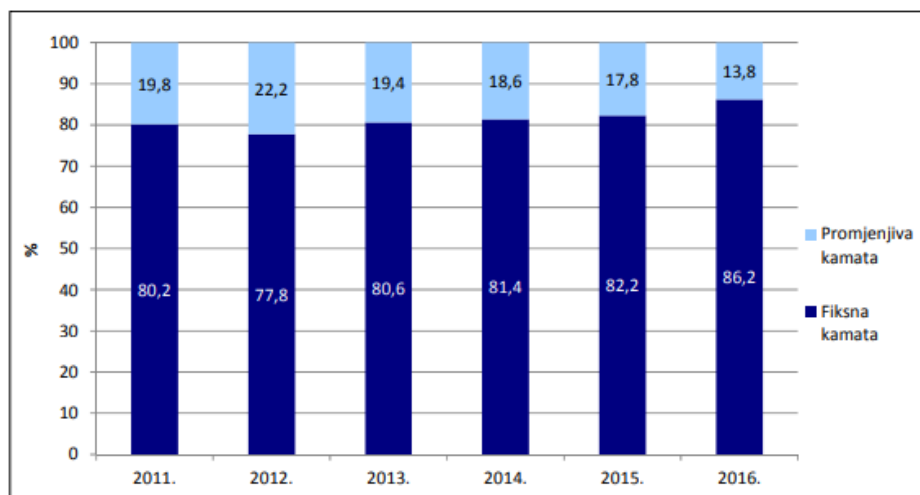
Grafikon 5: Valutna struktura državnog duga na dan 31. prosinca 2016. godine

Izvor: Ministarstvo financija, dostupno na:

<http://www.mfin.hr/adminmax/docs/Strategija%20upravljanja%20javnim%20dugom%202017-2019%20-%202025.1.2017.pdf>

- Kamatna struktura državnog duga

Udio duga s fiksnom kamatnom stopom u razdoblju od 2011. do kraja 2016. povećao se s 80,2% na 86,2%, ponajprije kao posljedica izdavanja obveznica na domaćem i međunarodnom tržištu.



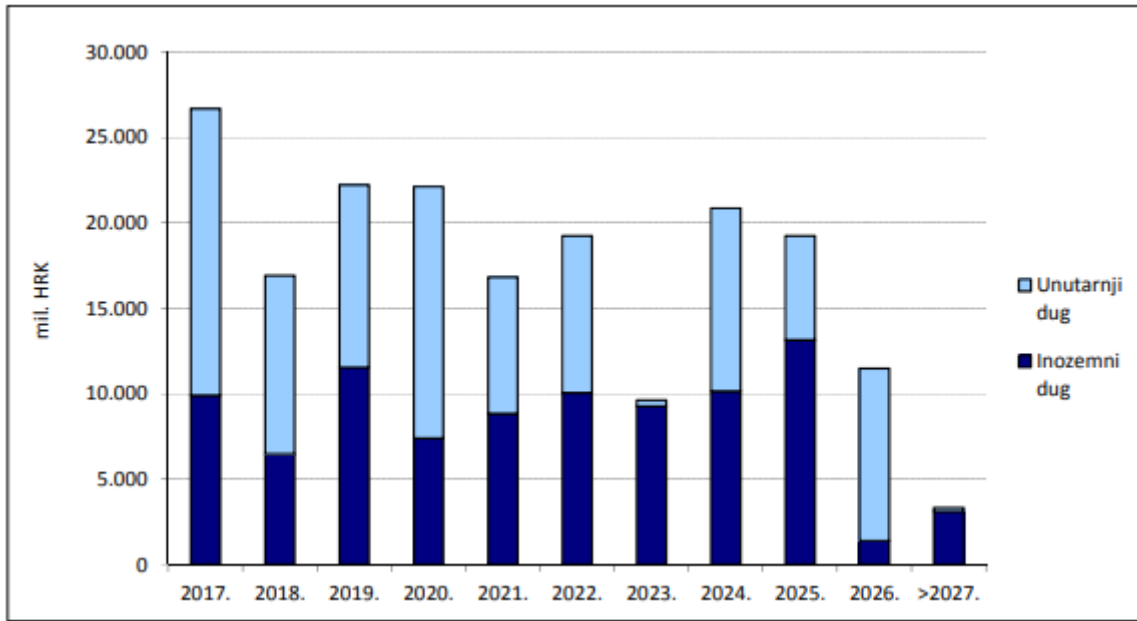
Grafikon 6: Kamatna struktura državnog duga u razdoblju 2011. – 2016. godine

Izvor: Ministarstvo financija, dostupno na:

<http://www.mfin.hr/adminmax/docs/Strategija%20upravljanja%20javnim%20dugom%202017-2019%20-%202025.1.2017.pdf>

- Ročna struktura državnog duga

Projekcija otplata glavnica domaćeg i inozemnog duga u razdoblju 2017. - 2027. godine pokazuje pojačani teret otplate u 2019. i 2020. godini, zbog dospjeća obveznica izdanih na domaćem i inozemnom tržištu. U projekciju nisu uključene obveze po trezorskim zapisima koje su potkraj 2016. godine iznosile 28,7 milijardi kuna.



Grafikon 7: Dospjeće dugoročnog državnog duga u razdoblju 2017. - 2027. godine

Izvor: Ministarstvo financija, dostupno na:

<http://www.mfin.hr/adminmax/docs/Strategija%20upravljanja%20javnim%20dugom%202017-2019%20-%202025.1.2017.pdf>

- Struktura državnog duga prema vrsti instrumenata

U strukturi duga u razdoblju 2011. - 2016. dolazi do smanjenja komponente domaćeg duga čiji je udio u ukupnom dugu sa 64,1% krajem 2011. smanjen na približno 58% krajem 2016. godine. Udio inozemnog duga povećan je s 35,9% koliko je iznosio krajem 2011. godine na 42% ukupnog državnog duga potkraj 2016. godine, a najvećim dijelom se odnosi na izdanje međunarodnih obveznica i projektne zajmove međunarodnih financijskih institucija.<sup>13</sup>

<sup>13</sup> <http://www.mfin.hr/adminmax/docs/Strategija%20upravljanja%20javnim%20dugom%202017-2019%20-%202025.1.2017.pdf>

Tablica 3: Državni dug prema vrsti instrumenta u razdoblju 2011. - 2016. Godine

	2011.		2012.		2013.		2014.		2015.		2016.	
	mil.HRK	%	mil.HRK	%	mil.HRK	%	mil.HRK	%	mil.HRK	%	mil.HRK	%
<b>DOMAĆI DUG</b>	<b>90.318</b>	<b>64,1%</b>	<b>102.644</b>	<b>62,8%</b>	<b>112.697</b>	<b>57,7%</b>	<b>119512</b>	<b>57,8%</b>	<b>124.124</b>	<b>57,0%</b>	<b>125.892</b>	<b>58,0%</b>
1. Obveznice	52.732	37,4%	53.910	33,0%	58.710	30,0%	65.892	31,9%	69.594	32,0%	75.754	34,9%
2. Trezorski zapisi	19.879	14,1%	24.803	15,2%	27.892	14,3%	29.367	14,2%	27.686	12,7%	28.673	13,2%
3. Krediti	17.707	12,6%	23.931	14,6%	26.095	13,3%	24.253	11,7%	26.844	12,3%	21.465	9,9%
<b>INOZEMNI DUG</b>	<b>50.537</b>	<b>35,9%</b>	<b>60.877</b>	<b>37,2%</b>	<b>82.784</b>	<b>42,3%</b>	<b>87.173</b>	<b>42,2%</b>	<b>93.453</b>	<b>43,0%</b>	<b>91.283</b>	<b>42,0%</b>
1. Obveznice	38.577	27,4%	47.131	28,8%	66.159	33,8%	73.215	35,4%	79.756	36,7%	79.320	36,5%
2. Krediti, od čega	11.960	8,5%	13.746	8,4%	16.625	8,5%	13.958	6,8%	13.697	6,3%	11.963	5,5%
međunarodne												
fin.inst.	10.975	7,8%	10.936	6,7%	10.982	5,6%	10.626	5,1%	10.972	5,0%	11.452	5,3%
<b>Ukupni državni dug</b>	<b>140.855</b>	<b>100,0%</b>	<b>163.521</b>	<b>100,0%</b>	<b>195.481</b>	<b>100,0%</b>	<b>206.685</b>	<b>100,0%</b>	<b>217.577</b>	<b>100,0%</b>	<b>217.175</b>	<b>100,0%</b>

Izvor: Izrada autora prema podacima sa Ministarstva financija, dostupno na:

<http://www.mfin.hr/adminmax/docs/Strategija%20upravljanja%20javnim%20dugom%202017-2019%20-%202025.1.2017.pdf>

### 3.2.4. Trenutno stanje javnog duga RH

U studenom 2016. godine javni je dug na godišnjoj razini stagnirao, dok je u prethodnih osam mjeseci te godine zabilježen međugodišnji pad što dovodi do zaključka da se u tom periodu javni dug konačno stabilizirao. To je dovelo do smanjenja udjela javnog duga u BDP-u prvi put nakon osam godina. Visoka likvidnost i povoljni uvjeti domaćeg financijskog tržišta doveli su do veće orijentiranosti države prema domaćem zaduživanju, te se unutarnji dug opće države povećao za 8,8 milijardi kuna ili za 5,1%. Istodobno, inozemni dug smanjen je za 8,7 milijardi kuna, tj. za 7,4%. Udio domaćeg duga u ukupnom javnom dugu dosegao je 62,1%, tri postotna boda više nego u studenom 2015. godine.<sup>14</sup>

Tijekom 2016. godine valutna struktura javnog duga kontinuirano se poboljšavala, dok se ročna struktura održavala u povoljnim omjerima. Struktura javnog duga prema vrsti kamatne

<sup>14</sup> <http://www.hgk.hr/javni-dug-je-stabiliziran>

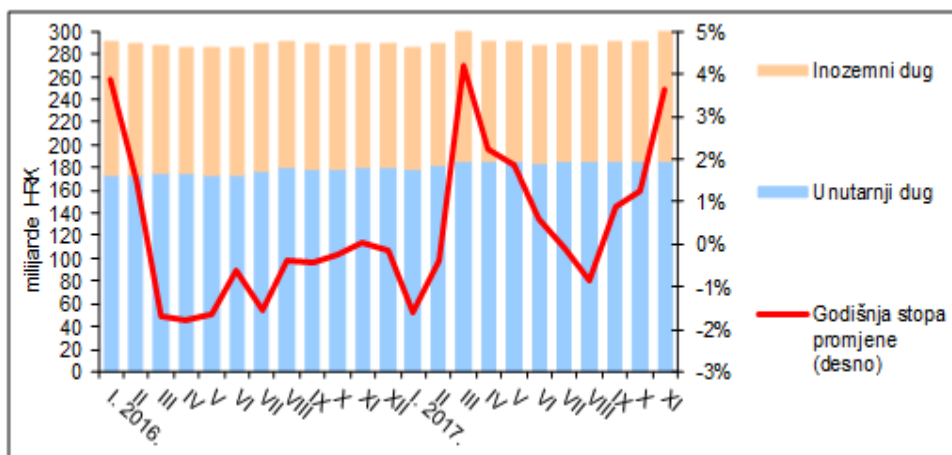
stope također je imala povoljnu poziciju jer je 86,2% javnog duga ugovoreno s fiksnom kamatnom stopom, što je značajno smanjilo kamatni rizik za javni dug.<sup>15</sup>

Tijekom 2017. godine, kretanje javnog duga obilježeno je pozitivnim utjecajem smanjivanja proračunskog deficita te njegovog prelaska u suficit. To je dovelo do smanjenja potreba za zaduživanjem te nastavka perioda povijesno niskih kamatnih stopa na domaćem i inozemnom tržištu. Takve niske stope rezultirale su povoljnijim refinanciranjem državnog duga, stoga je država bila aktivna u zaduživanju na domaćem i inozemnom tržištu. Na domaćem tržištu izdana je obveznica od 5,8 milijardi kuna čija je kamatna stopa 1,75%, a dospijeće u 2023. godini. Obveznica izdana na inozemnom tržištu iznosila je 1,275 milijardi eura uz kamatnu stopu od 2,75% s dospijećem u 2030. godini. Sredstva od izdavanja tih obveznica upotrijebljena su za otplatu dospjele domaće obveznice te za prijevremenu otplatu zaduženja s državnim jamstvima HAC-a, ARZ-a i HC-a. Tijekom jedanaestog mjeseca 2017. godine javni dug povećan je za 9,3 milijarde kuna na razinu od 300,2 milijarde kuna. To je utjecalo na rast javnog duga na godišnjoj razini, te je u studenom 2017. godine javni dug bio veći za 10,5 milijardi kuna, odnosno 3,6% u odnosu na mjesec studeni 2016. godine. Budući da se država tijekom 2017. godine orijentirala na zaduživanje na domaćem tržištu, znatnije je povećana razina unutarnjeg duga, za 6,3 milijarde kuna u odnosu na inozemno zaduživanje koje je povećano za 4,2 milijarde kuna. Razina javnog duga na kraju 2017. godine kretala se u visini od oko 80% BDP-a, te se time nastavlja njegovo smanjivanje dinamikom koja odgovara kriterijima Europske komisije. Takvo kretanje povoljno utječe na kreditni rejting države, te otvara mogućnost za uvođenje eura kao službene valute RH. Unatoč privremenom rastu javnog duga u jedanaestom mjesecu 2017. godine, njegova kretanja i dalje su povoljna.<sup>16</sup>

---

<sup>15</sup> <https://www.hnb.hr/documents/20182/1972383/h-fs-18-2017.pdf>

<sup>16</sup> <http://www.hgk.hr/javni-dug-iznad-300-milijardi-kuna-potrebe-za-financiranjem-smanjene>



Grafikon 8: Kretanje javnog duga u razdoblju 2016. i 2017. godine

Izvor: HNB, dostupno na: <http://www.hgk.hr/javni-dug-iznad-300-milijardi-kuna-potrebe-za-financiranjem-smanjene>

Trenutno javni dug RH iznosi 286, 4 milijarde kuna, javni dug po stanovniku RH iznosi 68.606,00 kuna, dok javni dug po zaposlenom stanovniku čini 243.732,21 kuna.<sup>17</sup>

### 3.3. Stanje javnog duga RH u odnosu na druge zemlje

Rast javnog duga te poteškoće njegovog financiranja uzrokuju zabrinutost u Europi. Više od dva desetljeća dužničkoj su krizi izložene ne samo tranzicijske zemlje, već i one razvijene. Vlade mnogih zemalja Europske unije moraju platiti danak za prijašnja neumjerena zaduživanja, te donositi restriktivne mjere kojima se usporava gospodarski oporavak.

U 2014. godini Hrvatska je dosegla razinu javnog duga od 85% BDP-a, čime se pozicionirala na razinu prosjeka Europske unije (86,8 % BDP-a). Međutim, u tom periodu Hrvatska je imala znatno veću razinu udjela javnog duga u BDP-u od većine tranzicijskih zemalja, primjerice Bugarske (27,6%), Rumunjske (39,8%), Češke (42,6%) i Poljske (50,1%).

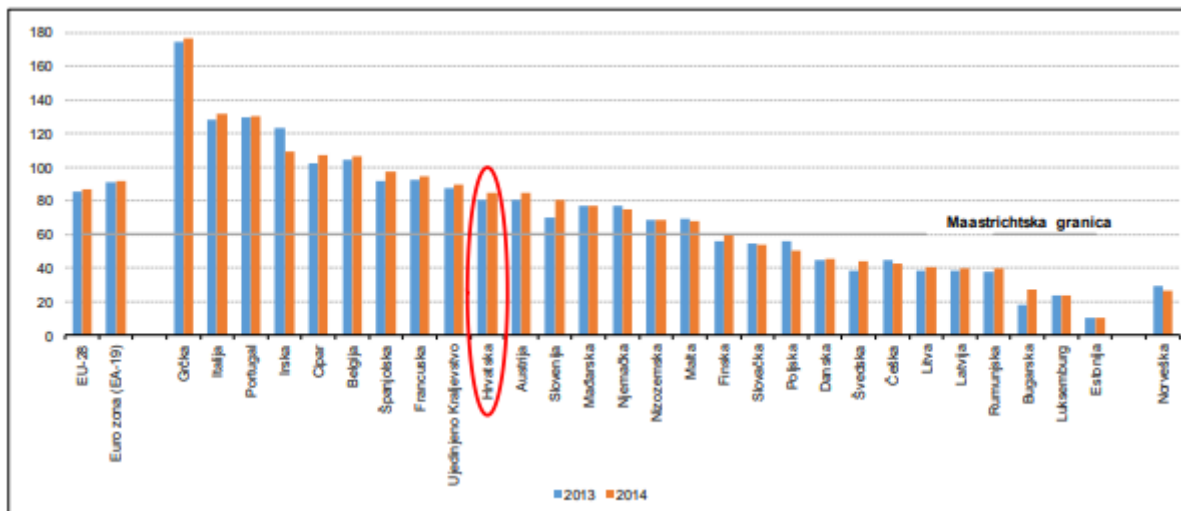
Tijekom 2014. godine Hrvatska je povećala razinu udjela javnog duga u BDP-u za 4,4 %, a gore od nje bile su samo Švedska, Cipar, Bugarska, Slovenija i Španjolska. Najvišu razinu udjela javnog duga u BDP-u imali su Portugal (130,2%), Italija (132,1%) te Grčka (177,1%), dok su najnižu razinu javnog duga bilježile Estonija (10,6%) i Luksemburg

<sup>17</sup> <http://javnidug.manijiporezi.hr/>

(23,6%). Kriterij iz Maastrichta prema kojem udio javnog duga u BDP-u ne smije premašiti 60% u ovom vremenskom razdoblju nije zadovoljavalo 16 zemalja članica Europske unije uključujući Hrvatsku koja taj kriterij ne zadovoljava od 2011. godine.<sup>18</sup>

Promatrajući period od 2008. godine, kada je Europu ali i svijet pogodila financijska i gospodarska kriza, mnoge zemlje povećale su razinu javnog duga, najviše zbog potrebe sanacije bankarskog sektora koji je doživljavao krah.

Za vrijeme tog razdoblja, RH je povećala udio javnog duga u BDP-u za 46,1% te je time nadmašila samo Španjolsku, Portugal, Irsku i Cipar, koje su bile najviše pogođene recesijom, te Sloveniju koja je u to vrijeme sanirala probleme bankarskog sektora.<sup>19</sup>



Grafikon 9: Udio javnog duga u BDP-u Europskih zemalja u periodu 2013. i 2014. godine

Izvor: HGK, dostupno na: <https://www.hgk.hr/documents/aktualna-tema-odrzivost-javnog-duga-svibanj-201557b6f4884c777.pdf>

<sup>18</sup> <https://www.hgk.hr/documents/aktualna-tema-odrzivost-javnog-duga-svibanj-201557b6f4884c777.pdf>

<sup>19</sup> <https://www.hgk.hr/documents/aktualna-tema-odrzivost-javnog-duga-svibanj-201557b6f4884c777.pdf>

## 4. UPRAVLJANJE I ODRŽIVOST JAVNOG DUGA RH

### 4.1. Faze razvoja upravljanja javnim dugom

Na razvoj upravljanja javnim dugom utječe okolina u kojoj se država zadužuje te stručnost tijela koje je zaduženo za upravljanje javnim dugom. Razvoj upravljanja javnim dugom moguće je podijeliti u četiri faze: fazu netržišnog zaduživanja države, fazu prelaska na tržišno orijentirani sustav zaduživanja države, fazu upravljanja državnom imovinom i obvezama te fazu pružanja usluga riznice uz upravljanje državnom imovinom i obvezama.<sup>20</sup>

#### 4.1.1. Faza netržišnog zaduživanja države

Faza netržišnog zaduživanja države prva je faza razvoja upravljanja javnim dugom u kojoj su se države zaduživale netržišnim instrumentima za financiranje dospjelog duga i fiskalnih deficita. Izbor instrumenata za financiranje bio je ograničen zbog nerazvijenosti domaćeg tržišta, stoga se država većinom zaduživala bankovnim kreditima, povlaštenim zajmovima te izravnim kreditima središnje banke.

Monetizacija duga je kao način financiranja proračunskog deficita imala negativne učinke na gospodarstvo koji su se javljali kao rezultat inflacije izazvane povećanjem količine primarnog novca. Veći naglasak na upravljanje javnim dugom stavljen je prestankom financiranja država primarnom emisijom novca.

U ovoj fazi, funkcije upravljanja javnim dugom bile su ograničene na otplatu, evidentiranje te računovodstveno praćenje transakcija zaduživanja, međutim javljala se sve veća potreba za kontrolom izdavanja državnih jamstava. Budući da zasebna tijela zadužena za upravljanje javnim dugom još nisu bila osnovana, upravljanje javnog duga provodilo se u okviru monetarne ili fiskalne politike.

#### 4.1.2. Faza prelaska na tržišno orijentiran sustav zaduživanja države

Drugu fazu, kao što joj i ime kaže, karakterizira prelazak na tržišno orijentirani sustav zaduživanja države. Glavno obilježje takvog sustava je povećano usmjerenje na upravljanje

---

<sup>20</sup> Švaljek, S., Andabaka-Badurina, A. (2011.) Upravljanje javnim dugom prije, tijekom i nakon krize, <http://www.ijf.hr/upload/files/javni-dug-2011.pdf>

dugom s naglaskom na upravljanje rizicima i integracija upravljanja dugom s upravljanjem svim državnim novčanim tokovima.

Primarni mehanizam financiranja postaje financijsko tržište na kojem se nužna sredstva za državu prikupljaju izdavanjem vrijednosnih papira. Razvoj domaćeg tržišta vrijednosnih papira omogućava prijelaz s bankovno orijentiranog sustava na tržišno orijentirani sustav zaduživanja. Takav tržišno orijentiran sustav zaduživanja uzrokuje veće financijske rizike, stoga upravljanje rizicima postaje temelj upravljanja javnim dugom.

Države osnivaju zasebne organizacijske jedinice za upravljanje javnim dugom koje predstavljaju institucionalno rješenje za operativne aspekte upravljanja javnim dugom. Osnivanje takvih organizacijskih jedinica predstavljalo je razdvajanje upravljanja javnim dugom od fiskalne politike, te je time došlo do bitnih promjena u načinu upravljanja dugom. Ujedno dolazi i do razdvajanja upravljanja javnog duga od monetarne politike čime se omogućava integracija upravljanja dugom i bolje planiranje izdavanja državnih vrijednosnih papira.

#### ***4.1.3. Faza upravljanja državnom imovinom i obvezama***

Treća faza, odnosno faza upravljanja državnom imovinom i obvezama, faza je u kojoj država primjenjuje pristup upravljanja ukupnom imovinom i obvezama, kako bi njihovim usklađivanjem upravljala rizicima državne bilance.

Upravljanje javnim dugom osim izravnog duga počinje obuhvaćati i potencijalne obveze koje predstavljaju znatan izvor fiskalnih rizika. Na taj način dobiva se realni uvid na fiskalnu poziciju države. Budući proračunski prihodi denominirani u domaćoj valuti glavna su stavka državne imovine. Oni su neosjetljivi na kretanja kratkoročnih kamatnih stopa i inflacije.

Izdavanjem obveznica u domaćoj valuti, kao i izdavanjem obveznica sa dugim rokom dospeljeća koje nisu indeksirane na inflaciju, značajno se smanjuje izloženost države tečajnom i kamatnom riziku, te riziku promjene stope inflacije.

#### ***4.1.4 Faza pružanja usluga riznice uz upravljanje državnom imovinom i obvezama***

Četvrtu, posljednju fazu razvoja upravljanja javnim dugom, obilježava pružanje usluga riznice drugim državnim agencijama i nižim razinama vlasti te upravljanje državnom imovinom i obvezama.



Funkcije ureda za upravljanje javnim dugom proširuju se na vrednovanje državnih kredita, savjetovanje državnih tijela o upravljanju gotovinom i rizicima, savjetovanje i kontrolu u području javno-privatnih partnerstava te usluge pozajmljivanja sredstava nižim razinama vlasti ili drugim javnim tijelima.

Uredi za upravljanje javnim dugom uslugama primanja depozita i odobravanja zajmova pružaju alternativu korištenja bankarskih usluga, te omogućavaju uštede za državu. Administracija za upravljanje državnom imovinom i obvezama aktivno upravlja državnom imovinom kao i specifičnom fondovima javnog sektora.

#### **4.2. Institucionalni okvir i ciljevi upravljanja javnim dugom**

Upravljanje javnim dugom proces je uspostave i provedbe strategije prikupljanja sredstava za financiranje proračunskih deficita države, koji nastoji minimizirati razine troškova i rizika, te poticati razvoj domaćeg tržišta vrijednosnica.

Institucionalni okvir upravljanja javnim dugom čine pravni propisi (Ustav, zakoni, akti), te se njima utvrđuju uloge i odgovornosti tijela uključenih u postupke upravljanja. Glavne institucije koje sudjeluju u upravljanju javnim dugom su: Ministarstvo financija, parlament, državni ured za reviziju te središnja banka. Potrebnost institucionalnog upravljanja javnim dugom očituje se u slaboj unutarnjoj organizaciji upravljanja, lošoj koordinaciji, neispunjavanju ciljeva te nepostojanju odgovornosti.

Tri su oblika modela upravljanja javnim dugom: Ured za upravljanje dugom unutar Ministarstva financija, ured za upravljanje dugom unutar Središnje banke te agencija za upravljanje javnim dugom, koja je zasebna institucija sa većim stupnjem autonomije u donošenju odluka.<sup>21</sup>

Da bi se kreirala politika upravljanja javnim dugom potrebno je utvrditi ciljeve. Glavni ciljevi upravljanja javnim dugom su osiguranje sredstava za financijske potrebe države, minimaliziranje troškova zaduživanja te potpora razvijanja domaćeg tržišta. Najvažnije ciljeve moguće je svrstati u dvije skupine:<sup>22</sup>

---

<sup>21</sup> Andabaka-Badurina, A., Bajo A., Primorac, M. (2011.) Osnove upravljanja javnim dugom

<sup>22</sup> Andabaka, A. (2008.) Institucionalno ustrojstvo upravljanja javnim dugom, <https://hrcak.srce.hr/30951>

Ciljevi izravno povezani s provođenjem državnih operacija zaduživanja ili upravljanja javnim dugom, a ti ciljevi su:

- pokrivanje sredstava za državne potrebne
- poboljšavanje državnih kreditnih uvjeta
- širenje distribucije državnih vrijednosnica
- efektivno upravljanje operacijama nove emisije
- osiguravanje učinkovitog djelovanja sekundarnog tržišta državnih vrijednosnica
- postizanje uravnotežene strukture dospjeća
- privlačenje stranih investitora i osiguranje transparentnosti
- ostvarivanje učinkovitog upravljanja obvezama
- minimiziranje troškova volatilnosti

Ciljevi povezani s potporom drugim politikama, a ti ciljevi su:

- doprinos boljem funkcioniranju financijskih tržišta
- potpora monetarnoj politici
- doprinos razvitku tržišta obveznica
- poticanje štednje kućanstva
- pružanje referentne cijene za druge državne vrijednosnice

Zemlje sa nerazvijenim financijskim tržištem nemaju jasno definirane ciljeve, strukturu te zakonodavni okvir zaduživanja, čime se otežava upravljanje javnim dugom. Takve zemlje nemaju mogućnost odabira izvora sredstava i valutne strukture te se uglavnom zadužuju kod službenih izvora. Ciljevi upravljanja javnim dugom usmjereni su na razvoj tržišta ili potporu stabilnoj monetarnoj politici.

Države sa razvijenim financijskim tržištem postavljaju ciljeve osiguranja sredstava za financijske potrebe države, ali i ciljeve poput ublažavanja troškova volatilnosti, minimiziranja troškova i rizika u dugom roku te upravljanja strukturom dospjeća duga.

### 4.3 Održivost javnog duga

Održivost duga može se definirati kao sposobnost dužnika da uz ekonomski prihvatljiv saldo prihoda i rashoda dugoročno ispunjava svoje obveze prema kreditorima. Dug postaje neodrživ u slučaju kada počne rasti brže od sposobnosti dužnika da ga otplaćuje. Održivost ovisi o raznim varijablama, primjerice kamatnim stopama, tečaju, stopi rasta prihoda, tj. preciznije rečeno, održivost duga ovisi o tržišnim očekivanjima o kretanju navedenih varijabla. Razlog tomu je liberalizacija domaćih financijskih tržišta tijekom koje je u većini zemalja došlo do prelaska na financiranje pod tržišnim uvjetima. Razinu održivosti duga nije lako utvrditi zbog ovisnosti analize o tržišnim očekivanjima jer se ona stalno mijenjaju i nisu stabilna. Takve promjene su uglavnom nagle i velike, stoga ni razvijene zemlje često nisu imune na njih.<sup>23</sup>

Prema MMF-u, javni dug je održiv kada dužnik može servisirati svoje dugove bez prevelike korekcije u bilanci prihoda i rashoda, te održivost duga odražava solventnost, likvidnost i mogućnost prilagodbe države. Država je solventna u slučaju da sadašnja vrijednost tekućih i budućih primarnih rashoda nije veća od sadašnje vrijednosti budućih tokova. Likvidnost države očituje se u sposobnosti regularnog refinanciranja dospjelih obveza. Važna činjenica je da postoje društvene i političke granice prilagodbe u potrošnji i prihodima koje određuju spremnost zemlje da plati svoje obveze. U zemljama koje imaju stupanj razvijenosti kao Hrvatska, granica javnog udjela javnog duga u BDP-u trebala bi iznositi oko 40% - 50%. Kao što je prethodno navedeno, granica za zemlje članice EU iznosi 60% BDP-a, kako bi se uz proračunski deficit do 3% BDP-a, omogućila usklađenost fiskalne politike i stabilnost zajedničke valute. Na temeljima istraživanja utvrđeno je da se zemlje koje prijeđu određenu visinu javnog duga suočavaju sa značajnim smanjenjem stope gospodarskog rasta. Posljedice povećanja javnog duga u zemljama u razvoju još su izraženije. Razina javnog duga u RH i dalje je visoka, te je država snažno izložena rizicima. Osjetljiva je na promjene u okolini, posebice one povezane s rastom kamatnih stopa u srednjoročnom razdoblju, te na promjene u međuvalutarnim odnosima.<sup>24</sup>

---

<sup>23</sup> Privredna kretanja i ekonomska politika, broj 97 /2003., ( Mihaljek, D. - Analiza održivosti javnog i vanjskog duga Hrvatske pomoću standardnih financijskih pokazatelja)

<sup>24</sup> <https://www.hgk.hr/documents/aktualna-tema-odrzivost-javnog-duga-svibanj-201557b6f4884c777.pdf>

Da bi se procijenila dugoročna održivost javnog duga koriste se određene metode koje se mogu podijeliti u tri osnovne skupine:<sup>25</sup>

1. Metode ocjene primjenom pristupa solventnosti
2. Metode praćenja kretanja udjela duga u bruto domaćem proizvodu
3. Metode analize vremenskih serija

#### 1. Metode ocjene primjenom pristupa solventnosti

Metode ocjene održivosti politike zaduživanja primjenom pristupa solventnosti temelje se na budžetskom identitetu države. Budžetski identitet predstavlja bilancu državnih primitaka i izdataka, te je rezultat kritike kejnsovskog modela. Metode analize financijske politike, koje kao polazište uvažavaju budžetski identitet države, ističu važnost načina financiranja budžetskog deficita, tj. duga. Prema ovoj metodi, održivost javnog duga ovisi o postojećoj razini javnog duga i razlici kamatne stope na državne vrijednosne papire i stope rasta BDP-a u dugom roku. Pri većim kamatnim stopama, te manjim stopama rasta BDP-a, potreban je veći proračunski saldo, stoga je javni dug teško održiv.

#### 2. Metode praćenja kretanja udjela duga u bruto domaćem proizvodu

Da bi politika zaduživanja bila održiva, ponekad se smatra da nije potrebno da deficit bude nula, nego je cilj stabilizirati odnos nominalnog duga i nominalnog BDP-a. Najjednostavniji pristup takvom shvaćanju održivosti javnog duga govori da bi stopa rasta udjela duga u nominalnom outputu trebala biti jednaka zbroju stope rasta cijena i stope rasta realnog outputa. Kod ocjenjivanja tekuće politike javnog duga, Europska komisija se rukovodi stabilizacijom odnosa između duga i BDP-a. Metoda praćenja kretanja udjela duga u BDP-u prikazuje omjer javnog duga zemlje u BDP-u za istu godinu, te se taj pokazatelj uglavnom koristi pri statističkim obradama podataka za više zemalja.

#### 3. Metode analize vremenskih serija

Ideja od koje polazi ova metoda je ta da je dugoročno ponašanje duga ključno za pitanje održivosti. Dug je održiv ukoliko su vrijednosti deficita i suficita ujednačene u dužem vremenskom razdoblju, uz nepromijenjenu politiku duga.

---

<sup>25</sup> Švaljek, S.,(1999) Utjecaj fiskalnog deficita i javnog duga na gospodarski rast

### 4.3.1. Pokazatelji stabilnosti javnog duga

Pokazatelji stabilnosti javnog duga pripadaju skupini jednostavnih pokazatelja te predstavljaju vrijednosti potrebne da bi se javni dug stabilizirao na razini prethodne godine. Pokazatelji održivosti javnog duga su: <sup>26</sup>

1. Ukupan proračunski saldo potreban za stabiliziranje javnog duga
2. Primarni saldo potreban za stabiliziranje javnog duga
3. Realna kamatna stopa potrebna za stabiliziranje javnog duga

#### 1. Ukupan proračunski saldo potreban za stabiliziranje javnog duga

Ovaj pokazatelj računa se preko sljedećeg izraza:

$$b^* = -d (g + \pi)$$

U tom izračunu  $b^*$  predstavlja održivi proračunski deficit,  $d$  je oznaka za iznos ukupnog javnog duga u % BDP-a,  $g$  predstavlja stopu rasta realnog BDP-a, a  $\pi$  je stopa promjene deflatora.

Ukoliko tijekom godine dođe do rasta javnog duga, razlika između održivog deficita i ostvarenog deficita ukazati će na potrebni fiskalni napor, tj. iznos potreban za stabilizaciju razine javnog duga.

#### 2. Primarni saldo potreban za stabiliziranje javnog duga

Drugi pokazatelj je primarni saldo potreban za stabiliziranje javnog duga. Primarni saldo iz veličine deficita isključuje cijeli iznos kamata dospjelih u tom razdoblju. Ovaj pokazatelj računa se preko sljedećeg izraza:

$$b^{p*} = (i - g^n) d_t$$

U ovom izračunu  $b^{p*}$  označava primarni deficit potreban za stabilizaciju javnog duga, koji je jednak umnošku javnog duga u % BDP-a prethodne godine ( $d_t$ ) s razlikom nominalne kamate ( $i$ ) te stope rasta nominalnog BDP-a.

---

<sup>26</sup> [https://www.efri.uniri.hr/sites/efri.uniri.hr/files/cr-collections/2/simovic-batur\\_fiskalnaodrzivostiodrzivostjavnogdugauhrvatskoj.pdf](https://www.efri.uniri.hr/sites/efri.uniri.hr/files/cr-collections/2/simovic-batur_fiskalnaodrzivostiodrzivostjavnogdugauhrvatskoj.pdf)

### 3. Realna kamatna stopa potrebna za stabiliziranje javnog duga

Treći, odnosno zadnji pokazatelj stabilnosti javnog duga je realna kamatna stopa potrebna za stabiliziranje javnog duga, te je njezina formula za izračun sljedeća:

$$r^* = g + (b_p / d)$$

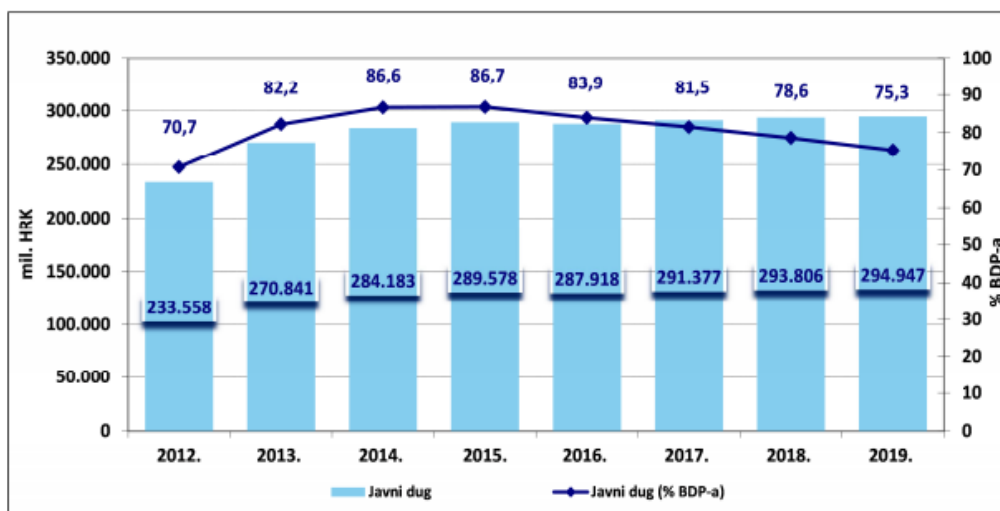
U tom izračunu  $g$  je rast realnog BDP-a,  $b_p$  je oznaka za ostvareni primarni saldo proračuna opće države u %, dok je  $d$  javni dug prethodne godine.

#### **4.4. Strategija upravljanja javnim dugom za razdoblje 2017. – 2019.**

Održivost javnog duga predstavlja ključni makroekonomski rizik hrvatskog gospodarstva, stoga je iznimno važno donošenje strategije upravljanja javnim dugom, kako bi se definirali rokovi i načini dovođenja duga na održivu razinu. Primarni strateški cilj Vlade RH jest smanjivanje udjela javnog duga u BDP-u za više od 10 postotnih bodova do kraja 2020. godine.

Od svoje neovisnosti, RH je donijela tri strategije upravljanja javnim dugom. Prva strategija donesena je 2006. godine za razdoblje od 2006. – 2009. godine. Strategija upravljanja javnim dugom za razdoblje od 2011. – 2013. godine, donesena je početkom 2011. godine. Posljednja, treća strategija donesena je početkom 2017. godine, za razdoblje od 2017. – 2019. godine.

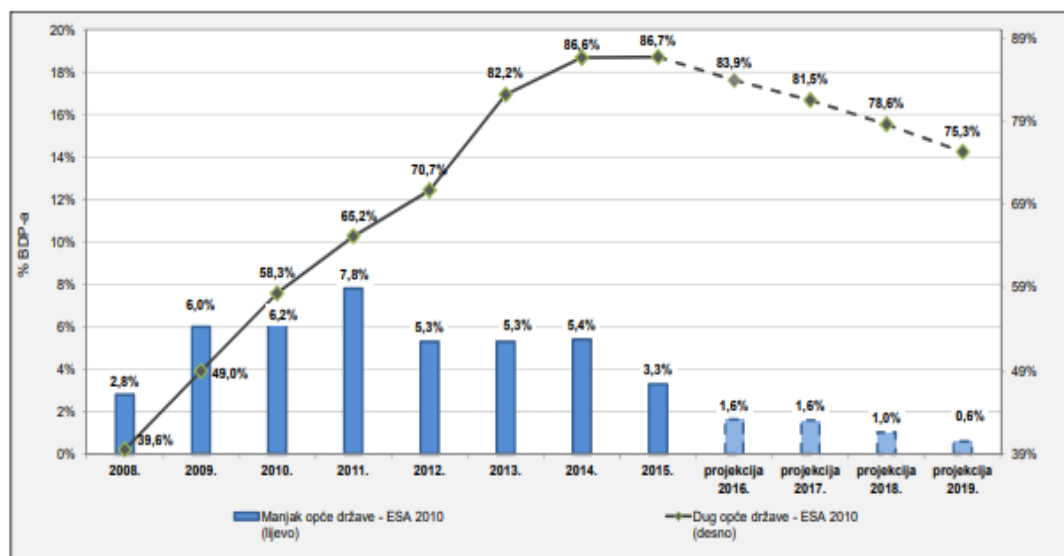
Aktualna strategija sadrži cjelokupan plan zaduživanja do 2019. godine, plan izdavanja obveznica, plan izdavanja trezorskih zapisa, te raspored otplate duga do 2027. godine. Uspješnost strategije upravljanja ogledat će se u gospodarskom rastu, padu proračunskog deficita te aktivaciji državne imovine.



Grafikon 10: Kretanja javnog duga od 2012. – 2019. godine

Izvor: Ministarstvo financija, dostupno na:

<http://www.mfin.hr/adminmax/docs/Strategija%20upravljanja%20javnim%20dugom%202017-2019%20-%202025.1.2017.pdf>



Grafikon 11: Kretanje javnog duga i manjka proračuna opće države

Izvor: Ministarstvo financija, dostupno na:

<http://www.mfin.hr/adminmax/docs/Strategija%20upravljanja%20javnim%20dugom%202017-2019%20-%202025.1.2017.pdf>

Glavni cilj zaduživanja i upravljanja dugom je osigurati financijske potrebe državnog proračuna. Kako bi se taj primarni cilj ispunio, Strategija definira provedbene mjere

unapređenja održivosti ukupnog javnog duga i ublažavanja povezanih rizika. Strategija identificira i provedbene rizike te načela njihovog ublažavanja, s naglaskom na:<sup>27</sup>

- jačanje pravnog i institucionalnog okvira upravljanja javnim dugom
- ublažavanje rizika refinanciranja i smanjenja udjela kratkoročnog duga u ukupnom javnom dugu
- ublažavanje valutnog rizika javnog duga
- ublažavanje kamatnog rizika javnog duga
- povećanje transparentnosti javnog duga i zaduživanja

#### 1. Jačanje pravnog i institucionalnog okvira upravljanja javnim dugom

Postojeći pravni okvir upravljanja javnim dugom pruža zadovoljavajući provedbeni i kontrolni okvir uz nužnu fleksibilnost na razini središnjeg proračuna, izvanproračunskih korisnika te jedinica lokalne i regionalne samouprave.

Međutim, tijekom proteklog perioda uočena je potreba za jačanjem kontrole poslovanja javnih poduzeća koja su uključena u sektor opće države. Kako bi se nacionalno gospodarstvo u potpunosti prilagodilo odredbama Pakta o stabilnosti i rastu te preporukama Vijeća EU, potrebno je donijeti novi Zakon o fiskalnoj odgovornosti, kojim će se utvrditi numerička fiskalna pravila.

Prema aktualnoj Uredbi o unutarnjem ustrojstvu Ministarstva financija, poslovi vezani uz upravljanje javnim dugom pod djelokrugom su Sektora za upravljanje javnim dugom kao ustrojstvene jedinice unutar Državne riznice. Budući da institucionalni kapaciteti na odgovarajući način trebaju pratiti ciljeve upravljanja javnim dugom, nužna je izmjena unutarnjeg ustrojstva Ministarstva financija, kako bi se rad tog sektora organizirao na razini uprave.

#### 2. Ublažavanje rizika refinanciranja i smanjenja udjela kratkoročnog duga u ukupnom javnom dugu

Postojeća razina javnog duga, kao i utvrđena struktura godišnjih otplata glavnica rezultiraju potrebom refinanciranja u godišnjim iznosima do 20% BDP-a. Relativno povoljni uvjeti na

---

<sup>27</sup> <http://www.mfin.hr/adminmax/docs/Strategija%20upravljanja%20javnim%20dugom%202017-2019%20-%2025.1.2017.pdf>



financijskim tržištima pružaju mogućnost produženja prosječne ročnosti duga i smanjenje udjela kratkoročnog duga u ukupnom javnom dugu.

### 3. Ublažavanje valutnog rizika javnog duga

U strukturi ukupnog javnog duga, prevladavajući dio denominiran je u eurima (oko 75%). Takav valutni rizik nije moguće otkloniti u kraćem roku, međutim povoljni uvjeti na domaćem tržištu kapitala omogućuju njegovo djelomično ublažavanje.

U budućnosti, predviđa se rast udjela kunske komponente u ukupnom dugu kroz primarne emisije na domaćem tržištu te kroz mogućnosti zamjene dijela postojećih valutnih instrumenata u kunske.

### 4. Ublažavanje kamatnog rizika javnog duga

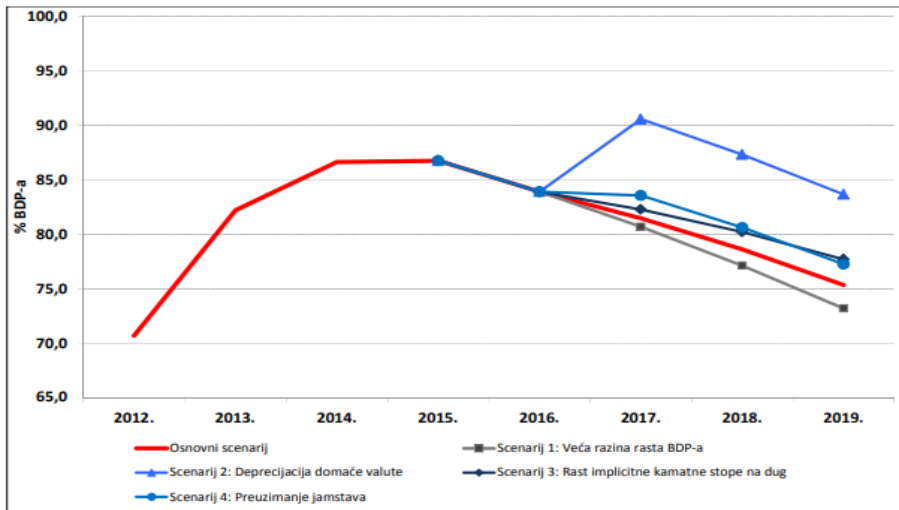
Povećanje referentnih tržišnih kamatnih stopa predstavljalo bi veliku prijetnju fiskalnoj održivosti, te bi rezultiralo znatnim porastom javnog duga. U kratkom roku ta je prijetnja ublažena postojećom strukturom kamatnih stopa, budući da na razini duga državnog proračuna preko 86% dugoročnih obveza čine instrumenti s fiksnom kamatnom stopom.

U srednjoročnom razdoblju, rizik je moguće ublažiti provedbom održive fiskalne politike te smanjenjem visoke premije rizika.

### 5. Povećanje transparentnosti javnog duga i zaduživanja

Kako bi se povećala transparentnost javnog duga i zaduživanja, u Strategiji se prikazuju:

- projekcija plana zaduživanja državnog proračuna do 2019. godine
- kalendar izdavanja trezorskih zapisa u 2017. po datumima planiranih mjesečnih aukcija
- plan izdavanja obveznica u 2017. po tromjesečjima
- projekcija otplata glavnice duga državnog proračuna za razdoblje 2017. - 2027. projekcija otplata unutarnjeg duga i međunarodnih obveznica RH
- prikaz aktivnih obveznica RH izdanih u razdoblju 2007. - 2016. s dospjećima u razdoblju 2017. - 2026.
- kretanje premije rizika za RH u razdoblju 2013.-2016. usporedno s odabranim državama EU



Grafikon 12: Kretanje udjela javnog duga prema određenim scenarijima

Izvor: Ministarstvo financija, dostupno na:

<http://www.mfin.hr/adminmax/docs/Strategija%20upravljanja%20javnim%20dugom%202017-2019%20-%202025.1.2017.pdf>

### Scenarij 1: Veća razina rasta BDP-a

Veće stope gospodarskog rasta uzrokovale bi ubrzano smanjenje udjela javnog duga u BDP-u u srednjem roku. Prema scenariju snažnog rasta BDP-a, javni dug bi se za 1% u svakoj godini, u odnosu na osnovni scenarij, smanjio na razinu od 73,2% BDP-a u 2019. godini.

### Scenarij 2: Deprecijacija domaće valute

S obzirom da je gotovo 75% ukupnog javnog duga denominirano u euru, deprecijacija domaće valute rezultirala bi većom razinom javnog duga i otežanim servisiranjem istog. Deprecijacija kune prema euru od 15% podiže razinu javnog duga na 90,5% BDP-a u 2017. godini.

### Scenarij 3: Rast implicitne kamatne stope na dug

Kao što je prethodno navedeno, povećavanje referentnih tržišnih kamatnih stopa rezultiralo bi velikim povećanjem javnog duga. Povećanje troškova financiranja dovelo bi do povećavanja tereta otplate duga i plaćanja kamata, a time bi došlo do značajnog pritiska na tekuće poslovanje države. Prema scenariju rasta implicitne kamatne stope na dug za 1%, u periodu

od 2017. do 2019., javni dug bi krajem projekcijskog razdoblja bio za 2,3% veći nego u osnovnom scenariju.

#### Scenarij 4. Preuzimanje jamstava

Aktiviranje jamstava, odnosno preuzimanje dugova javnih poduzeća u javni dug, posljednjih godina predstavlja popriličan rizik za javne financije. Stoga je od ključne važnosti provedba financijskog i poslovnog restrukturiranja među korisnicima državnih jamstava, kako bi se povećala održivost njihovog poslovanja, te se smanjili potencijalni rizici koji generiraju negativne učinke u vidu proračunskog manjka i javnog duga.

## 5. ZAKLJUČAK

Javni dug predstavlja sve veći problem dugoročnom razvoju i stabilnosti države. RH sa problemom zaduženosti bori se od svog osamostaljenja, kada je od bivše SFRJ naslijedila dio dugova prema inozemnim vjerovnicima, kao i problem devizne štednje. To je dovelo do potrebe za zaduživanjem. Nadalje, kombinacija rata i tranzicije razorno su djelovali na gospodarstvo, te se država kako bi spriječila krah općeg i gospodarskog sustava ponovo morala zaduživati.

Svjetska financijska kriza i pad ekonomije 2008. godine prelili su se i na Hrvatsku. To je dodatno narušilo ionako loše stanje u gospodarstvu, te je dovelo do stagnacije gospodarskog razvoja rezultirajući kontinuiranim i neizbježnim rastom javnog duga. Tek 2016. godine, prvi put nakon osam godina uzastopnog rasta bilježi se pad javnog duga RH. Trend smanjenja javnog duga i dalje se nastavlja, međutim njegov udio u BDP i dalje je previsok, čak 82,9%.

Osim što je previsoka razina javnog duga kočnica za uvođenje eura kao službene valute, njegove posljednicu su brojne i dugoročno usporavaju gospodarski rast i razvoj. Neke od posljedica su: istiskivanje privatnih investicija, istiskivanje izvoza, financijska nestabilnost, itd. Samo u kratkom roku zaduživanje se smatra opravdanim i može ubrzavati gospodarski rast.

U usporedbi sa drugim zemljama EU, Hrvatska se ističe po negativnim kretanjima, kako po visini javnog duga u odnosu na dosegnuti stupanj gospodarske razvijenosti, tako i po dinamici njegova rasta. Pored toga, Hrvatska iz godine u godinu bilježi loš kreditni rejting što onemogućava podizanje novih kredita kako bi se financirao vanjski dug.

Budući da javni dug nastaje kao akumulacija deficita općeg proračuna, smanjenje proračunskog deficita nužno je za uspostavljanje održivosti javnog duga. Održivu razinu javnog duga moguće je dosegnuti optimalnim kombiniranjem rasta BDP-a, smanjivanjem proračunskih rashoda i povećanjem poreza. Takva kombinacija treba biti prilagođena i primjenjiva na specifičnu situaciju u pojedinoj zemlji. Smanjenje razine javnog duga u kraćem razdoblju moguće je postići pomoću jednokratnih mjera kao što su prihodi od privatizacije,

prodaja državne imovine i drugi oblici monetizacije imovine. Takve mjere ne nude dugoročno rješenje, već samo privremeni predah.

Kako bi se javni dug dugoročno doveo na prihvatljivu razinu te kako bi se njime efikasno upravljalo, Vlada RH donijela Strategiju za upravljanje javnim dugom u razdoblju od 2017. do 2019. Temeljni cilj strategije je smanjivanje udjela javnog duga u BDP-u za više od 10 postotnih bodova, do kraja 2020. godine, a posebni naglasak se stavlja i na poboljšavanje kreditnog rejtinga.

Da bi se navedeni ciljevi ispunili, Strategija definira metode i smjernice kojima bi se unaprijedila održivost ukupnog javnog duga, a one su: jačanje pravnog i institucionalnog okvira upravljanja javnim dugom, ublažavanje rizika refinanciranja i smanjenja udjela kratkoročnog duga u ukupnom javnom dugu, ublažavanje valutnog rizika javnog duga, ublažavanje kamatnog rizika javnog duga, te povećanje transparentnosti javnog duga i zaduživanja.

Provedbom potrebnih mjera, Vlada RH očekuje da će se pozitivni trendovi smanjivanja javnog duga nastaviti, te da će u 2019. godini njegov udio u bruto domaćem proizvodu iznositi 75,3% .

## LITERATURA

1. Andabaka, A. (2008.) *Institucionalno ustrojstvo upravljanja javnim dugom*; dostupno na: <https://hrcak.srce.hr/30951>
2. Andabak-Badurina, A., Bajo, A., Primorac, M. (2011.) *Osnove upravljanja javnim dugom*
3. Bernheim, BD. (1989.) *A Neoclassical Perspective on Budget Deficits*
4. Bubaš, Z. i suradnici (2001.) *Javni dug u Republici Hrvatskoj*; dostupno na: <http://www.ijf.hr/hr/istrazivanja/dovr-353-ena-istrazivanja/540/1995-2000/javni-dug-u-republici-hrvatskoj/209/>
5. Ministarstvo financija, (2011.) *Strategija upravljanja javnim dugom za razdoblje 2011.-2013.* ; dostupno na: [http://www.mfin.hr/adminmax/docs/108-1.1\[1\].pdf](http://www.mfin.hr/adminmax/docs/108-1.1[1].pdf)
6. Ministarstvo financija, (2017) *Strategija upravljanja javnim dugom za razdoblje 2017.-2019.*;dostupnona: <http://www.mfin.hr/adminmax/docs/Strategija%20upravljanja%20javnim%20dugom%202017-2019%20-%2025.1.2017.pdf>
7. Perišin, I., Šokman, A., Lovrinović, I. (2001.) *Monetarna politika*
8. Privredna kretanja i ekonomska politika, broj 97 /2003., ( *Mihaljek, D. - Analiza održivosti javnog i vanjskog duga Hrvatske pomoću standardnih financijskih pokazatelja*)
9. Reić, Z., Mihaljević-Kosor, M. (2011) *Ekonomija*
10. Švaljek, S., Andabaka-Badurina, A. (2011.) *Upravljanje javnim dugom prije, tijekom i nakon krize*; dostupno na: <http://www.ijf.hr/upload/files/javni-dug-2011.pdf>
11. Švaljek, S: *Javni dug*; dostupno na: <http://www.ijf.hr/rosen/rosenic/dug.pdf>
12. Švaljek, S. (1999.) *Utjecaj fiskalnog deficita i javnog duga na gospodarski rast*; dostupno na: <http://hrcak.srce.hr/19376>
13. Šimović, H., Batur, A., *Fiskalna održivost i održivost javnog duga u Hrvatskoj*; dostupno na: [https://www.efri.uniri.hr/sites/efri.uniri.hr/files/cr-collections/2/simovic-batur\\_fiskalnaodrzivostiodrzivostjavnogdugauhrvatskoj.pdf](https://www.efri.uniri.hr/sites/efri.uniri.hr/files/cr-collections/2/simovic-batur_fiskalnaodrzivostiodrzivostjavnogdugauhrvatskoj.pdf)

## LINKOVI

1. <http://javnidug.manjiporezi.hr/>
2. <https://www.hgk.hr/documents/aktualna-tema-odrzivost-javnog-duga-svibanj-201557b6f4884c777.pdf>
3. <http://www.hgk.hr/javni-dug-iznad-300-milijardi-kuna-potrebe-za-financiranjem-smanjene>
4. <http://www.hgk.hr/javni-dug-je-stabiliziran>
5. <https://www.hnb.hr/documents/20182/1972383/h-fs-18-2017.pdf>
6. <http://www.manjiporezi.hr/javni-dug-i-ekonomski-razvoj-gdje-pocinje-problem/>

## **POPIS GRAFIKONA**

Grafikon 1: Kretanje javnog duga u razdoblju 2005. - 2010. godine.....	17
Grafikon 2: Valutna struktura državnog duga na dan 30. rujna 2010. godine .....	18
Grafikon 3: Kamatna struktura državnog duga u razdoblju 2005. – 2010. godine .....	18
Grafikon 4: Dospijeće državnog duga u razdoblju 2011. - 2020. godine .....	19
Grafikon 5: Valutna struktura državnog duga na dan 31. prosinca 2016. godine .....	21
Grafikon 6: Kamatna struktura državnog duga u razoblju 2011. – 2016. godine .....	21
Grafikon 7: Dospijeće dugoročnog državnog duga u razdoblju 2017. - 2027. godine .....	22
Grafikon 8: Kretanje javnog duga u razdoblju 2016. i 2017. godine .....	25
Grafikon 9: Udio javnog duga u BDP-u Europskih zemalja u periodu 2013. i 2014.godine...	26
Grafikon 10: Kretanja javnog duga od 2012. – 2019. godine .....	35
Grafikon 11: Kretanje javnog duga i manjka proračuna opće države .....	35
Grafikon 12: Kretanje udjela javnog duga prema određenim scenarijima.....	38

## **POPIS TABLICA**

Tablica 1: Javni dug u razdoblju 2005. - 2010. godine .....	16
Tablica 2: Državni dug prema vrsti instrumenta u razdoblju 2006. - 2010. Godine.....	20
Tablica 3: Državni dug prema vrsti instrumenta u razdoblju 2011. - 2016. Godine.....	23