

Utjecaj državnog duga na gospodarstvo

Belavić, Marijana

Undergraduate thesis / Završni rad

2018

Degree Grantor / Ustanova koja je dodijelila akademski / stručni stupanj: **Karlovac University of Applied Sciences / Veleučilište u Karlovcu**

Permanent link / Trajna poveznica: <https://um.nsk.hr/um:nbn:hr:128:851543>

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

Download date / Datum preuzimanja: **2025-02-06**



VELEUČILIŠTE U KARLOVCU
Karlovac University of Applied Sciences

Repository / Repozitorij:

[Repository of Karlovac University of Applied Sciences - Institutional Repository](#)



zir.nsk.hr



DIGITALNI AKADEMSKI ARHIVI I REPOZITORIJI

**VELEUČILIŠTE U KARLOVCU
POSLOVNI ODJEL
STRUČNI STUDIJ UGOSTITELJSTVA**

Marijana Belavić

**UTJECAJ DRŽAVNOG DUGA
NA GOSPODARSTVO**

ZAVRŠNI RAD

Karlovac, rujan 2018.

Veleučilište u Karlovcu
Poslovni odjel
Stručni studij ugostiteljstva

Marijana Belavić

UTJECAJ DRŽAVNOG DUGA NA GOSPODARSTVO

ZAVRŠNI RAD

Kolegij: Osnove ekonomije

Mentor: mr.sc. Ivana Varičak

Broj indeksa autora: 0618615109

Karlovac, rujan 2018.

ZAHVALA

Zahvaljujem mentorici mr.sc. Ivani Varičak na strpljenju i stručnoj pomoći kako bi ovaj završni rad bio što bolji, te na njenom uloženom vremenu i trudu.

Hvala mojoj obitelji, prvenstveno suprugu na podršci i strpljenju, a djeci na tome što su mi uvijek inspiracija za to da uvijek dajem sve od sebe kod ostvarenja postavljenih ciljeva.

Također zahvaljujem profesorima i asistentima na Veleučilištu koji su za vrijeme studija prenosili svoje znanje i iskustvo na način da učenje bude zanimljivo, te naposljetku na stečenom znanju i samopouzdanju.

SAŽETAK

Cilj ovog rada je spoznati uzročno-posljedične odnose visoke zaduženosti i gospodarskog rasta na primjeru Republike Hrvatske.

U teorijskom dijelu rad se bavi procesima koji dovode do potrebe zaduživanja države, te o instrumentima koji omogućuju pozajmljivanje u raznim oblicima. Dana je definicija javnog duga te pokazatelja zaduženosti. Također se objašnjavaju pojmovi koji se javljaju u području javnih financija, prihoda i rashoda, državnog suficita i deficita.

Zaduživanje je proces koji se događa u velikom broju zemalja i većinom je normalan za zemlje u razvoju. Međutim, ukoliko dođe do prevelikog zaduživanja koje nije popraćeno dovoljno brzim rastom gospodarske aktivnosti, dolazi do nemogućnosti države da podmiruje obveze proizašle iz zaduživanja, a time i do dužničke krize. Inozemna zaduženost moguća je opasnost međunarodnom financijskom sustavu ukoliko nastaje kao posljedica dugogodišnje neravnoteže u bilancama tekućih transakcija zemalja.

Kod zaduživanja država mora imati na umu načelo racionalnosti, koje nalaže da efikasnost investicija mora biti jednaka prosječnoj kamatnoj stopi na pozajmljena sredstva. Utrošak sredstava od inozemnih zajmova mora rezultirati porastom proizvodnje kako bi se dugovi mogli otplatiti. Do prevelike zaduženosti dolazi zbog loše ekonomske politike koju je zemlja u prošlosti provodila.

Glavna pitanja na koja se nastoji odgovoriti su: Koliko je Hrvatska zadužena? Koji su uzroci visoke zaduženosti? Koje su posljedice visoke zaduženosti na gospodarstvo? Što je potrebno da bi Hrvatska smanjila visoku zaduženost?

Zaduženost Hrvatske analizirana je putem financijskih pokazatelja koje koriste međunarodne financijske institucije i komparacijom tih pokazatelja s usporedivim zemljama u regiji.

Ključne riječi: javni dug, državni dug, zaduženost, gospodarski rast, upravljanje javnim dugom, pokazatelji zaduženosti

SUMMARY

The goal of this paper is to know the cause-and-effect relationship of high indebtedness and economic growth on the example of the Republic of Croatia.

In the theoretical part, the paper deals with processes that lead to the need for government borrowing, as well as instruments that allow lending in various forms. The definition of public debt and indebtedness indicators is given, and also the concepts that appear in the field of public finances, revenues and expenditures, state surpluses and deficits are explained.

Indebtedness is a process that occurs in a number of countries and mostly it is normal for a developing country. However, in case of excessive borrowing that is not accompanied by the rapid growth of economic activity, the state becomes unable to meet their obligations arising from borrowing, and there the debt crisis appears. Foreign debt of countries is a possible threat to the international financial system, if it results from a long-term imbalance in the balance sheets of current transactions of the countries.

When borrowing a country must keep in mind the principle of rationality, which requires that the efficiency of investments must be equal to the average interest rate on the borrowed funds. The use of funds from borrowing must result in increased production so that debts can be repaid. Over-indebtedness is a result of the bad economic policies of the country in the past.

The main questions are: How much is Croatia in debt? What are the causes of high indebtedness? What are the consequences of high indebtedness on the economy? What is necessary to reduce the high indebtedness of Croatia?

Croatia's indebtedness has been analyzed through financial indicators used by international financial institutions and by comparing these indicators with comparable countries in the region.

Key words: public debt, government debt, indebtedness, economic growth, public debt management, indicators of indebtedness

SADRŽAJ

1. UVOD	1
1.1. Predmet i cilj rada.....	1
1.2. Izvori podataka i metode prikupljanja	1
1.3. Sadržaj i struktura rada	2
2. POVIJESNI RAZVOJ DRŽAVNOG ZADUŽIVANJA	3
2.1. Feudalizam i nagomilavanje bogatstva	3
2.2. Razvoj manufakture i trgovine i njihov utjecaj na državnu potrošnju i zaduživanje	4
2.3. Načini uzajmljivanja sredstava za popunjavanje manjka državnog proračuna .	5
2.4. Nagomilavanje dugova i njihov utjecaj na gospodarstvo	7
3. TEORIJA DRŽAVNOG PRORAČUNA I JAVNOG DUGA	9
3.1. Razlika između proračunskog manjka i duga	9
3.2. Ekonomske funkcije državnog proračuna.....	10
3.3. Stvarni, strukturni i ciklički proračuni	10
3.4. Ekonomija duga i manjka	11
3.5. Kratki i dugi rok.....	12
3.6. Vanjski i unutarnji dug	13
3.7. Premještanje kapitala kao posljedica unutarnjeg duga.....	14
3.8. Utjecaj duga u dugom roku na gospodarski rast	14
4. DRŽAVNI DUG REPUBLIKE HRVATSKE	16
4.1. Institucionalni okvir	16
4.2. Klasificiranje državnog duga.....	17
4.2.1. Neutrživi instrumenti zaduživanja.....	18
4.2.2. Utrživi instrumenti zaduživanja.....	19
4.3. Financiranje proračunskog deficita.....	20
4.3.1. Račun financiranja	21
4.4. Pokretači javnog duga u Hrvatskoj.....	22
4.4.1. Analiza javnog duga u Republici Hrvatskoj u razdoblju od 2002. do 2015. godine	24
4.4.2. Metodološke korekcije koje su utjecale na izražavanje javnog duga.....	26
4.4.3. Elementi povećanja javnog duga u Republici Hrvatskoj.....	28
4.5. Ekonomija Republike Hrvatske u uvjetima visoke zaduženosti	34

4.6. Komparativna analiza zaduženosti Hrvatske i usporedivih država Europske unije.....	38
5. UPRAVLJANJE JAVNIM DUGOM U EUROPSKOJ UNIJI I USPOREDBA SA HRVATSKOM	41
5.1. Agencije za upravljanje javnim dugom	41
5.1.1. Konceptija upravljanja institucijama za javni dug.....	42
5.2. Primjeri upravljanja javnim dugom u određenim zemljama Europske unije....	44
5.3. Upravljanje javnim dugom u manje razvijenim ekonomijama i Hrvatskoj	44
ZAKLJUČAK.....	47
LITERATURA.....	50
POPIS TABLICA I GRAFIKONA	51

1. UVOD

1.1. Predmet i cilj rada

Predmet rada je državni dug, to jest razlozi, načini i procesi zaduživanja, elementi koji utječu na povećanje javnog duga, metode mjerenja i izražavanja državne zaduženosti i upravljanje javnim dugom. U teoretskom dijelu prikazano je zašto je i kako u prošlosti dolazilo do zaduživanja vladara i država, te kojim instrumentima se država zaduživala i kako je to utjecalo na razvoj ekonomije i gospodarsku aktivnost u zemlji.

U analitičkom dijelu na primjeru Republike Hrvatske bit će prikazano koji su pokretači javnog duga, koje metode se koriste za izražavanje duga, te kako funkcionira ekonomija u uvjetima visoke zaduženosti. Javni dug Hrvatske kompariran je i s javnim dugom usporedivih zemalja Europske unije, a analizirano je i upravljanje javnim dugom nekih slabije i jače razvijenih ekonomija Europe.

Cilj rada jest analiza i prikaz procesa koji dovodi do državne zaduženosti, uz moguća rješenja upravljanja javnim dugom koja se mogu primijeniti i na slučaju Hrvatske.

Na osnovi analize prikazat će se položaj Hrvatske u pogledu zaduživanja i opasnost u kojoj se njen gospodarski razvoj nalazi ukoliko se nastavi negativan trend rasta zaduživanja koji nije popraćen bržim porastom gospodarske aktivnosti.

1.2. Izvori podataka i metode prikupljanja

U izradi ovog rada korišteni su sekundarni izvori podataka. Korištena je stručna literatura domaćih i stranih autora s područja ekonomije, te relevantni izvori s interneta koji su vezani uz predmetnu tematiku. Izvori su popisani na kraju ovog rada.

Za prikupljanje podataka je korištena metoda istraživanja za stolom, a podaci su obrađeni metodom analize i kompilacije.

1.3. Sadržaj i struktura rada

Rad se sastoji od šest poglavlja s pripadajućim potpoglavljima. Nakon uvoda slijedi analiza povijesnih trendova zaduživanja, zatim teoretski dio o državnom proračunu i zaduživanju. Nakon toga se nalazi poglavlje s analizom javnog duga na primjeru Republike Hrvatske, komparacija s usporedivim zemljama u regiji i poglavlje s usporedbom upravljanja javnim dugovima u Hrvatskoj i u drugim zemljama. Na kraju rada se nalazi zaključak, popis tablica i grafikona, te popis literature.

2. POVIJESNI RAZVOJ DRŽAVNOG ZADUŽIVANJA

Da bismo bolje razumjeli prilike koje u suvremeno doba dovode do potrebe države za zaduživanjem, te načine pomoću kojih vlade pronalaze potrebna sredstva za popunjavanje manjkova u proračunu, možemo početi s proučavanjem povijesti. Nekad, u doba feudalizma, nije bilo potrebe za zaduživanjem vladara, najviše iz razloga što nije bilo ni prilike za prekomjernim trošenjem, kao i stoga što su vladari nagomilavali svoja bogatstva za slučaj izvanredne potrebe. Pojavom manufakture i trgovine mijenjaju se prilike i dolazi do izvanrednog i prekomjernog trošenja dohotka. Tako dolazi do potrebe za pozajmljivanjem budući da redoviti prihodi od poreza nisu bili dovoljni za pokrivanje sve većih i iznenadnih izdataka (kao npr. u slučaju rata).

2.1. Feudalizam i nagomilavanje bogatstva

Dohodak u vrijeme feudalizma sastojao se od sirovina za prehranu i odijevanje, žita, stoke, vune i sirove kože. Ako bi vlasnik imao više tih sirovina nego što bi mu bilo potrebno za vlastitu potrošnju, mogao je hraniti i odijevati više ljudi. Glavni troškovi bogatih sastojali su se u pružanju gostoprimstva, što nisu bili troškovi koji bi ih mogli upropastiti. Obično su bili toliko štedljivi da ne potroše svoj cijeli dohodak. Njihov posjed često je ostajao u vlasništvu iste obitelji dugi vremenski period, a ljudi su običavali živjeti u skladu s visinom svog dohotka. Skupocjene i raskošne stvari nisu bile poznate ni dostupne, jer nisu postojale manufakture niti je bila razvijena trgovina. Ljudi su imali priliku jedan dio svojih proizvoda prodati za novac koji bi dijelom potrošili, a dio bi obično nagomilavali. Oni bi tako dio koji im je ostao nagomilan čuvali i spremali za slučaj da ostanu bez kuće i zemlje, te bi ga najčešće skrivali. Nagomilavanje i skrivanje blaga bilo je vrlo često. U to vrijeme bilo je uobičajeno da se pronađe skriveno blago čiji vlasnik je nepoznat. Tako pronađeno blago činilo je velik dio vladarevog prihoda.

Vladari su imali istu sklonost nagomilavanju i štednji kao i podanici. Svi europski vladari u doba feudalizma su posjedovali svoja nagomilana blaga. Trgovina tada nije

bila dostojna gospode, a zakonom je bilo zabranjeno i nedostojno posuđivati novce uz kamate, što je smatrano lihvaranjem¹.

2.2. Razvoj manufakture i trgovine i njihov utjecaj na državnu potrošnju i zaduživanje

Uz proširenje manufakture i razvoj trgovine neizbježno je vezano povećanje interesa za dostupnim raznolikim predmetima raskoši. Vladari su trošili velik dio svog dohotka na zabave, što je dovelo do toga da nemaju dovoljno sredstava za održavanje obrambene moći države. U 17. stoljeću ostalo je vrlo malo vladara koji su posjedovali nagomilano blago. Kad se pojavila neka izvanredna potreba, ona je zahtijevala izvanredni rashod, a tada se kralj morao obratiti podanicima za pomoć. Za vrijeme rata rashodi za potrebe obrane obično su veći tri do četiri puta nego redoviti rashodi za vrijeme mira. No, ukoliko se poveća porez da bi se te potrebe namirile (jer nema ušteđenih sredstava), ti prihodi će početi pritjecati u blagajnu deset do dvanaest mjeseci nakon što su porezi uvedeni. U slučaju rata ili neposredne opasnosti od rata, sredstva za opremanje vojske, mornarice, za izgradnju tvrđava i ostalog, moraju se odmah pribaviti. Vlada nema drugog izbora nego pozajmiti.

Zemlja u kojoj je razvijena trgovina i manufaktura ima velik broj ljudi koji posjeduju vlastiti kapital, ali i kapital onih koji njima pozajmljuju novac. Ti ljudi su spremni pozajmiti vladi svoj novac jer time povećavaju svoj kapital, ali uz uvjet da postoji izvjesna mjera povjerenja u pravednost vlade.

Država u kojoj napreduje trgovina i manufaktura je ona država u kojoj postoji redovno dijeljenje pravde, u kojoj se narod osjeća sigurnim u posjedu svoje imovine, u kojoj se povjerenje u ugovore podupire zakonom, te ona u kojoj građani vjeruju da će se državna vlast redovito upotrebljavati da se prisile na plaćanje dugova svi oni koji mogu platiti.

¹ Smith, A.: **Istraživanje prirode i uzroka bogatstva naroda**, Poslovni dnevnik Masmedia, 2005., str. 866

2.3. Načini uzajmljivanja sredstava za popunjavanje manjka državnog proračuna

Uvjeti pozajmljivanja državi bili su vrlo povoljni, a zadužnica koji bi pozajmljivači primili mogla se prodati i unovčiti i za veću vrijednost od one koju bi za nju platili. Budući da je vlada imala uvijek spremne podanike koji su joj u izvanrednim prilikama bili spremni posuditi novac, računala je na tu spremnost i nije smatrala da ima potrebe za štednjom. Na taj način ubrzo su sve europske vlade u podjednako vrijeme nagomilale dugove.

Za plaćanje dugova državljanima je vlada Velike Britanije izdavala rizničke obveznice i mornaričke mjenice. Razlika između njih je bila ta što su se kamate za rizničke obveznice obračunavale od dana kad su izdane, a za mornaričke mjenice šest mjeseci od dana izdavanja. Engleska banka održavala je njihovu vrijednost sporazumjevši se s vladom da za izvjesnu nagradu stavlja obveznice u optjecaj, to jest da ih prima za nominalnu vrijednost i plaća kamate za njih. Tako je omogućila vladi da napravi ogromni dug.

Najčešći načini uzajmljivanja koji su prvenstveno provedeni u europskim zemljama bili su:

1. Anticipacija
2. Trajno fundiranje
3. Uzajmljivanje na rente za određeni broj godina
4. Uzajmljivanje na doživotne rente: pojedinačne ili skupne (tontine)

"Sredstvo koje će pribaviti najviše novaca gotovo se uvijek više voli od onoga za koje je vjerojatno da će dovesti na najbrži način do oslobođenja javnog prihoda." ²

U to vrijeme najveći dio poreza uvodio se na kratko razdoblje, četiri do sedam godina. Porezi koji su uvedeni bili su ustvari fondovi za vraćanje dugova. U jednom slučaju smatralo se da je fond dovoljan da u određenom vremenu plati i dug i kamate, te se govorilo da je novac nabavljen **anticipacijom**. U drugom slučaju bila je riječ o **trajnom fundiranju**, te se smatralo da je fond dovoljan samo da plati kamate ili vječne anuitete koji su isti kao kamate, a vlada je mogla u bilo koje vrijeme iskupiti

² Citat: Smith, A.: **Istraživanje prirode i uzroka bogatstva naroda**, Poslovni dnevnik Masmedia, 2005., str. 876

taj fond isplatom posuđene glavnice. Zemljarina i porez su se svake godine anticipirali na osnovi klauzule o uzajmljivanju. Velik dio proračuna za iduću godinu se sastojao od zajmova na anticipacije od prinosa planiranih poreza. Prihodi od poreza najčešće nisu bili dovoljni da se plati glavnica i kamate posuđenog novca unutar roka, nastajali su manjkovi za pokriće te je bilo potrebno produljiti rok. Tako su se uvedeni porezi iz godine u godinu produljivali kao fondovi za nove zajmove. U Engleskoj su krajem 17. i početkom 18. stoljeća gotovo svi novi uvedeni porezi postali trajni, ali ne kao fondovi za plaćanje glavnice, već za plaćanje kamata na sredstva koja su ranije na njih pozajmljena različitim anticipacijama³.

Da se novac nije pribavljao anticipacijama i da se vodila briga da se fondovi ne preopterećuju s više duga nego se može platiti u roku i da se ne anticipiraju porezi drugi put prije nego istekne prva anticipacija, u roku nekoliko godina državni fond bi se oslobodio dugova. Europske vlade najčešće bi preopterećivale fond već kod prve anticipacije, te je tako fond postao nedovoljan da plati i glavnicu i kamate. Briga za vraćanje duga ostajala je tako budućim generacijama, jer je onima koji se bave državnim poslovima primarna briga zadovoljavanje sadašnjih potreba.

Uz navedena dva načina, anticipaciju i trajno fundiranje, postoji i uzajmljivanje na rente za određeni broj godina i uzajmljivanje na doživotne rente. Uzajmljivanje na doživotne rente može biti pojedinačno i skupno (tontine).

Rente za određeni broj godina neki put su bile za veći, a nekad manji broj godina. Kao primjer iz 1693. godine je uzajmljivanje jednog milijuna funti uz rentu od četrnaest posto godišnje (140.000 funti) tijekom šesnaest godina.

Doživotne rente dodjeljivale su se kao pojedinačne ili na skupine života (u Francuskoj nazvane tontine po imenu izumitelja). U prvom slučaju smrt pojedinca bi oslobađala državni prihod opterećenja njegovom rentom, a u drugom bi se državni prihod oslobodio plaćanja rente tek smrću posljednje osobe koja je skupno primala tu rentu. Posljednji preživjeli naslijedio bi rente cijele skupine, a te rente dobro su se prodavale, čak i iznad svoje vrijednosti, jer ljudi prirodno vjeruju u svoju dobru sreću.

Rente su se mogle prodavati i kupovati, a ljudi koji su najčešće posuđivali svoje novce državi bili su trgovci koji su time povećavali svoj kapital. Traženije su bile trajne

³ Smith, A.: **Istraživanje prirode i uzroka bogatstva naroda**, Poslovni dnevnik Masmmedia, 2005., str. 872-873

rente od onih doživotnih, jer nitko ne želi platiti jednaku cijenu za rentu s trajanjem do kraja života druge osobe. Trajne rente bile su mnogo prikladniji vrijednosni papir koji ima približno podjednaku stvarnu trajnu vrijednost.

2.4. Nagomilavanje dugova i njihov utjecaj na gospodarstvo

Najčešći uzrok nepredvidivog i velikog troška vlade bili su ratovi, a najveća zaduživanja nastala su u ratno doba. Za vrijeme neposredne opasnosti stanovnici se nisu previše bunili na uvođenje novih poreza. No, tijekom mirnodopskog razdoblja također se pojavljuju izvanredne situacije koje traže izvanredne troškove, a vlada zaključuje da je jednostavnije te troškove pokriti zloporabom fonda za otplatu duga nego uvođenjem novog poreza. Normalno je da porezni obveznici uvijek negoduju zbog novih poreza, a upotrebom fonda kojim se trebao platiti dug izbjegava se njihovo nezadovoljstvo. Sve teže postaje pronalaženje novog predmeta oporezivanja ili podizanje poreza na stare predmete oporezivanja, a prihodi tijekom mirnog razdoblja najčešće nisu dovoljni za podmirenje dugova nastalih u ratno doba.

Gospodarstva različitih zaduženih zemalja imala su više štete nego koristi od nagomilavanja javnih dugova. Onaj kapital koji su početni vjerovnici predujmili vladi, od trenutka predujmljivanja nije više služio kao kapital nego je služio u svojstvu dohotka. Taj dohodak bio je preusmjeren od uzdržavanja produktivnih radnika na uzdržavanje neproduktivnih, bez izgleda da će se u budućnosti reproducirati. Taj kapital, iako je njima donosio prihode od renti od državnih papira, nije za zemlju bio novi kapital, nego kapital koji je povučen iz određenih poslova da bi bio uložen u druge. Da ljudi nisu taj početni kapital pozajmili vladi, u toj zemlji bi postojala dva kapitala koji bi bili dva dijela godišnjeg proizvoda umjesto jednog, te bi se oba upotrijebila za uzdržavanje produktivnog rada.

Također, kad se za pokriće državnog duga u određenoj godini ubire prihod od poreza, izvjestan dio prihoda privatnika preusmjerava se od uzdržavanja jedne vrste neproduktivnog rada prema uzdržavanju druge vrste neproduktivnog rada, a dio onog što oni plaćaju u obliku poreza mogao se nagomilati u kapital i tako se upotrijebiti za uzdržavanje produktivnog rada.⁴ Kad se državni rashod tako pokriva,

⁴ Smith, A.: **Istraživanje prirode i uzroka bogatstva naroda**, Poslovni dnevnik Masmedia, 2005., str.883

to u većoj ili manjoj mjeri sprečava daljnju akumulaciju novog kapitala, dok istovremeno ne znači nužno uništavanje bilo kojeg prethodno postojećeg kapitala.

Kad su se javni dugovi već bili nagomilali u određenoj mjeri, postoji vrlo malo primjera iz prošlosti gdje su se ti dugovi u potpunosti platili. U tom slučaju najčešće se do toga došlo putem stečaja. Neki puta je stečaj bio stvaran, no često je to bio i tobožnji stečaj. Stvarni državni stečaj se prividno prerušio u plaćanje duga tako što bi se povisila nominalna vrijednost novca. Zakonom koji bi donio parlament ili kraljevskim proglasom promijenila bi se nominalna vrijednost novca, tako bi se na primjer državni dug od sto dvadeset osam milijuna funti mogao otplatiti sa oko šezdeset i četiri milijuna sadašnjeg novca. To bi ustvari bila prividna isplata, a vjerovnici su bili prevareni za deset šilinga po svakoj funti koju su potraživali. Takvim postupkom bi se svi vjerovnici u državi stavljali u nepovoljan položaj, dok su dužnici u tom slučaju profitirali. Ova metoda pokazala se kao vrlo štetna za privatne poduzetnike koji su vjerovnici i koji bi ta sredstva koja su im se trebala vratiti upotrijebili za povećanje bogatstva i kapitala. Mnogo bolja metoda, poštenija, manje štetna za vjerovnike i časnija za dužnika je proglašavanje otvorenog i priznatog stečaja.

Narodi su u nekim slučajevima pribjegavali drugoj metodi koja ima potpuno isti učinak kao povećavanje nominalne vrijednosti novca, a to je kvarenje čistoće svog novca. Radi se o miješanju veće količine slitine u srebrni novac, čime bi se smanjila količina srebra u tom novcu. Dok je povišenje nominalne vrijednosti novca uvijek bila javna i priznata operacija, događalo se da je kvarenje čistoće novca bila skrivena operacija. No, uvijek bi se vrlo brzo otkrila prevara, tako da je to izazivalo veliko negodovanje u narodu. Nakon povećavanja nominalne vrijednosti novca skoro nikad se nije vraćalo na prijašnje stanje, ali u slučaju pogoršavanja čistoće gotovo uvijek bi novac bio vraćen na prijašnju finoću, čime bi se jedino uspijevalo umiriti bijes i negodovanje građana.

3. TEORIJA DRŽAVNOG PRORAČUNA I JAVNOG DUGA

U ovom poglavlju obrađen je teorijski dio, prvenstveno terminologija koja obuhvaća definiranje i podjelu državnog proračuna, proračunski manjak i dug, klasifikacija duga na unutarnji i vanjski, te kako zaduživanje utječe na opći gospodarski rast države. Državni proračun mora ispunjavati svoje ekonomske funkcije, koji su određivanje nacionalnih prioriteta i omogućavanje ispunjavanja makroekonomskih ciljeva države: smanjivanje promjena u poslovnom ciklusu, stabilan rast gospodarstva uz visoku zaposlenost i održavanje niske stope inflacije. Zato je vrlo bitno održavati uravnotežen proračun kad god je to moguće.

3.1. Razlika između proračunskog manjka i duga

Proračun pokazuje koji su planirani izdaci jedne države u određenoj godini za specifične državne programe (npr. obrazovanje, socijalna skrb i sl.) i kolika je očekivana dobit od poreznog sustava (porezni izvori kao što su porez na dobit, porez na dohodak i sl.). Proračuni služe kako bi države planirale i nadzirale svoje fiskalne poslove.

Uravnoteženost prihoda i rashoda proračuna je jedno od osnovnih proračunskih načela. Proračunski višak se pojavljuje kad državni prihodi premašuju rashode u određenoj godini, a proračunski manjak kad su državni rashodi veći od prihoda. U slučaju kad su prihodi i rashodi jednaki tijekom tog razdoblja proračun je uravnotežen, no praktično takav slučaj je rijetkost⁵.

U slučaju manjka proračuna država je prisiljena od javnosti pozajmiti kako bi bila u stanju podmiriti svoje obaveze. To se uobičajeno čini izdavanjem obveznica, kojima se obvezuje da će isplatiti novac u budućnosti. Državni dug (ili javni dug) se sastoji od akumuliranih posudbi države, tj. ukupne vrijednosti državnih obveznica.

Kad država ima proračunski višak, taj višak umanjuje državni dug, a dug se povećava kad država u zadanom razdoblju ima proračunski manjak.

⁵ Samuelson, P.A.; Nordhaus, W.D.: **Ekonomija**, 18. izdanje, Mate d.o.o., Zagreb, 2007. , str. 710

Javni dug je varijabla stanja jer se mjeri u određenom trenutku, a proračunski deficit je varijabla tijeka jer se mjeri tijekom jednog razdoblja ⁶.

3.2. Ekonomske funkcije državnog proračuna

Državna proračunska politika mora omogućiti da državni rashodi ne premašuju prihode kako bi proračun bio što uravnoteženiji. Izvršenje proračuna utječe na cjelokupno gospodarstvo države, jer vlade njime mogu utjecati na važne makroekonomske ciljeve.

Državni proračun ima dvije glavne ekonomske funkcije⁷:

1. Državni proračun je sredstvo kojim država određuje nacionalne prioritete: pružanje poticaja za povećanje ili smanjenje proizvodnje u određenim gospodarskim granama, te raspodjeljivanje nacionalne proizvodnje između privatne i javne potrošnje i ulaganja.
2. Proračunom se utječe na ključne makroekonomske ciljeve: određivanjem poreza i javnih izdataka utječe se na smanjivanje promjena u poslovnom ciklusu, doprinosi se održavanju rasta gospodarstva uz visoku zaposlenost, kao i održavanju niske stope inflacije.

Ipak, fiskalna politika ne utječe u znatnoj mjeri na ublažavanje promjena u poslovnom ciklusu, dok to učinkovitije izvršava monetarna politika i u današnje vrijeme se ona preferira.

3.3. Stvarni, strukturni i ciklički proračuni

U ekonomskoj analizi razlikujemo strukturni, stvarni i ciklički proračun, a njihovom usporedbom dobivamo važne podatke o kretanju poslovnog ciklusa i njegovom utjecaju na proračun.

⁶ Bajo, A.; Primorac, M.; Andabaka Badurina, A.: **Osnove upravljanja javnim dugom**, Institut za javne financije, Zagreb, 2011., str.15

⁷ Samuelson, P.A.; Nordhaus, W.D.: **Ekonomija**, 18. izdanje, Mate d.o.o., Zagreb, 2007. , str. 711

Strukturni dio proračuna pokazuje koliki bi mogli biti državni prihodi, rashodi i manjak ukoliko gospodarstvo ostvaruje svoju potencijalnu proizvodnju.

Stvarni proračun pokazuje stvarne prihode, rashode i manjke u određenom razdoblju, iskazane u novčanim jedinicama te države.

Ciklički proračun pokazuje razliku između stvarnog i strukturnog proračuna. Njime se može mjeriti utjecaj poslovnog ciklusa na proračun. On je određen stanjem poslovnog ciklusa, odnosno mjerom u kojoj su nacionalni dohodak i proizvodnja visoki ili niski. Te promjene pokretane poslovnim ciklusom su kratkoročne, te ciklički proračun pomaže tvorcima ekonomske politike da te promjene razlikuju od dugoročnih kretanja u gospodarstvu. Uslijed gospodarskog zamaha dolazi do povećanja prihoda iz poreza, što nikad ne dovodi do trajnih promjena. To su tek kratkotrajne promjene, na koje se ne treba usredotočiti kad se nastoji promijeniti državna štednja.

Time proizlazi da je za nacionalnu ravnotežu štednje i ulaganja najznačajniji strukturni proračun i najvažniji kod njene kontrole.

3.4. Ekonomija duga i manjka

Može li se tvrditi da je javni dug uvijek loš? Ne može se pretpostaviti da je državni dug loš uspoređujući ga s privatnim dužnicima. Ukoliko je državni dug velik treba se pronaći izvor problema, a logično je da veliki dug nameće i veliki teret za buduće generacije. Manji državni dug može imati svoje prednosti, a jedna skupina stručnjaka tvrdi da su u vrijeme recesije manjci povoljni u gospodarstvu.

Zemlje u razvoju imaju nekoliko zajedničkih karakteristika⁸: nizak dohodak (od kojeg se najveći dio troši na hranu), nizak stupanj specijalizacije (koji utječe na nisku produktivnost rada i relativno visoke jedinične troškove, što dovodi do nekonkurentnosti na svjetskom tržištu), te nerazvijenost financijskog tržišta. Neelastičnost izvoza vodi do deficita u bilanci vanjske trgovine. Najveći dio dohotka se troši tako da je štednja niska, a time i investicije. Začarani krug u kojem se nalaze

⁸ Babić, M.: **Ekonomija - Uvod u analizu i politiku**, Novi informator d.o.o., Zagreb, 2009.g., str. 471

nerazvijene zemlje i zemlje u razvoju može se prekinuti jedino uvozom kapitala iz inozemstva⁹.

Zemlje u razvoju moraju povećati stopu privrednog rasta, što to zahtijeva povećanje investicija. Investicije se mogu financirati nacionalnom štednjom ili zaduživanjem u inozemstvu. Razlika između iznosa nacionalne štednje i potrebe potrošnje na investicije pokriva se vanjskim zaduživanjem, to jest iz inozemne akumulacije. Ukoliko se sredstva od zaduživanja u inozemstvu racionalno troše, to pozitivno utječe na razvoj, ali do određene granice zaduženosti. Prag zaduženosti, kad pozitivni efekti postaju manji od negativnih, jest udio duga u BDP-u od 50%, te udio duga u izvozu od 100 do 105%¹⁰. Kad se prijeđe ta granica daljnje zaduživanje utječe negativno na gospodarski razvoj. Primjerice, udio javnog duga u BDP-u u Hrvatskoj je 2014. godine bio 86,5%, dok je udio duga u izvozu iste te godine bio 234%.¹¹

O efikasnosti makroekonomske politike zemlje ovisi hoće li posuđivanje u inozemstvu ubrzati privredni razvoj ili ga usporiti. Posljedica loše politike zaduživanja može biti neefikasno trošenje sredstava na promašene investicije, vojne izdatke ili povećanje tekuće potrošnje. Uz tu lošu politiku bez povećanja stope rasta smanjit će se sredstva raspoloživa za otplatu zajmova kad oni dođu na naplatu i ostat će manje za ulaganje u domaće investicije.

Uz efikasno trošenje inozemnog kapitala na investicije povećava se kapitalna opremljenost rada čime se poboljšava produktivnost rada. Na taj način se mogu stvoriti uvjeti za pokretanje procesa privrednog razvoja i izlazak iz začaranog kruga nerazvijenosti i siromaštva¹².

3.5. Kratki i dugi rok

U makroekonomiji kratki rok razmatra situacije kad može prevladati zaposlenost manja od pune. Tad se ostvarena proizvodnja razlikuje od potencijalne proizvodnje. Ukoliko se poveća državna potrošnja (G), npr. država kupuje opremu za škole ili

⁹ Babić, M.: **Ekonomija - Uvod u analizu i politiku**, Novi informator d.o.o., Zagreb, 2009.g., str. 471

¹⁰ IBID, str. 475

¹¹ Buturac, G.: **Ekonomija u uvjetima visoke zaduženosti: slučaj Hrvatske**, Ekonomski pregled, 68 (1) 3-31 (2017), str. 20

¹² Babić, M.: **Ekonomija - Uvod u analizu i politiku**, Novi informator d.o.o., Zagreb, 2009.g., str. 471

investira u prometnu infrastrukturu, model multiplikatora pokazuje da će BDP rasti višestruko (1,5 do 2) u odnosu na povećanje G. Nešto manji multiplikator primjenjuje se i na smanjenje poreza (T).¹³ Manjak proračuna jednak je T-G, tako da će on istovremeno rasti. Iz toga proizlazi da će povećanje strukturnog manjka koji proizlazi iz povećanja G ili smanjenja T u uvjetima zaposlenosti manje od pune, težiti povećanju proizvodnje i smanjenju nezaposlenosti, a moguće i povećanju stope inflacije.

Ova analiza multiplikatora objašnjava reakciju financijskog tržišta. Uz rast proizvodnje i inflacije vjerojatno je da će rasti i kamatne stope, a devizni tečaj aprecirati¹⁴. Rastuće kamatne stope i aprecijacija valute dovode do istiskivanja domaćih i stranih ulaganja. Istiskivanje ulaganja može poništiti cijeli fiskalni poticaj, ali na to se može utjecati politikom centralne banke i mnogim drugim čimbenicima. Općenito se smatra da bi nakon uključivanja svakog učinka istiskivanja učinak fiskalnog poticaja trebao biti pozitivan u roku od najmanje jedne do dvije godine.

Ekspanzivno djelovanje fiskalne politike na gospodarstvo u kratkom roku (kad je zaposlenost manja od pune) znači povećanje potrošnje i niže poreze, što dovodi do povećanja agregatne potražnje, proizvodnje, zaposlenosti i inflacije. Budući da zbog reakcije financijskog tržišta rastu kamatne stope i dolazi do aprecijacije valute, ekspanzivni učinak se smanjuje i naposljetku nestaje.

Valja imati na umu da se istiskivanje može primijeniti samo ako se radi o strukturnom manjku. Ukoliko je manjak posljedica recesije, ne primjenjuje se logika istiskivanja budući da recesija vodi prema smanjenju potražnje za novcem i nižim kamatnim stopama. Činjenica da se istiskivanje ne primjenjuje u recesiji ukazuje na to da automatska veza između deficita i ulaganja ipak ne postoji.

3.6. Vanjski i unutarnji dug

Unutarnji javni dug sastoji se od dugovanja zemlje svojim rezidentima. On ne predstavlja teret državi u pojednostavljenom smislu da tada svaki porezni obveznik

¹³ Samuelson, P.A.; Nordhaus, W.D.: **Ekonomija**, 18. izdanje, Mate d.o.o., Zagreb, 2007., str. 713

¹⁴ IBID

koji posjeduje državne obveznice duguje sam sebi. Porez koji on plaća namijenjen je upravo održavanju tog duga.

Inozemni dug je slučaj u kojem inozemni subjekti posjeduju dio imovine zemlje. Iznos koji zemlja duguje njeni građani moraju održavati izvozom dobara ili usluga, ili prodajom državne imovine strancima. Inozemni dug stoga uključuje oduzimanje od neto izvora koji su dostupni za potrošnju unutar zemlje koja je dužnik.

3.7. Premještanje kapitala kao posljedica unutarnjeg duga

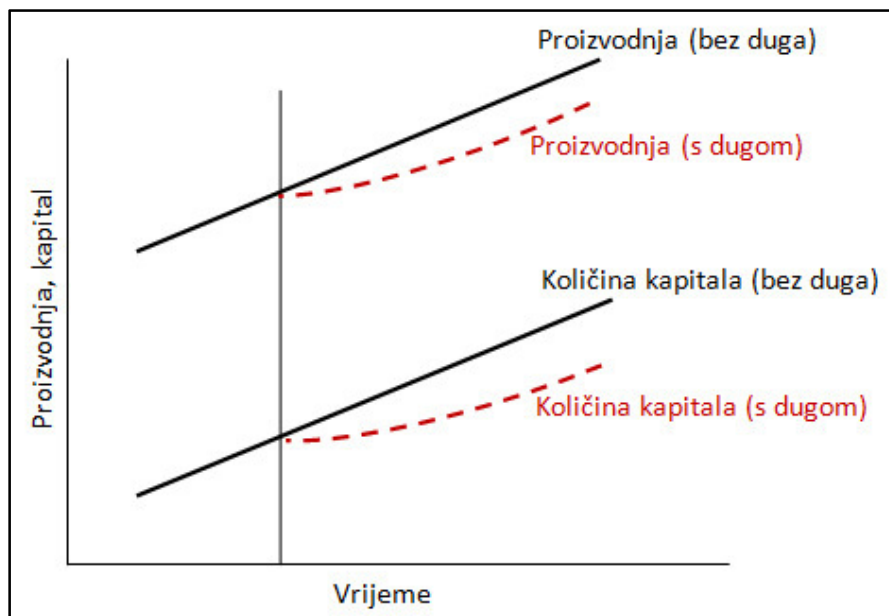
Ljudi akumuliraju bogatstvo iz raznih razloga (mirovina, stanovanje, obrazovanje i sl.), te su ukupna željena sredstva ljudi fiksna. Imovina koju ljudi drže može se izdvojiti u dvije skupine: državni dug i kapital (kuće, financijska imovina poput dionica, tj. vlasništvo nad privatnim kapitalom). Privatni kapital će u slučaju velikog duga zemlje biti zamijenjen državnim dugom. Kako se dug povećava, država prodaje svoje obveznice državljanima, a u njihovom ukupnom akumuliranom bogatstvu te obveznice zamjenjuju kapital i ostalu privatnu imovinu. To premještanje privatnog kapitala može se na jedan način umanjiti time da zemlja posuđuje sredstva u inozemstvu.

3.8. Utjecaj duga u dugom roku na gospodarski rast

Državni dug vrlo vjerojatno utječe na dugoročno smanjenje gospodarskog rasta. Kad bi gospodarstvo poslovalo bez duga, tad bi rasli količina kapitala i potencijalna proizvodnja. Uz akumuliranje javnog duga, s vremenom se događa premještanje kapitala, a zbog povećanja poreza u svrhu plaćanja kamata na dug i proizvodnja se smanjuje radi neučinkovitosti. Također, i povećanje inozemnog duga smanjuje nacionalni dohodak povećavajući dio nacionalne proizvodnje koja će biti izdvojena u svrhu održavanja duga¹⁵. Uz sve te učinke, proizvodnja i potrošnja rastu sporije nego što bi rasle bez državnog duga i deficita.

¹⁵ Samuelson, P.A.; Nordhaus, W.D.: **Ekonomija**, 18. izdanje, Mate d.o.o., Zagreb, 2007., str. 716

Graf 1: Utjecaj državnog duga na gospodarski rast



Izvor: Obrada autorice prema: Samuelson, P.A.; Nordhaus, W.D.: **Ekonomija**, 18. izdanje, Mate d.o.o., Zagreb, 2007.; str. 717

Pune linije prikazuju kretanje proizvodnje i kapitala dok nema državnog duga. Isprekidane linije prikazuju kakav utjecaj ima veći državni dug na proizvodnju i kapital.

Uz opadajući dug ovo pravilo vrijedi u suprotnom smjeru. S nižim javnim dugom veći dio nacionalnog bogatstva stavljen je u kapital, a ne u državne obveznice. S većim kapitalom raste proizvodnja, a dohotci stanovništva i njihova potrošnja rastu.

Zaključak je da veliki državni dug vodi smanjenju rasta potencijalne proizvodnje zbog premještanja privatnog kapitala, većoj neučinkovitosti zbog povećanja poreza, a država je prisiljena smanjiti potrošnju kako bi održala inozemno posuđivanje.

4. DRŽAVNI DUG REPUBLIKE HRVATSKE

U ovom poglavlju praktično se analizira izvršenje proračuna Republike Hrvatske i uzroci njenog zaduživanja u razdoblju od 2002. do 2015. godine. Bit će riječi o klasifikaciji državnog duga, instrumentima zaduživanja, metodološkim korekcijama koje su dovele do povećanja iznosa javnog duga i o tome kako u uvjetima visoke zaduženosti funkcionira gospodarstvo Hrvatske. Posebno se obrađuju elementi koji dovode do povećanja javnog duga, a to su efekt lavine, primarni saldo proračuna i prilagodba stanja i tokova.

4.1. Institucionalni okvir

Osnovna pravila vezana uz zaduživanje Republike Hrvatske regulirana su 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

Tim zakonima regulira se općenita materija državnog zaduženja, kao i propisane gornje granice zaduženja, normirani su pojedini oblici zaduženja i njihovi ukupni iznosi.

Javni dug definiramo kao kumulativ potraživanja koja prema javnom sektoru imaju njegovi vjerovnici u određenom trenutku¹⁶. Država se zadužuje u svrhu prikupljanja sredstava za financiranje kapitalnih projekata, otplate postojećih dugova, provedbe mjera stabilizacijske politike i izgladivanja poreznog opterećenja u određenom vremenu¹⁷. Također je to i kumulativ prošlih proračunskih deficita, a zaduživanjem se financira manjak proračuna koji je nastao zato što su u određenom razdoblju proračunski rashodi bili veći od prihoda.

¹⁶ Bajo, A.; Primorac, M.; Andabaka Badurina, A.: **Osnove upravljanja javnim dugom**, Institut za javne financije, Zagreb, 2011., str. 13

¹⁷ IBID

Javni dug je način financiranja javnih rashoda, alternativan porezima koji su nametnuta obveza davanja bez pružanja protuusluge.

Država se zadužuje na dva osnovna načina¹⁸:

1. uzimanjem zajmova od banaka i drugih financijskih institucija,
2. izdavanjem državnih vrijednosnica na domaćem i inozemnom financijskom tržištu.

Zaduživanjem se država kao dužnik vjerovniku obvezuje na vraćanje duga uvećanog za kamate. Kod uzimanja zajma riječ je o dužničko-vjerovničkom odnosu, a kod zaduženja putem emisije vrijednosnih papira riječ je o klasičnom javnom zajmu putem kojeg država prikuplja sredstva emisijom vrijednosnica. Odluku o državnom dugu i državnim jamstvima donosi Sabor na prijedlog Vlade RH. Ministar financija ima važnu ulogu kod operativne provedbe državnog zaduženja. Njegova uloga je potpisivanje ugovora o zaduživanju državnog proračuna i o izdavanju jamstava, odlučivanje o obliku zajma i instrumentima osiguranja zajma, te sklapanje ugovora s Narodnom bankom Hrvatske o obavljanju potrebnih usluga za provedbu odluka o državnom dugu. Sve odluke o državnom dugu, jamstvima i zajmovima moraju biti objavljene u Narodnim novinama.

4.2. Klasificiranje državnog duga

Državni dug se u praksi klasificira prema šest kriterija¹⁹:

1. Prema institucionalnom obuhvatu: državni dug i javni dug. Državni dug obuhvaća dug konsolidiranog proračuna središnje države, dok javni dug opće države obuhvaća konsolidirani dug proračuna središnje države zajedno sa dugom proračuna jedinica lokalne i područne samouprave.
2. Prema podrijetlu: unutarnji i vanjski dug. Kao kriterij se koristi tržište nastanka duga.
3. Prema ročnoj strukturi: kratkoročni, srednjoročni i dugoročni dug. Najčešće se kratkoročnim smatra onaj s rokom dospijeca do godine dana, srednjoročnim s

¹⁸ Bajo, A.; Primorac, M.; Andabaka Badurina, A.: **Osnove upravljanja javnim dugom**, Institut za javne financije, Zagreb, 2011., str. 15

¹⁹ IBID, str. 19

rokom od jedne do deset godina, a dugoročnim dugom smatra se onaj s dospijećem duljim od deset godina.

4. Prema valutnoj strukturi: dug iskazan u domaćoj i inozemnoj valuti. Zaduživanje na inozemnim tržištima se uobičajeno obavlja u inozemnoj valuti, a često se diverzificira na više valuta zbog smanjenja izloženosti tečajnim rizicima.
5. Prema strukturi kamatnih stopa: dug s varijabilnom i onaj sa fiksnom kamatnom stopom. U slučaju da se na tržištu očekuje smanjenje kamatnih stopa poželjno je zaduživanje po varijabilnoj kamatnoj stopi, a u slučaju očekivanog povećanja kamatnih stopa trebalo bi se zaduživati po fiksnoj kamatnoj stopi. Osnovna kamatna stopa vezana je uz neku od referentnih kamatnih stopa na međunarodnom financijskom tržištu (npr. EURIBOR, LIBOR) ili uz stopu inflacije. Varijabilna kamatna stopa se veže uz fiksnu premiju na neku od tih referentnih kamatnih stopa.
6. Prema utrživosti elemenata javnog duga: utrživ i neutrživ. Utrživi dug obuhvaća instrumente duga s kojima je moguće trgovati na financijskom tržištu, dok neutrživ podrazumijeva instrumente koji se drže do dospijeća i njima se ne trguje na tržištima kapitala. Utrživi instrumenti su na primjer državne vrijednosnice, a neutrživi su krediti.

Ovom sistematizacijom državni dug se klasificira na više kategorija, od kojih se bilo koja može i dodatno proširiti. Moguće je govoriti o državnom unutarnjem dugoročnom dugu, vanjskom javnom dugu itd. U nastavku će se dodatno pojasniti razlika između neutrživih i utrživih instrumenata zaduživanja.

4.2.1. Neutrživi instrumenti zaduživanja

Neutrživim instrumentima zaduživanja ne može se trgovati na sekundarnom tržištu. Oni su namijenjeni malim individualnim ulagačima bez iskustva s ulaganjem u državne vrijednosnice. Primjer neutrživog instrumenta zaduživanja su štedne obveznice, koje pridonose diverzifikaciji instrumenata zaduživanja države, ali nepogodne su u slučaju rastućih kamatnih stopa, u kojem slučaju postoji rizik kapitalnog gubitka za investitora. Ukoliko se pojave problemi s likvidnošću, investitori imaju mogućnost da ponude otkup obveznice od izdatelja prije njenog datuma

dospijeća. Budući da su investitori u obveznice većinom mali štediši koji ih obično drže do dospelosti, privremeni otkup nije problem za izdavatelja.

Osim štednih obveznica, neutrživi instrumenti zaduživanja su i financijske obveze preuzete od javnih poduzeća, kao i zaduživanja kreditima kod središnjih državnih banaka, poslovnih banaka ili međunarodnih financijskih institucija.

4.2.2. Utrživi instrumenti zaduživanja

Utrživi dug se može podijeliti na dug u inozemnom vlasništvu i onaj u inozemnoj valuti. Razlika je u tome što prvi pripada ulagačima nerezidentima, dok dug u inozemnoj valuti podrazumijeva iznos duga izdanog posredstvom tržišta novca, tj. izdanim obveznicama s isplatom glavnice i kamate u inozemnoj valuti. To su na primjer hrvatske obveznice izdane u eurima.

Kratkoročne utržive vrijednosnice obuhvaćaju trezorske zapise, komercijalne zapise i ostale kratkoročne instrumente (npr. kratkoročni depoziti, prekonoćna zaduživanja itd.). Sve su one s dospelostima kraćim od godine dana. One se koriste za pokrivanje potreba za financiranjem proračunskog deficita države ili otplatu duga tijekom fiskalne godine, ali i kao pomoć Središnjoj banci u održavanju likvidnosti banaka, nebankovnog sektora ili utjecaja na kratkoročne kamatne stope. Trezorski zapisi dominiraju među kratkoročnim instrumentima. Oni se izdaju uz diskont s redovnim rokovima dospelosti od tri, šest ili devet mjeseci, ali i s izvanrednim rokovima dospelosti. Komercijalni zapisi su kratkoročni dugovi poduzeća u većinskom vlasništvu središnje države i lokalnih jedinica.

U većini zemalja OECD-a ²⁰ najveći dio javnog duga čine srednjoročne i dugoročne državne vrijednosnice. Među njima prevladavaju vrijednosnice s fiksnim prihodom. One su likvidne i njima se lako trguje na sekundarnom tržištu vrijednosnica. Mana im je što su podložne visokom riziku promjena kamatnih stopa.

Vrijednosnice s varijabilnim kamatnim stopama smanjuju rizik od promjene kamatnih stopa, ali su istodobno i manje likvidne. Njima je teško odrediti cijenu na tržištu u vremenu između dva datuma utvrđivanja kamatnih stopa.

²⁰ OECD: **Organizacija za ekonomsku suradnju i razvoj** (eng. *Organisation for Economic Cooperation and Development*)

Obveznica bez kupona (eng. zero coupon bonds) je instrument zaduživanja kod kojeg je kamatna stopa uključena u razliku cijene po kojoj se izdaje i one po kojoj se otkupljuje po dospijeću, tj. izdana je uz diskont. Isplativa je investitorima koji će vrijednosnicu čuvati do dospijeća.

Lutrijske (nagradne) obveznice (eng. lottery ili premium bonds) se tako zovu jer donose neizvjestan prinos. Iznos kamata koje izdavatelj plaća na ukupnu emisiju obveznica se raspodjeljuje investitorima u obliku nagrada koje se izvlače kao na lutriji. Vlasnik obveznice može osvojiti gotovinsku nagradu koja je obično veća od redovnih kuponskih isplata, ali postoji mogućnost da ne osvoji ništa sve do dospijeća obveznice.

Posljednjih desetljeća vlada trend standardizacije državnih vrijednosnica kako bi se povećao obujam trgovanja i stvaranja velikog učinkovitog sekundarnog tržišta. Na tom tržištu posluju institucionalni investitori i profesionalni portfolio menadžeri. Na određivanje vrste državnih vrijednosnica utječu razni čimbenici: trenutni i očekivani iznos financijskih potreba države, visina kamatnih stopa na financijskom tržištu, ponuda kapitala na tržištu vrijednosnica, preferencije investitora, stanje sekundarnog tržišta državnih vrijednosnica, regulacija financijskog sustava, fleksibilnost kamatnih stopa, oporezivanje, devizne kontrole i monetarna politika.²¹

Većina zemalja OECD-a oporezuje primitke od investiranja u državne obveznice porezom na dohodak, a ukinut je povlašten porezni tretman za takve primitke. To je odlučeno kako bi se stvorilo djelotvorno tržište i razvila konkurencija na financijskim tržištima.

4.3. Financiranje proračunskog deficita

Kad se država nalazi u situaciji kad postoji manjak u proračunu, nastoji pronaći načine kojima će taj manjak minimizirati. Potrebno je analizirati što je dovelo do proračunskog manjka te isplanirati kojim načinima će se financirati deficit, a to se radi putem Računa financiranja koji je dio državnog proračuna za tekuću godinu.

²¹ Bajo, A.; Primorac, M.; Andabaka Badurina, A.: **Osnove upravljanja javnim dugom**, Institut za javne financije, Zagreb, 2011., str. 24

4.3.1. Račun financiranja

Račun financiranja je dio proračuna kojim se prikazuju državna zaduženja i otplate dugova. Njime se prikazuje kako će se financirati proračunski deficit, ali i kako se planira koristiti proračunski suficit. U Računu financiranja vidi se koliki su i koji primici od financijske imovine i zaduživanja, te izdaci za financijsku imovinu i za otplatu kredita i zajmova. Propisuje se i najviši iznos do kojeg se Vlada RH može zadužiti na domaćem i inozemnom tržištu novca određene godine. Ministarstvo financija treba Vladi predložiti najpogodnije oblike zaduživanja.

Prednost kod izvršavanja proračuna pred ostalim izdacima imaju tekuće otplate glavnice državnog duga i pripadajuće kamate.

Načini financiranja proračunskog deficita Republike Hrvatske su²²:

1. zaduživanje kod Središnje banke,
2. prodaja državne imovine,
3. zaduživanje na domaćem financijskom tržištu,
4. zaduživanje u inozemstvu.

1. Zaduhivanje kod Središnje banke - uzimanje izravnog kredita od Središnje banke ili prodaja državnih vrijednosnica Središnjoj banci. Ova vrsta zaduhivanja utječe na rast inflacije i izbjegava se. U velikom broju zemalja je zabranjena zakonima o Središnjoj banci, što je u cilju očuvanja stabilnosti domaće valute i postojanosti cijena.

2. Prodaja državne imovine - služi za jednokratno smanjenje javnog duga u izvanrednim okolnostima. Primjer toga je privatizacija poduzeća u vlasništvu države. Taj način je češći u tranzicijskim zemljama nego u razvijenim državama, gdje ne predstavljaju značajnu stavku u proračunu. Ovim postupkom se jednokratno financira tekuća javna potrošnja umjesto kapitalnih investicija, te se umanjuje vrijednost državnog bogatstva.

3. Zaduhivanje na domaćem financijskom tržištu - uslijed povećanja potražnje za financijskim sredstvima od strane države povećavaju se kamatne stope na kredite. To može dovesti do istiskivanja i smanjivanja obujma privatnih investicija jer ih čini skupljima.

²² Bajo, A.; Primorac, M.; Andabaka Badurina, A.: **Osnove upravljanja javnim dugom**, Institut za javne financije, Zagreb, 2011., str. 17

4. Zaduživanje u inozemstvu - uzrokuje odljev sredstava u inozemstvo, a u slučaju prezaduženosti i pojavu nelikvidnosti prema inozemstvu. Ne utječe na smanjenje privatnih investicija kao zaduživanje na domaćem tržištu.

4.4. Pokretači javnog duga u Hrvatskoj

Pregled pokretača javnog duga trebao bi pomoći kod oblikovanja odgovarajuće fiskalne politike i politike upravljanja javnim dugom. Te politike mogu doprinijeti smanjenju troškova zaduživanja države i održivosti javnih financija. Analizom dolazimo do zaključka da je manjak u državnom proračunu tijekom razdoblja od 2008.-2014. godine bio samo jedan od pokretača javnog duga, dok je vrlo velik doprinos ostalih komponenti.²³ Uvid u pokretače javnog duga pokazuje koje su slabosti u vođenju javnih financija, što je dovelo do povećanja duga, te što bi omogućilo uspješnije oblikovanje politike upravljanja javnim dugom. Glavni uzroci kontinuiranih proračunskih manjkova su struktura i visina proračunskih manjkova. Za prekomjerni deficit Hrvatske u 2014. godini najviše je zaslužna visina manjka proračuna konsolidirane opće države. Visinom javnog duga Hrvatska je 2015. godine premašila prosjek Europske unije, a također je imala i najviši prosječan trošak duga središnje države u Uniji (4,6%).²⁴ Zbog velikih rashoda za otplatu dugova ostaje manje sredstava koja bi se raspodijelila na produktivne djelatnosti. U razdoblju od 2008.do 2014. godine udjel financijskih rashoda za troškove otplate duga u ukupnim rashodima poslovanja porasli su s 4,6% na 8,2%, iznos plaćenih kamata za izdane vrijednosne papire i primljene zajmove s 4,7 na 9,9 milijardi kuna Da bi se osigurala održivost javnih financija, potrebno je pažljivo izabrati mjere fiskalne konsolidacije, poboljšati upravljanje javnim dugom i restrukturirati javni dug.²⁵

Na razinu javnog duga utječe fiskalna politika, kao i na visinu proračunskog manjka, dok se politika upravljanja javnim dugom odnosi na njegovu strukturu.

Uz dugoročni efekt na istiskivanje investicija i gospodarski rast, koji je već spomenut, visina javnog duga ima i trenutni efekt. On se odnosi na plaćanje kamata na dug.

²³ Andabaka, A; Družić, I.; Mustać, N.: **Pokretači javnoga duga u Hrvatskoj**, Ekonomski pregled, 2017., str. 463

²⁴ IBID, str. 465

²⁵ IBID, str. 484

Kamate izravno utječu na mogućnost podmirivanja ostalih izdataka zadanih u proračunu (obrazovanje, zdravstvo, mirovine, nacionalna obrana). Kamate su cijena zaduživanja, a u Hrvatskoj one trenutno iznose oko 3% BDP-a. Jedan od predmeta rasprave o učinkovitom upravljanju javnim dugom je "trade off" između niže rizičnosti upravljanja javnim dugom kad su u portfelju većinom vrijednosni papiri emitirani na domaćem tržištu, te moguće niže cijene duga kad u portfelju dominiraju vrijednosnice emitirane na inozemnim tržištima.²⁶

Kako bismo izmjerili održivost javnog duga, moramo sagledati uzroke zaduženosti. Dinamiku javnog duga određuju tri glavna čimbenika²⁷:

1. **Efekt lavine** obuhvaća zajedničke utjecaje nekoliko faktora: otplata kamata na akumulirani dug i stope rasta realnog BDP-a i inflacije. Rastuće razine javnog duga mogu dovesti do povećanja kamatnih stopa, učinka istiskivanja privatnih investicija jer su troškovi zaduživanja veći, što se sve odražava na realni sektor. Porast javnog duga u Republici Hrvatskoj u razdoblju od 2009. do 2014. godine rezultirao je višim kamatnim stopama. Kad su kamatne stope porasle, poraslo je i nepovjerenje investitora koji su potencijalni ulagači u hrvatsko gospodarstvo što je utjecalo na pad investicija u tom razdoblju.
2. **Primarni saldo proračuna** jest saldo proračuna koji obuhvaća i rashode za kamate.
3. **Prilagodba deficita dugu** ili **prilagodba stanja i tokova** predstavlja onaj dio promjene udjela javnog duga u BDP-u koji nije obuhvaćen u prethodna dva čimbenika. Kao primjer možemo spomenuti promjenu iznosa duga denominiranog u stranoj valuti koja je proizašla iz promjene deviznog tečaja, prihoda iz privatizacije ili financijskih transakcija države.

U daljnjoj analizi pokazat će se da je visina javnog duga Republike Hrvatske manje osjetljiva na porast kamatnih stopa, pogoršanje primarne bilance i smanjenje gospodarskog rasta, no na nju jako utječu pretvaranje potencijalnih u izravne obveze države i nominalna deprecijacija kune prema euru (velik dio duga vezan je za euro). Preuzimanje potencijalnih obveza predstavlja dug subjekata za koji je država jamčila, a ova protestirana jamstva se najčešće ne mogu pokriti iz državne jamstvene

²⁶ Andabaka, A; Družić, I.; Mustać, N.: **Pokretači javnoga duga u Hrvatskoj**, Ekonomski pregled, 2017., str. 464

²⁷ IBID

priču, tako da se dodatno angažiraju proračunska sredstva. Stopa povrata tih sredstava u proračun je vrlo niska jer su izvorni dužnici nelikvidni, a tu prednjače poduzeća iz sektora brodogradnje.

Tijekom gospodarske krize je otežano financiranje proračuna. Smanjenje gospodarskih aktivnosti uzrokuje smanjenje državnih prihoda. Na povećanje rashoda utječe povećanje rashoda za nezaposlene kojima se pokušavaju ublažiti posljedice smanjenja agregatne potrošnje. U Europskoj uniji nakon izbijanja gospodarske krize 2008. godine je povećanje javnog duga bio rezultat i nižih fiskalnih prihoda radi smanjenja stope gospodarskog rasta, kao i primjene mjera za suzbijanje financijske i gospodarske krize. Prilikom planiranja fiskalne politike nije moguće primijeniti jedinstvenu formulu, već je potrebno uzeti u obzir specifičnosti pojedinih zemalja. U tom razdoblju Hrvatska nije vodila fleksibilnu politiku upravljanja javnim dugom, koja bi uključivala uvođenje novih instrumenata prikupljanja financijskih sredstava, već se najviše orijentirala na netržišne oblike financiranja. Takvo financiranje je tipično za nerazvijeno domaće tržište duga, a država se financira bankovnim kreditima ili zajmovima međunarodnih financijskih institucija.

4.4.1. Analiza javnog duga u Republici Hrvatskoj u razdoblju od 2002. do 2015. godine

U ovom razdoblju država se najviše zaduživala na domaćem tržištu, a promjena u stanju javnog duga, nakon metodoloških korekcija, u prosjeku je bila oko 10% godišnje.²⁸

U 2002. godini javni dug opće države iznosio je malo više od 77 milijardi kuna, u 2015. godini bio je oko 284 milijarde kuna, dok je na kraju 2017. godine iznosio 283,3 milijarde kuna²⁹. Kako bismo došli do zaključka o izvorima javnog duga koji su doveli do prikazanog stanja, povećanje duga moramo raščlaniti na ključne komponente. Proračunski deficit, kao i ostale ključne komponente, izrazito je neelastičan, što vidimo iz podatka da je rast javnog duga stabilan bez obzira na oscilacije u poslovnoj aktivnosti (odnosno, kretanje BDP-a). Kako bi se javni rashodi uskladili s realnom poslovnom aktivnošću, potrebno je dovršiti i kompletirati strukturne reforme.

²⁸ Andabaka, A; Družić, I.; Mustać, N.: **Pokretači javnoga duga u Hrvatskoj**, Ekonomski pregled, 2017., str. 468

²⁹ IBID

Tablica 1: Dug opće države od 2002. do 2015. godine, na kraju razdoblja u mil. kuna

	31.12.02.	31.12.03.	31.12.04.	31.12.05.	31.12.06.	31.12.07.	31.12.08.	31.12.09.	31.12.10.	31.12.11.	31.12.12.	31.12.13.	31.12.14.	31.12.15.
1. Unutarnji dug opće države	33.330,2	36.724,3	43.832,7	55.883,2	59.372,1	59.593,8	71.399,0	83.766,9	104.042,7	123.739,0	132.929,0	152.187,7	160.050,8	165.895,7
1.1 Unutarnji dug središnje države	24.315,8	28.944,5	37.990,0	50.121,9	52.225,3	51.020,2	66.186,0	77.782,8	100.469,7	120.054,8	129.320,8	147.608,3	155.071,6	161.201,6
Kratkoročni dužnički vrijednosni papiri	5.632,7	6.548,1	8.987,3	12.423,8	11.481,2	10.482,8	13.273,9	16.334,9	15.146,0	16.362,2	15.423,1	19.877,2	19.870,3	15.368,4
Dugoročni dužnički vrijednosni papiri	16.549,8	17.845,5	23.460,6	29.399,5	33.108,9	34.526,3	35.724,8	36.631,3	48.704,8	55.323,2	62.558,1	71.628,5	82.302,0	92.049,4
Kredit	2.133,3	4.550,9	5.542,2	8.298,6	7.635,3	6.011,2	17.187,4	24.816,7	36.618,9	48.369,3	51.339,6	56.102,5	52.899,3	53.783,9
1.2 Unutarnji dug fondova socijalne sigurnosti	8.202,6	6.845,6	4.434,7	4.352,8	5.520,8	6.639,8	3.242,3	3.904,0	1,0	2,3	1,6	0,9	3,5	1,9
Kratkoročni dužnički vrijednosni papiri	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Dugoročni dužnički vrijednosni papiri	4.108,1	3.418,2	1.726,0	4.352,8	5.520,8	6.639,8	3.242,3	3.904,0	1,0	2,3	1,6	0,9	3,5	1,9
Kredit	4.094,5	3.427,4	2.708,6	4.352,8	5.520,8	6.639,8	3.242,3	3.904,0	1,0	2,3	1,6	0,9	3,5	1,9
1.3 Unutarnji dug lokalne države	1.428,3	1.632,3	2.037,9	1.952,9	2.106,3	2.361,6	2.384,2	2.442,5	3.756,9	3.854,3	3.768,0	4.761,2	5.174,5	4.960,1
Kratkoročni dužnički vrijednosni papiri	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Dugoročni dužnički vrijednosni papiri	0,0	0,0	197,6	149,4	246,9	364,8	416,2	406,8	384,9	260,2	209,1	151,7	74,8	59,5
Kredit	1.428,3	1.632,3	1.840,2	1.803,5	1.859,4	1.996,8	1.968,0	2.035,7	3.372,0	3.594,1	3.559,0	4.609,5	5.099,7	4.900,6
2. Inozemni dug opće države	44.082,3	51.798,5	57.066,3	55.138,8	54.297,7	60.480,8	64.089,5	76.128,5	84.574,0	89.088,8	96.810,6	114.435,3	118.314,8	118.307,1
2.1 Inozemni dug središnje države	41.134,8	47.231,4	49.136,2	46.208,6	45.244,8	50.260,0	61.669,8	73.500,2	83.917,3	88.524,2	96.297,9	113.951,9	117.833,8	117.893,5
Kratkoročni dužnički vrijednosni papiri	0,0	0,0	0,0	68,0	920,1	323,5	183,5	1.301,4	3.520,5	1.205,3	895,1	539,8	642,5	62,7
Dugoročni dužnički vrijednosni papiri	28.459,9	33.302,8	35.929,2	31.707,0	29.243,8	29.638,7	27.764,9	35.306,5	37.427,1	40.627,9	47.486,5	62.695,6	64.692,2	68.125,6
Kredit	12.674,8	13.928,6	13.207,0	14.433,6	15.080,9	20.297,9	33.721,3	36.892,3	42.969,7	46.690,9	47.916,3	50.716,5	52.499,1	49.705,2
2.2 Inozemni dug fondova socijalne sigurnosti	2.557,6	4.251,1	7.689,5	8.689,1	8.862,1	9.898,8	1.998,0	1.891,9	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Kratkoročni dužnički vrijednosni papiri	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Dugoročni dužnički vrijednosni papiri	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Kredit	2.557,6	4.251,1	7.689,5	8.689,1	8.862,1	9.898,8	1.998,0	1.891,9	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
2.3 Inozemni dug lokalne države	389,9	316,0	240,6	241,1	190,9	321,9	421,7	736,4	656,7	564,6	512,7	483,4	481,0	413,6
Kratkoročni dužnički vrijednosni papiri	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Dugoročni dužnički vrijednosni papiri	0,0	0,0	0,0	34,2	46,5	105,7	165,8	165,3	165,8	133,6	132,5	132,7	130,4	65,4
Kredit	389,9	316,0	240,6	206,9	144,4	216,2	255,9	571,1	490,9	431,0	380,2	350,7	350,6	348,3
Ukupno dug opće države (1+2)	77.412,4	88.522,8	100.899,0	111.022,0	113.669,8	120.074,6	135.488,5	159.895,3	188.616,8	212.827,7	229.739,6	266.623,0	278.365,6	284.202,8
Dodatak: Izdana jamstva opće države														
Domaća	7.231,3	6.605,4	8.361,9	9.454,9	9.315,9	9.845,0	9.631,5	9.197,1	8.321,9	3.194,9	4.645,2	4.269,3	4.119,2	3.315,8
od toga: jamstva dana na kredite HBOR-a	0,0	0,0	4.130,6	4.547,2	2.482,6	1.977,3	1.642,1	1.374,7	1.177,3	802,0	1.232,1	1.197,2	2.161,8	1.397,2
Inozemna	7.844,1	7.295,4	6.313,4	5.817,1	5.041,7	4.295,2	3.911,9	3.963,9	6.958,2	5.174,6	4.721,4	4.405,4	4.237,3	4.088,4

Izvor: Obrada autorice prema: Hrvatska narodna banka (<http://www.hnb.hr/-/dug-opce-drzave>), 18.6.2018.

Iz tablice 1 vidljivo je da se ukupni dug opće države, koji je u 2002. godini iznosio 77,4 milijarde kuna, do 2015. godine povećao na 284,2 milijarde kuna, što je povećanje za čak 367%. U 2002. godini unutarnji dug opće države iznosio je 33,3 milijarde kuna, a inozemni dug 44 milijarde kuna. Do 2015. godine unutarnji dug povećao se na 165,8, a vanjski dug na 118,3 milijarde kuna. Udio vanjskog u ukupnom dugu opće države 2002. godine bio je 56,8%, a 2015. godine njegov udio bio je 41,6%, što ukazuje na to da se unutarnji dug opće države povećavao većom dinamikom (prvenstveno zaduživanjem kreditima na domaćem financijskom tržištu, te kratkoročnim i dugoročnim dužničkim vrijednosnim papirima).

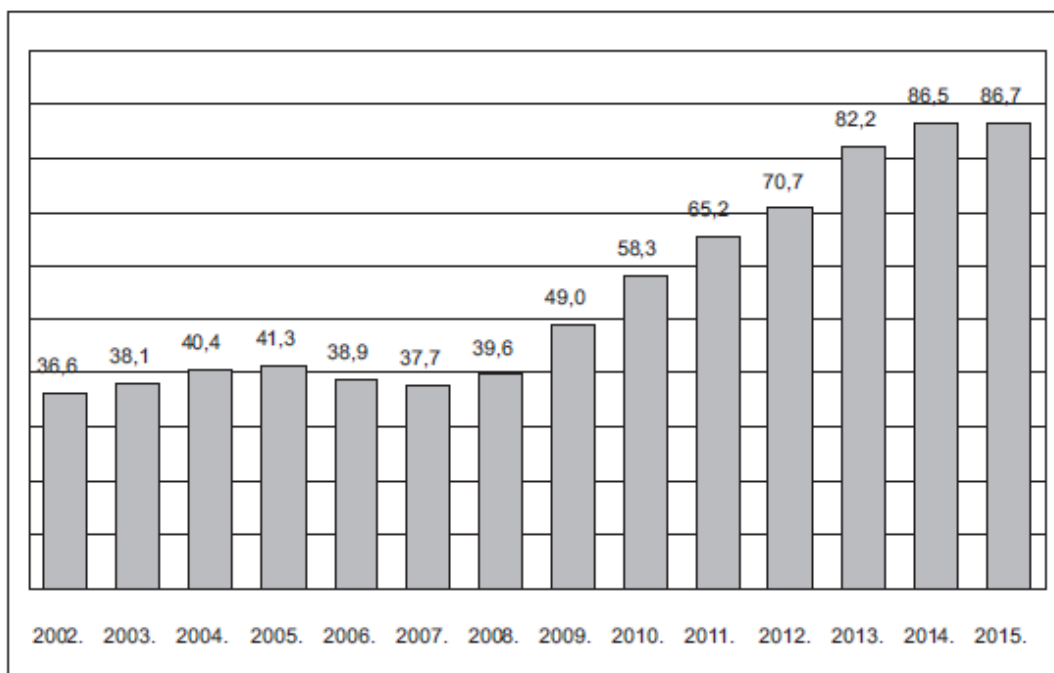
4.4.2. Metodološke korekcije koje su utjecale na izražavanje javnog duga

Tijekom promatranog razdoblja (2002.-2015. godine) dolazi do nekoliko promjena koje su utjecale na definiranje i izražavanje podataka o javnom dugu Republike Hrvatske. Prije metodoloških korekcija podaci su upućivali na znatno smanjenje udjela javnog duga u BDP-u 2008. godine. Međutim, do tog smanjenja je došlo zbog reklasifikacije poduzeća Hrvatske autoceste d.o.o., koje su reklasificirane iz izvanproračunskih fondova države u podsektor državna trgovačka društva, tako da je to poduzeće isključeno iz obuhvata opće države. Time se omogućilo da država izravne obveze koje su proizlazile iz duga HAC-a prikaže kao potencijalne obveze države pružanjem jamstva za dug tog poduzeća. Nakon što je primijenjena nova metodologija poduzeće HAC je ponovno uključeno u obuhvat opće države i time su podaci o javnom dugu usklađeni. Zakon o proračunu iz 2003. godine ³⁰(NN 96/03) definira javni dug kao dug konsolidiranog proračuna Republike Hrvatske s danim jamstvima, a noviji Zakon o proračunu, iz 2008. godine, definira ga kao dug opće države ³¹.

³⁰ **Zakon o proračunu**, Narodne novine br. 96/2003, https://narodne-novine.nn.hr/clanci/sluzbeni/2003_06_96_1216.html, 25.7.2018.

³¹ **Zakon o proračunu**, Narodne novine br. 87/2008, https://narodne-novine.nn.hr/clanci/sluzbeni/2008_07_87_2791.html, 25.7.2018.

Grafikon 2: Kretanje javnog duga u Hrvatskoj od 2002. do 2015. godine (u % BDP-a)



Izvor: Andabaka, A; Družić, I.; Mustačić, N.: **Pokretači javnoga duga u Hrvatskoj**,
Ekonomski pregled, 68 (5) 463-487, str.470

Iz prikazanog grafikona vidljivo je da je rast javnog duga tek 2015. godine lagano usporen, kako u apsolutnom iznosu, tako i mjereno udjelom u BDP-u.

Vrlo jaki rast u razdoblju prije 2015. godine doveo je do toga da je te godine razina javnog duga Hrvatske bila iznad prosjeka EU, na devetom mjestu na razini Unije. Udio javnog duga u BDP-u je u promatranom razdoblju rastao po godišnjoj prosječnoj stopi od 6,9%.³²

Zemljama koje imaju veliki javni dug u pravilu rastu troškovi zaduživanja i kamate za otplatu duga, što zahtijeva agresivniji pristup provođenju mjera fiskalne konsolidacije i uvođenju promjena za osiguranje održivosti javnih financija. Iako one zemlje koje imaju kontinuirani pristup tržištu kapitala imaju niske troškove zaduživanja unatoč visini svog javnog duga, te zbog toga mogu postupno pristupiti fiskalnoj konsolidaciji, visoke razine njihovog javnog duga ipak utječu na smanjenje stope gospodarskog rasta.

³² Andabaka, A; Družić, I.; Mustačić, N.: **Pokretači javnoga duga u Hrvatskoj**, Ekonomski pregled, 68 (5) 463-487 (2017), str. 471

4.4.3. Elementi povećanja javnog duga u Republici Hrvatskoj

Kao što je ranije navedeno, tri glavna čimbenika koji određuju dinamiku javnog duga su primarni saldo proračuna, efekt lavine i prilagodba stanja i tokova. Nesumnjivo je glavni generator javnog duga deficit proračuna, ali bitnu ulogu imaju i drugi čimbenici koji su doveli da se javni dug u razdoblju od 2008. do 2014. godine više nego udvostruči.

Daljnjom analizom prikazat će se koje su komponente doprinijele tom porastu. Porast se prikazuje na dva načina: mjereno udjelom u BDP-u, te mjereno apsolutnim iznosom u kunama.

Tablica 2: Doprinos promjeni udjela javnog duga u BDP-u od 2008. do 2014. godine (u % BDP-a na kraju razdoblja)

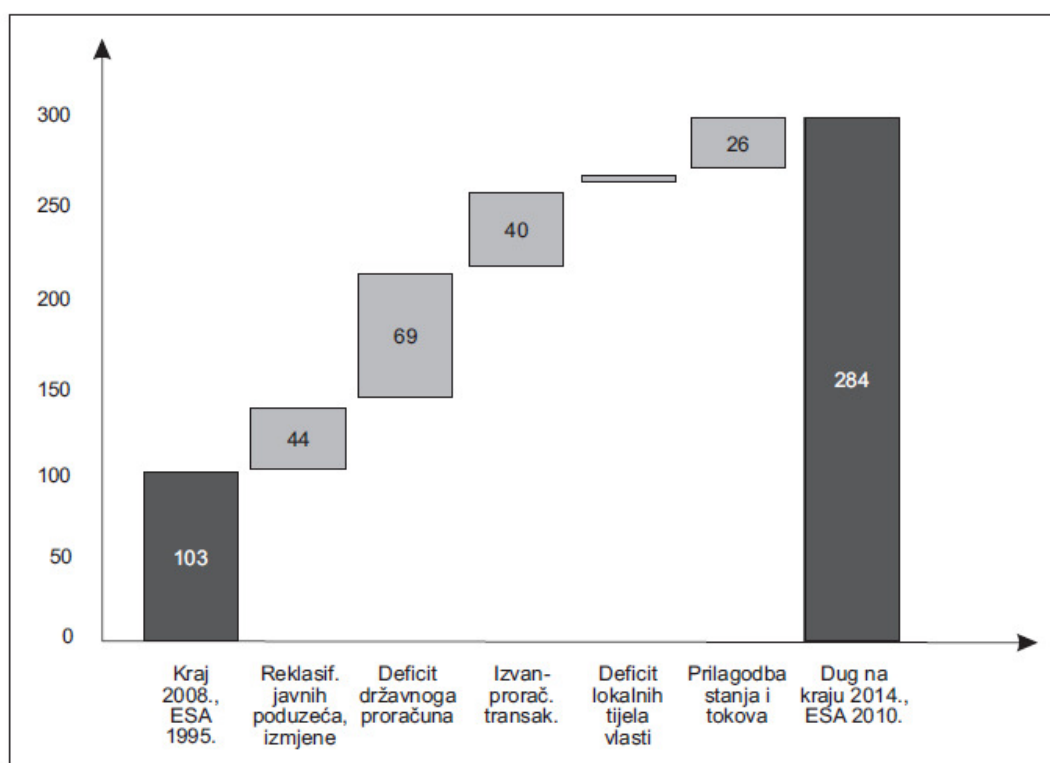
	2008.	2009.	2010.	2011.	2012.	2013.	2014.	2009.- 2014.
1. Primarni deficit (1.1.-1.2.)	0,8	3,7	3,6	4,8	1,9	2,1	1,9	18,0
1.1. Saldo proračuna opće države	2,8	6,0	6,2	7,8	5,3	5,3	5,4	36,0
1.2. Rashodi za kamate	2,0	2,3	2,6	3,0	3,4	3,2	3,5	18,0
2. Efekt lavine	-0,8	4,3	3,0	2,2	3,8	3,4	3,9	20,6
2.2. Rashodi za kamate	2,0	2,3	2,6	3,0	3,4	3,2	3,5	18,0
2.2. Doprinos rasta nominalnog BDP-a	-2,8	2,0	0,4	-0,8	0,4	0,2	0,4	2,6
3. Prilagodba stanja i tokova	1,8	1,4	2,7	-0,2	-0,2	6,0	-1,3	8,4
4. Promjena javnog duga (1+2+3)	1,8	9,4	9,3	6,8	5,5	11,5	4,5	47,0
5. Visina javnog duga krajem godine	39,6	49,0	58,3	65,2	70,7	82,2	86,6	-

Izvor: Obrada autorice prema: Andabaka, A; Družić, I.; Mustač, N.: **Pokretači javnoga duga u Hrvatskoj**, Ekonomski pregled, 68 (5) 463-487, str.473

U povećanju javnog duga za 47% u prikazanom razdoblju primarni deficit i rashod za kamate pridonijeli su u podjednakoj mjeri. Primarni deficit imao je udio od 18%, a efekt lavine (rashodi za kamate za akumulirani dug i doprinos rasta nominalnog BDP-a) 20,6%. Prilagodba stanja i tokova imala je udio od 8,4%. Troškovi financiranja javnog duga bili su veći od stope rasta nominalnog BDP-a. Smanjena gospodarska aktivnost utjecala je na smanjenje javnih prihoda, smanjujući proračunski saldo, kao i

povećavajući teret otplate duga. Zbog ovakve situacije se kontinuirano povećava udio duga u padajućem BDP-u.

Grafikon 3: Pokretači javnog duga Republike Hrvatske od 2008. do 2014. godine (u milijardama kuna)



Izvor: Andabaka, A; Družić, I.; Mustać, N.: **Pokretači javnoga duga u Hrvatskoj**,
Ekonomski pregled, 68 (5) 463-487, str.474

U stupcima grafikona navedene su kumulativne promjene u razdoblju od kraja 2008. do 2014. godine.

U prikazanom razdoblju javni dug je povećan sa 103 na 284 milijarde kuna. Kumulirani državni deficit iznosio je 69 milijardi kuna, a 84 milijarde kuna povećanja prizlazi iz reklasifikacije javnih poduzeća i kumuliranog iznosa vanproračunskih transakcija.

Tablica 3: Izvršenje državnog proračuna od 2008. do 2014. godine
(u milijunima kuna)

	2008.	2009.	2010.	2011.	2012.	2013.	2014.
PRIHODI POSLOVANJA	115.772	110.257	107.466	107.069	109.558	108.585	114.044
RASHODI POSLOVANJA	115.292	117.923	120.320	119.939	118.729	123.505	125.689
Razlika - suficit/deficit	480	-7.666	-12.854	-12.869	-9.171	-14.920	-11.645
Rashodi za zaposlene	21.594	22.510	22.295	22.769	22.394	21.667	21.453
Financijski rashodi	5.347	5.788	6.925	7.596	8.821	9.883	10.357
Kamate za izdane vrijednosne papire	3.519	3.851	5.051	5.737	6.527	7.467	8.172
Kamate za primljene zajmove	1.163	1.374	1.185	1.359	1.808	1.791	1.739
Ostali fin. rashodi	664	562	688	499	485	623	446
Bankarske usluge i usluge platnog prometa	246	246	199	175	129	149	147
Negativne tečajne razlike i valutna klauzula	205	8	128	0,002	-	47	14

Napomena: Podaci za 2015. godinu su izostavljeni zbog izlaska Hrvatskog zavoda za zdravstveno osiguranje iz sustava državne riznice i reklasifikacije u izvanproračunske korisnike.

Izvor: Obrada autorice prema: Andabaka, A; Družić, I.; Mustačić, N.: **Pokretači javnoga duga u Hrvatskoj**, Ekonomski pregled, 68 (5) 463-487 (2017); Ministarstvo financija 2016.g.,str.475

Iz prethodne tabele očito je da je gospodarska kriza, koja je nastupila 2008. godine, utjecala na prihode državnog proračuna. Prihodi su 2008. godine bili oko 115 milijardi kuna, te su se značajno smanjili, a tek 2014. godine su se vratili na razinu od 114 milijardi kuna. Rashodi u istom razdoblju porasli su sa 115 na 125 milijardi kuna.

Javna potrošnja Republike Hrvatske kao izvor deficita nije prekomjerna, njen udio u ovom razdoblju većinom ne prelazi 46,9%, što je ispod prosjeka EU koji iznosi 47,3%.

Naglo povećanje deficita je u 2011. godini uzrokovano rashodima za kapitalne transfere. Država je preuzela dugove brodogradilišta od 7,2 milijarde kuna.

U ovom razdoblju reklasificirano je nekoliko javnih poduzeća, što je znatno utjecalo na rast duga opće države. Ranije primjenjivan metodološki okvir 2014. godine je zamijenjen novim Europskim sustavom nacionalnih i regionalnih računa 2010. (ESA 2010). Pojedina poduzeća su iz javnih poduzeća reklasificirana u podsektor središnje

države. Poduzeća Hrvatske autoceste d.o.o. i Autoceste Rijeka-Zagreb d.d. su uključivanjem u obuhvat opće države utjecala na povećanje za oko 9%, dok su na dodatno povećanje javnog duga od 4,4% uključivanjem svojih dugova u opći dug države doprinijeli i HŽ infrastruktura, Hrvatska radiotelevizija i Hrvatska banka za obnovu i razvitak (HBOR). Prema Ministarstvu financija učinak revizije podataka o javnom dugu uslijed uključivanja tih poduzeća bio je najveći u EU, a iznosio je oko 44 milijarde kuna.

Izvanproračunske transakcije, kao jedan od pokretača rasta javnog duga, imaju vrlo značajnu ulogu. Među tim transakcijama ističe se realizacija potencijalnih rizika povezanih s javnim poduzećima. Ukupan doprinos tih transakcija procijenjen je na oko 12% BDP-a (Europska komisija i Ministarstvo financija). Najveći dio, od 8% BDP-a, su aktiviranje jamstava koje je država odobrila javnim poduzećima, kao i porast neto zaduživanja poduzeća koja su klasificirana u sektor opće države³³. Dio tih jamstava bio je odobren putem Sabora preko utvrđenih godišnjih ograničenja, a ukupni iznos izdanih jamstava premašio je zakonom propisane iznose. Potencijalne obveze države su se zbog nelikvidnosti dužnika, aktiviranjem tih jamstava pretvorile u izravne obveze tako povećavajući opći dug. Vlada nije snosila odgovornost za takvo izdavanje jamstava, koja su dodatno opteretila državni proračun.

Troškovi otplate duga postaju sve značajnija stavka rashoda državnog proračuna. Kreditna sposobnost države utječe na trošak financiranja države, što ukazuje na kvalitetu upravljanja javnim dugom. Troškovi kamata za otplatu duga su se od 2008. do 2014. godine više nego udvostručili (porasli su s oko 4,7 na 9,9 milijardi kuna). Kako rastu rashodi za otplatu dugova, tako se sužava prostor za raspodjelu sredstava u produktivne svrhe.

³³ Andabaka, A; Družić, I.; Mustać, N.: **Pokretači javnoga duga u Hrvatskoj**, Ekonomski pregled, 68 (5) 463-487 (2017), str. 478

Tablica 4: Usporedba prihoda i rashoda državnog proračuna u 2008. i 2014. godini (u milijunima kuna)

	2008.	2014.	Indeks 2014./2008.
PRIHODI POSLOVANJA	115.772	114.044	98,5
RASHODI POSLOVANJA	115.292	125.689	109,0
Rashodi za zaposlene	21.594	21.357	99,3
Financijski rashodi	5.347	10.357	193,7
Kamate za izdane vrijednosne papire	3.519	8.172	232,2
Kamate za primljene zajmove	1.163	1.739	149,4
Ostali financijski rashodi	664	446	67,1

Izvor: Obrada autorice prema: Andabaka, A; Družić, I.; Mustać, N.: **Pokretači javnoga duga u Hrvatskoj**, Ekonomski pregled, 68 (5) 463-487 (2017); Ministarstvo financija 2016.g., str.479

Podaci u tablici su prikazani agregatno i upućuju na složenost gospodarskih procesa koji dovode do rasta javnog duga.

Na početku procesa nalazi se gospodarska stagnacija, pad BDP-a kojeg prati povećanje nezaposlenosti u dugom razdoblju. Nezaposlenost prouzročuje pad potražnje kućanstava koji je temelj agregatne potražnje, a naravno i proračunskih prihoda.

Prosječan trošak duga opće države jest dospjeli iznos kamata izražen kao postotak prosječnog neotplaćenog duga.³⁴ Republika Hrvatska je 2015. godine imala prosječan trošak duga središnje države od 4,6%, što je najviši prosjek na razini cjelokupne Europske unije. Hrvatska se nalazi u začaranom krugu: nagli porast rashoda za financiranje javnog duga dovodi do daljnjeg porasta javnog duga; deficit povećava javni dug dok dug povećava javni deficit.

U ovakvim okolnostima nužno je hitno poboljšati upravljanje javnim dugom, povećati transparentnost rada tijela odgovornih za upravljanje javnim dugom, kao i utvrditi odgovornost institucija odgovornih za zaduživanje i izdavanje jamstava iznad propisanih iznosa.

³⁴ Andabaka, A; Družić, I.; Mustać, N.: **Pokretači javnoga duga u Hrvatskoj**, Ekonomski pregled, 68 (5) 463-487 (2017); str. 479

Sektor za upravljanje javnim dugom trenutno je ustrojen unutar Državne riznice, a podijeljen je na Službu za upravljanje javnim dugom i Službu za državna jamstva, financijske obveze i potraživanja po javnom dugu. Odluku o zaduživanju donosi ministar financija. Iz ovoga zaključujemo da upravljanje javnim dugom nije odvojeno od fiskalne politike u operativnom smislu. Iz praksi drugih zemalja koje učinkovito upravljaju javnim dugom, vidljivo je da je operativna neovisnost tijela zaduženog za upravljanje javnim dugom osigurana putem posebne neovisne službe koja je za to ustrojena. U Republici Hrvatskoj potrebno je osnovati Ured za upravljanje javnim dugom kao izdvojenu agenciju. Takva agencija upravljala bi portfeljem državnih obveza koje su nastale zaduživanjem, optimizirala strukturu duga i trošak zaduživanja.³⁵ Agencija bi stvarala srednjoročnu i dugoročnu strategiju upravljanja javnim dugom. To upravljanje je potrebno temeljiti na tržišnim principima, imajući na umu da se prati odnos troškova i rizika vezanih uz strukturu duga, te koristeći instrumente zaštite od rizika. Trošak tih instrumenata razmjerno je mali u usporedbi s negativnim tečajnim razlikama koje uzrokuju financijske rashode i prilagodbu stanja i tokova. Potrebno je utjecati na tri komponente premije rizika kako bi se smanjili troškovi zaduživanja³⁶:

1. **Valutna premija** - proizlazi iz valutnog rizika; potrebno je oslanjati se na sposobnost središnje banke da održava stabilan tečaj eura.
2. **Kreditna premija** - kreditni rizik države koji odražava makroekonomsku situaciju, obuvaćen je kreditnim rejtingom.
3. **Premija likvidnosti** - pod utjecajem politike upravljanja javnim dugom. Povećanjem iznosa izdanja, usmjerenjem na manji broj većih izdanja može se povećati likvidnost državnih obveznica i djelovati na smanjenje rizika likvidnosti.³⁷

³⁵ Andabaka, A; Družić, I.; Mustać, N.: **Pokretači javnoga duga u Hrvatskoj**, Ekonomski pregled, 68 (5) 463-487 (2017); str. 481

³⁶ IBID, str. 483

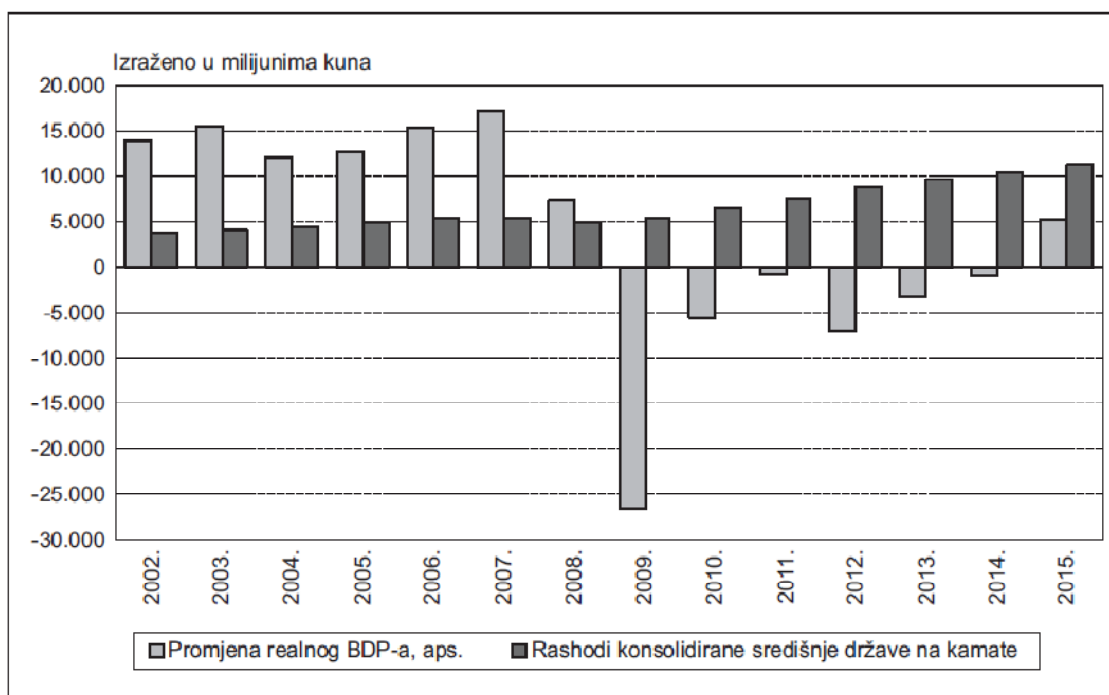
³⁷ IBID, str. 483

4.5. Ekonomija Republike Hrvatske u uvjetima visoke zaduženosti

Zaduženost zemlje postavlja dodatna ograničenja ekonomskoj politici koja je u prošlosti loše vođena i dovela je do prezaduženosti. Ekonomska teorija postavlja ograničenja koja valja poštovati: "Ne može se trošiti više nego što se proizvodi u sadašnjosti, a da se ne bi moralo trošiti manje nego što se bude proizvodilo u budućnosti."³⁸ Do sad smo ustanovili da Hrvatska mora sve veći dio svoje proizvodnje u sadašnjosti izdvajati za otplatu glavnice i kamata, a velika zaduženost povlači pad kreditnog rejtinga države, te nesklonost investitora prema ulaganjima. Usporedbom sa drugim tranzicijskim zemljama pokazat ćemo da Hrvatska, nakon Slovenije, ima najveći porast javnog duga u razdoblju nakon recesije.

Važna pitanja su koje su stvarne posljedice zaduženosti na oblikovanje i provedbu ekonomske politike te kako potaknuti gospodarski rast u takvim uvjetima?

Grafikon 4: Promjena realnog BDP-a i rashodi konsolidirane središnje države na kamate u Hrvatskoj u razdoblju od 2002. do 2015. godine



Izvor: Buturac, G.: **Ekonomija u uvjetima visoke zaduženosti: slučaj Hrvatske**, Ekonomski pregled, 68 (1) 3-31 (2017), str.22

³⁸ Buturac, G.: **Ekonomija u uvjetima visoke zaduženosti: slučaj Hrvatske**, Ekonomski pregled, 68 (1) 3-31 (2017), str. 29

Grafikon pokazuje da je rast BDP-a do 2008. godine bio veći od rashoda za kamate. Međutim, nakon 2008. godine rashodi za kamate su višestruko veći od rasta realne proizvodnje. Kamate su rasle dok se BDP smanjivao. Tek u 2015. godini vidi se pomak prema gospodarskom oporavku i rastu proizvodnje, no još uvijek taj rast nije dovoljan kako bi se pokrili izdaci za kamate.

Visok javni dug izuzetno opterećuje gospodarski rast prvenstveno time što povećani troškovi za njegovo održavanje ograničavaju ostale državne rashode, to jest sposobnost fiskalne politike da pospješi gospodarsku aktivnost u zemlji. Kako bi se taj utjecaj smanjio, potrebno je uz mjere ekonomske politike pokrenuti strukturne reforme kako bi se ohrabrilo investiranje i zapošljavanje u poduzetništvu.

Jedan od najvažnijih pitanja u realizaciji strateških ekonomskih ciljeva jest demografska obnova društva jer je najvažniji resurs ljudski kapital. Osnovni problemi su: negativni prirodni prirast, povećanje udjela starijeg stanovništva i smanjenje udjela stanovništva u radnoj dobi³⁹. Ovi problemi dovode do povećanih izdvajanja za mirovine, zdravstvo i brigu o potrebama osoba starije životne dobi. Uz to što nedostaje ljudskog kapitala, u Hrvatskoj je slabo iskorišten i postojeći ljudski kapital. Omjer broja zaposlenih i broja umirovljenika u 2015. godini bio je 1,1:1, što ukazuje na najnepovoljniju distribuciju u Europi (Njemačka ima omjer 3,5:1)⁴⁰. Stanje u Hrvatskoj je rezultat najmanje stope zaposlenosti u Europi.

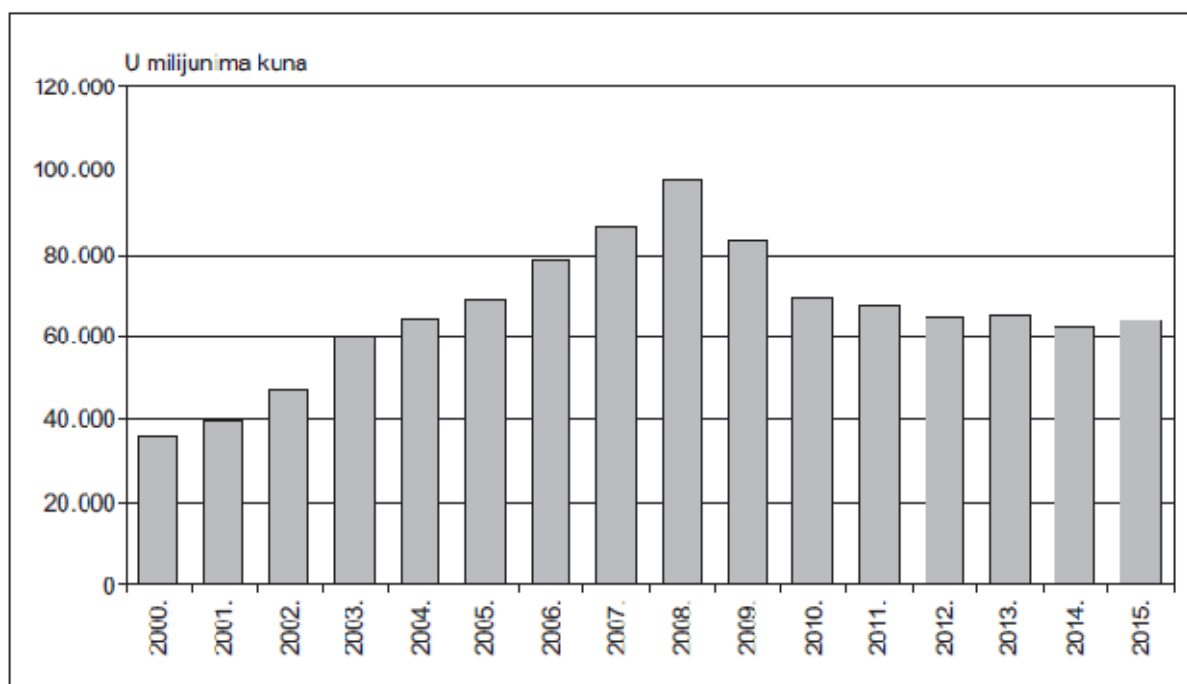
Ovo ukazuje da su za realizaciju gospodarskog rasta vrlo bitni demografska obnova zemlje, velika ulaganja u obrazovanje i povećanje radne aktivnosti stanovništva.

Daljnji preduvjet izlaska iz makroekonomske neravnoteže je rast investicija i izvoza. U razdoblju prije recesije (2000.-2008.g.) investicije su rasle, no njihova struktura bila je nepovoljna. Većina investicija bila je pokrenuta od države, te su bile usmjerene na izgradnju prometne infrastrukture. Bilo je vrlo malo investicija u industriji, koje su inače pokretač razvoja gospodarstva većine zemalja. Nakon 2008. godine investicije su se smanjivale.

³⁹ Buturac, G.: **Ekonomija u uvjetima visoke zaduženosti: slučaj Hrvatske**, Ekonomski pregled, 68 (1) 3-31 (2017), str. 23

⁴⁰ IBID, str. 24

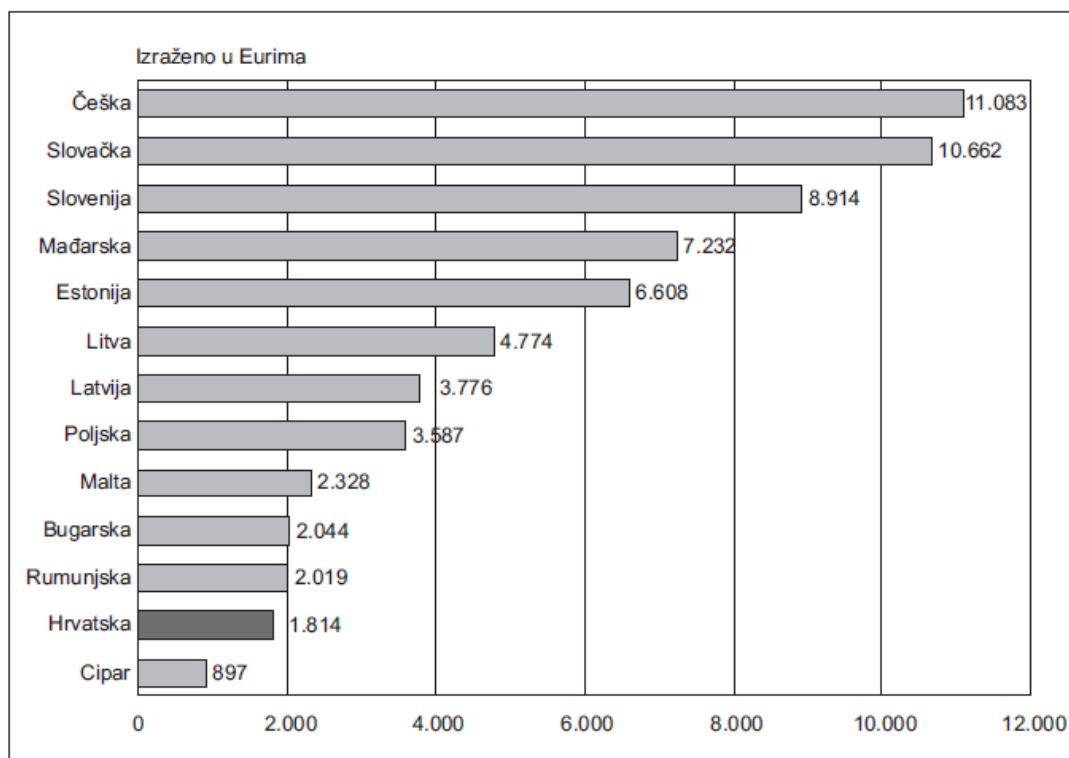
Grafikon 5: Investicije u Hrvatskoj u razdoblju od 2002. do 2015. godine



Izvor: Buturac, G.: **Ekonomija u uvjetima visoke zaduženosti: slučaj Hrvatske**,
Ekonomski pregled, 68 (1) 3-31 (2017), str. 7

Kod izvoza bila je nešto povoljnija situacija nego kod investicija. Budući da je rasla izvozna orijentiranost domaćeg gospodarstva i zahvaljujući gospodarskom oporavku naših najvećih izvoznih tržišta, izvoz je u razdoblju nakon 2010. godine rastao. Ulaskom Hrvatske u EU dolazi do povećanog rasta izvoza, no ipak zaostaje za drugim tranzicijskim zemljama.

Grafikon 6: Izvoz po stanovniku u novim članicama EU u 2015. godini



Izvor: Buturac, G.: **Ekonomija u uvjetima visoke zaduženosti: slučaj Hrvatske**, Ekonomski pregled, 68 (1) 3-31 (2017), str. 27

Dok usporedba izvoza s ostalim tranzicijskim zemljama prikazuje nedostatnu proizvodnju i konkurentnost domaćeg gospodarstva, stanje je još gore s izvozom proizvoda visoke tehnologije. Do tog stanja vodi velik udio usluga u strukturi izvoza i nepoticanje proizvodnje proizvoda veće dodane vrijednosti i izvoza tehnološki složenijih proizvoda. Potrebna su značajna ulaganja u istraživanja i razvoj, to jest u znanost i tehnologiju. Za usporedbu, hrvatska poduzeća u prosjeku u aktivnosti istraživanja i razvoja ulažu 35 eura po stanovniku, što je deset puta manje od europskog prosjeka (332,8 eura po stanovniku)⁴¹.

Nakon demografske obnove, povećanja investicijske potrošnje, ulaganja u istraživanje i razvoj i izvoza tehnološki složenijih proizvoda, potrebno je fiskalnu politiku usmjeriti na smanjenje neproduktivne javne potrošnje i smanjenje poreznog opterećenja gospodarstvu. Bez ispunjenja ovih uvjeta nije moguć izlazak iz

⁴¹ Buturac, G.: **Ekonomija u uvjetima visoke zaduženosti: slučaj Hrvatske**, Ekonomski pregled, 68 (1) 3-31 (2017), str. 28

makroekonomske neravnoteže, smanjenje deficita, održivost javnih financija ni ostvarenje ekonomije blagostanja.⁴²

4.6. Komparativna analiza zaduženosti Hrvatske i usporedivih država Europske unije

Analizirajući javni dug u apsolutnom iznosu ne možemo dobiti realnu sliku kod usporedbe više zemalja. Analiza zaduženosti Hrvatske i usporedivih zemalja u Europi bit će predočena putem pokazatelja inozemne zaduženosti, koju čini zaduženost svih sektora gospodarstva prema inozemstvu (kućanstva, poduzeća, banke), zajedno s vanjskim dugom države. Jedan od najvažnijih pokazatelja inozemne zaduženosti je odnos ukupnog vanjskog duga prema BDP-u zemlje. Što je ovaj pokazatelj veći, raste opasnost od nesolventnosti države, a smatra se da odnos duga prema BDP-u veći od 30% ukazuje na visoki rizik od nesolventnosti.

Povećanje zaduženosti tranzicijskih zemalja smatra se normalnom posljedicom razvoja njihove privrede. Do nje dolazi kad one, u želji da što brže ožive svoju privredu, provode aktivnu razvojnu politiku koja pretpostavlja da rast domaće potrošnje raste brže od proizvodnje. To dovodi do porasta zaduženja u inozemstvu. Taj porast zaduženja i ovisnost o inozemnom financiranju investicija karakterizira većinu tranzicijskih zemalja. U njima je niska produktivnost rada upravo zbog niske početne kapitalne opremljenosti, a zbog rasta ukupne potrošnje raste sklonost uvozu⁴³. Uvoz raste i zbog toga što su investicije u infrastrukturu, potrebne u procesu razvoja, veoma uvozno ovisne, a njihovi učinci na povećanje izvoza primjetni su tek nakon određenog vremena.

⁴² Buturac, G.: **Ekonomija u uvjetima visoke zaduženosti: slučaj Hrvatske**, Ekonomski pregled, 68 (1) 3-31 (2017), str. 29

⁴³ Kersan, I.; Mihovilović, G.: **Komparativna analiza zaduženosti Hrvatske i zemalja srednje i istočne Europe**, Economic Research; Vol.19 No.1. (2006), str. 2

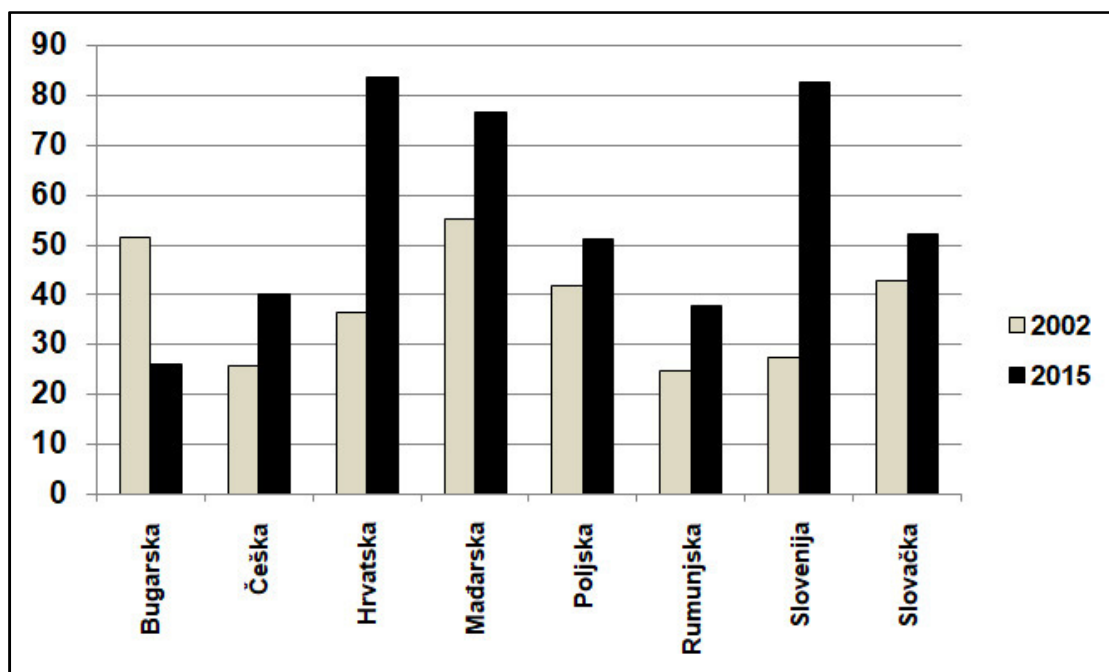
Tablica 5: Javni dug tranzicijskih zemalja Europske unije od 2002. do 2015. godine
izražen u postotku BDP-a

	02	03	04	05	06	07	08	09	10	11	12	13	14	15
Bugarska	51,4	43,7	36	26,8	21	16,3	13	13,7	15,3	15,2	16,7	17	27	26
Češka	25,9	28,3	28,5	27,9	27,7	27,5	28,3	33,6	37,4	39,8	44,5	44,9	42,2	40
Hrvatska	36,6	38,1	40,2	41,1	38,6	37,3	39	48,3	57,3	63,8	69,4	80,5	84	83,8
Mađarska	55,3	57,9	58,7	60,5	64,5	65,5	71,6	77,8	80,2	80,5	78,4	77,1	76,6	76,7
Poljska	41,8	46,6	45	46,4	46,9	44,2	46,3	49,4	53,1	54,1	53,7	55,7	50,3	51,1
Rumunjska	24,8	21,3	18,6	15,7	12,3	11,9	12,4	22,1	29,7	34	36,9	37,5	39,1	37,7
Slovenija	27,3	26,7	26,8	26,3	26	22,8	21,8	34,6	38,4	46,6	53,8	70,4	80,3	82,6
Slovačka	42,9	41,6	40,6	34,1	31	30,1	28,5	36,3	41,2	43,7	52,2	54,7	53,5	52,3

Izvor: Obrada autorice prema **Eurostat**, <http://ec.europa.eu/eurostat/> (18.6.2018.)

Na temelju podataka iz prethodne tablice vidljivo je da je 2002. godine prema ovom pokazatelju najzaduženija zemlja bila Mađarska, iza nje Bugarska, Slovačka i Poljska. Najmanje zadužene zemlje 2002. godine bile su Rumunjska, Češka i Slovenija. Hrvatska je s petog mjesta 2002. godine stigla do mjesta najzaduženije zemlje u 2015. godini, s čak 83,8% udjela javnog duga u iznosu BDP-a. Pokazatelji za Mađarsku, Slovačku i Poljsku su također veći na kraju promatranog razdoblja, ali uz manji porast, dok je Bugarska kao druga najzaduženija zemlja na listi drastično smanjila svoj pokazatelj s 51,4% na 26%. Slovenija je, kao i Hrvatska, također znatno povećala faktor zaduženosti, i to s 27,3% na 82,6%, te sad zauzima drugo mjesto među promatranim zemljama.

Grafikon 7: Javni dug tranzicijskih zemalja EU izražen u postotku BDP-a, usporedba 2002. i 2015. godine



Izvor: Obrada autorice prema **Eurostat**, <http://ec.europa.eu/eurostat/> (18.6.2018.)

U grafikonu 7 vidljivo je da su u promatranom razdoblju najveća povećanja imale Hrvatska i Slovenija, dok je Bugarska ovaj pokazatelj znatno smanjila. Bugarska je na početku tranzicije imala visoku razinu naslijeđenog vanjskog duga i uspjela je smanjiti omjer tog duga prema BDP-u, dok je Hrvatska krenula s relativno malim vanjskim dugom i konstantno ga povećavala dok nije stigla na najvišu razinu od svih zemalja 2015. godine. Pokazujući sklonost gomilanju vanjskog duga, Hrvatska nije pratila to zaduživanje odgovarajućim porastom gospodarske aktivnosti. Također ima i visoke generatore zaduživanja: državnu potrošnju i uvoz. Stoga je potrebno vrlo pažljivo kreirati ekonomsku politiku kako bi se izbjegla dužnička kriza, to jest potaknuti proizvodnju i izvoz, smanjiti državnu potrošnju i prije svakog novog zaduživanja analizirati planirane troškove i teret novog zajma.

5. UPRAVLJANJE JAVNIM DUGOM U EUROPSKOJ UNIJI I USPOREDBA SA HRVATSKOM

U ovom poglavlju će biti prikazana važnost institucijskog okvira i organizacije uprava za javni dug, te opće preporuke za upravljanje javnim dugom. Pokazalo se da kreatori ekonomske politike nisu uvijek bili spremni za reformu dok se ne pojavi kriza ili dug postane neodrživ.⁴⁴ Do 1980-ih godina javni dug se smatrao produžetkom monetarne politike, a 1970-ih rastući deficiti i javni dug su utjecali na rast inflacije. Zbog toga su centralne banke bile primorane prestati financirati deficit kako bi se prekinula veza visokog javnog duga i inflacije, a vlade su time bile prisiljene pozabaviti se problemom duga kroz strukturne reforme i smanjenje deficita. U praksi se upotrebljavaju tri osnovna institucijska rješenja upravljanja javnim dugom: upravljanje u ministarstvu financija, upravljanje u centralnoj banci ili u zasebnim agencijama za upravljanje javnim dugom⁴⁵.

U Europi je u protekla dva desetljeća ojačala svijest za potrebom osamostaljivanja institucija za upravljanje javnim dugom. Time se željela osigurati profesionalnost u upravljanju važnim obvezama države.

5.1. Agencije za upravljanje javnim dugom

Mnoge europske zemlje su problem efikasnosti upravljanja javnim dugom riješile osnivanjem posebnih institucija za upravljanje javnim dugom, što se uz zapošljavanje visokokvalificiranih stručnjaka pokazalo vrlo uspješnim. Trošak servisiranja javnog duga se smanjio i transparentnost cijelog procesa time se znatno poboljšala. U Europskoj uniji je 11 od 28 država izdvojilo uprave za upravljanje javnim dugom izvan ministarstva financija osnovavši agencije⁴⁶. Jedan dio zemalja još uvijek upravljanje dugom provodi unutar riznice ministarstva financija, no tu postoji autonomija kod zapošljavanja i zadržavanja visokokvalificiranih kadrova.

⁴⁴ Žigman, A.; Šverko, I.: **Institucijski okvir upravljanja javnim dugom u Europskoj uniji s osvrtom na Hrvatsku**, Zbornik Veleučilišta u Rijeci, Vol. 5 (2017), No. 1; str. 33

⁴⁵ IBID, str. 36

⁴⁶ IBID, str. 34

Agencija za upravljanje javnim dugom zajedno s Ministarstvom financija mora imati jasnu strategiju, moraju postojati indikatori uspješnosti rada agencije, naravno i strogi nadzor i upravljačke kontrolne funkcije.

Srednjoročna strategija obuhvaća razdoblje od četiri godine i svake se godine mora ažurirati. Zaduživanja države se moraju koordinirati sa financijskim aktivnostima države, upravljanjem njenim novčanim tijekom, sredstvima kojima raspolaže na računu i raznim operativnim rizicima. Transparentnost rada agencije se postiže kroz statistiku javnog duga i redovito izvješćivanje.

U razdoblju nakon uvođenja eura, čime je prestala opasnost od tečajnog rizika, europsko tržište duga je ubrzano raslo i razvijalo se. Institucije za upravljanje javnim dugom postale su izravna konkurencija ostalim sudionicima na tržištu kapitala u Europskoj uniji.

5.1.1. Konceptija upravljanja institucijama za javni dug

Kad se pojedina organizacijska jedinica izdvaja iz državne institucije povećavaju se rizici, stoga se moraju detaljno specificirati njen način rada i mehanizmi kontrole nad tim uredima. Ministarstvo financija je uvijek odgovorno za zaduživanje države i odobravanje strategije upravljanja javnim dugom, ali operativna odgovornost za svakodnevne poslove upravljanja javnim dugom se delegira agenciji za upravljanje javnim dugom.

Problem koji se pojavljuje u tom slučaju jest taj da Ministarstvo teško razlučuje jesu li neispunjeni ciljevi Agencije zbog njenog lošeg upravljanja ili zbog objektivnih uvjeta na tržištu. Sljedeći problem odnosi se na opasnost da Agencija utječe na to da se naknadno stvore obveze za državni proračun. Također postoji mogućnost da Agencija trgovanjem na domaćem tržištu utječe na smjer toga tržišta i time utječe na benchmark portfelja kojim upravlja.⁴⁷

⁴⁷ Žigman, A.; Šverko, I.: **Institucijski okvir upravljanja javnim dugom u Europskoj uniji s osvrtom na Hrvatsku**, Zbornik Veleučilišta u Rijeci, Vol. 5 (2017), No. 1; str. 36

Sljedećih pet točaka potrebno je uzeti u obzir kod organizacije upravljačke strukture upravljanja javnim dugom:⁴⁸

1. Agencija za upravljanje javnim dugom je razvrstana kao subjekt koji ulazi u konsolidaciju s državom i ima jasne odgovornosti;
2. Ciljevi upravljanja javnim dugom su jasno određeni i razrađeni kroz strateške ciljeve, te se određuju pokazatelji učinka ako se aktivno trguje javnim dugom (engl. performance benchmarking);
3. Djelatnici Agencije moraju imati ugovore o radu koji su poticajni, čime se osigurava njihova stručnost i kontinuirani napor u postizanju zadanih ciljeva;
4. Poslovi Agencije pod stalnim su nadzorom i uspostavljene su kontrolne funkcije;
5. Ministarstvo koje nadzire rad Agencije mora imati kapacitet za obavljanje nadzorne funkcije.

Kad su funkcije upravljanja javnim dugom konsolidirane u jedan ured lakše je organizirati upravljanje na strateškoj razini, ured ima formalan identitet i određenog voditelja, te se odgovornost i ovlasti mogu delegirati.

U praksi se pokazalo da su snažne institucije za upravljanje javnim dugom, te jasne politike i ciljevi upravljanja javnih dugom najviše pridonijele amortiziranju efekata financijske krize.⁴⁹ Reakcije nositelja ekonomske politike u godinama prije krize vodile su smanjenju rizika u portfelju tijekom krize. Na primjer, zemlje sa snažnijim institucijama za upravljanje javnim dugom oslanjale su se više na dugoročna zaduženja i na međunarodne financijske institucije koje se ne povlače iz zemlje kad se pojavi kriza. Manje razvijene ekonomije posebno su osjetljive na eksterne šokove zbog nedostatka ekonomske diverzifikacije i plitkog financijskog tržišta.

⁴⁸ IBID, str. 36

⁴⁹ IBID, str. 37

5.2. Primjeri upravljanja javnim dugom u određenim zemljama Europske unije

Razni istraživački radovi potvrđuju da najbolje prakse upravljanja javnim dugom imaju zemlje kao što su Nizozemska, Irska i Mađarska.

U Irskoj je među prvima, 1990. godine, osnovano tijelo za upravljanje javnim dugom izvan ministarstva financija (NTMA: National Treasury Management Agency). Zaključeno je da upravljanje javnim dugom zahtijeva fleksibilnu upravljačku strukturu i kvalificirane djelatnike koji mogu pronaći potencijale za uštede. Tom organizacijom se upravlja poput komercijalne institucije, ona ima slobodu da zaposli iskusne djelatnike s više profesionalizma, jer inače državna administracija nameće određena ograničenja.

Jedinstveni slučaj postoji u Danskoj, gdje je ured za upravljanje javnim dugom iz ministarstva financija 1991. godine prebačen u centralnu banku, dok je zaduživanje ostalo pod ministarstvom financija. Podjela odgovornosti navedena je u sporazumu između Ministarstva i centralne banke. Do te odluke je došlo nakon što se pokazalo da centralna banka ionako vodi većinu tih poslova i vodeći se time da je potrebna jaka koordinacija između upravljanja deviznim rezervama i deviznom komponentom javnog duga. Zaključeno je i da je na taj način olakšano dovođenje i zadržavanje kadrova s relevantnim vještinama.

Tijekom narednog razdoblja mnoge europske zemlje slijedile su primjer Irske, Danske i Švedske, koje su prve izdvojile uprave za upravljanje javnim dugom iz ministarstva financija u zasebnu agenciju. Neke od tih zemalja su Portugal, Austrija i Mađarska.

5.3. Upravljanje javnim dugom u manje razvijenim ekonomijama i Hrvatskoj

Činjenica je da smanjivanju troška javnog duga pridonosi široko i duboko primarno i sekundarno tržište. Manje razvijen financijski sustav i manje domaćih i stranih investitora pridonose velikoj izloženosti bilance manje razvijenih ekonomija na financijski udar. Hrvatska se, kao manje razvijena ekonomija, teško zadužuje na dugi

rok u domaćoj valuti, te se takvo zaduživanje provodi putem obveznica indeksiranih na stranu valutu ili na inflaciju, ili obveznica koje imaju zalog.

Zajedničke osobine upravljanja javnim dugom u manje razvijenim ekonomijama:⁵⁰

- Neadekvatna uloga ministarstva financija (gledano kroz kapacitet za vođenje javnog duga i formuliranja politika vođenja javnog duga);
- Slaba koordinacija središnje banke i ministarstva financija (nekoordinirana monetarna i fiskalna politika);
- Ne postoji ili nije adekvatna "middle office" funkcija koja treba provoditi analizu rizika;
- Institucije za upravljanje javnim dugom ne mogu privući i zadržati visokokvalificirani kadar.

U Hrvatskoj je stanje slično gore navedenom. Od 2008. godine na porast javnog duga najviše su utjecali proračunski deficit, zaduživanja poduzeća u državnom vlasništvu i pad BDP-a. Rad onih koji upravljaju javnim dugom je otežan u uvjetima lošeg vođenja fiskalne politike. Hrvatska je poseban slučaj gdje je loša provedba dugoročne strategije upravljanja javnim dugom dovela do toga da se strategija ne izrađuje niti objavljuje. Čak je i iz Zakona o proračunu izbrisano da se izrađuje strategija i da se rade godišnja izvješća o javnom dugu.

Poseban problem kod upravljanja javnim dugom putem ministarstva financija jest zapošljavanje zadovoljavajućeg kadra. U privatnom sektoru su primanja zaposlenih značajno veća od onih u ministarstvu financija. Čak i kad se uspiju zaposliti stručnjaci s potrebnim kvalifikacijama, oni nakon stjecanja iskustva dobivaju ponude s puno većim plaćama za rad u privatnom sektoru.

Nakon analize upravljanja javnim dugom u ostalim zemljama i u Hrvatskoj, implikacije za upravljanje javnim dugom u Republici Hrvatskoj bile bi sljedeće:⁵¹

- Institucijski okvir mora omogućiti kvalitetno upravljanje javnim dugom i efektivnu koordinaciju s monetarnom i fiskalnom politikom, te daljnji razvoj domaćeg tržišta kapitala i nadzor stvaranja potencijalnih obveza. Ukoliko bi se upravljanje javnim dugom i dalje provodilo unutar ministarstva financija, upravu za javni dug bi

⁵⁰ IBID, str. 40

⁵¹ IBID, str. 42

trebalo podići na visoku razinu s plaćama, bonusima i ostalim privilegijama zaposlenih. Budući da nije moguće diferencirati državne službenike u sustavu plaća i nagrađivanja, nužno je izdvojiti upravljanje javnim dugom u samostalnu instituciju, to jest kao agenciju s posebnim ovlastima. Sustav plaća baziran na nagrađivanju trebao bi djelovati kao poticaj za zapošljavanje i zadržavanje visokokvalificiranih kadrova. Sustav nagrađivanja bio bi vezan uz uspješnost upravljanja javnim dugom, čime bi se postiglo da se ostali zaposlenici u državnom sektoru ne osjećaju manje vrijednima.

- Inzistiranje na zaduživanju na domaćem tržištu zbog daljnjeg razvoja domaćeg financijskog tržišta.
- Postići harmonizaciju monetarne i fiskalne politike koordinacijom između ministarstva financija i središnje banke.
- U poslovima upravljanja javnim dugom treba zapošljavati ljude sa specifičnim znanjima upravljanja portfeljima i upravljanja rizicima.
- Kod razvijanja procesa upravljanja javnim dugom treba postaviti rizične apetite Države i strategiju osiguranja od rizika nastalih različitim rizičnim izloženostima koje nastaju kod upravljanja javnim dugom.

Institucijski okvir morao bi omogućiti smanjenje rizika manje razvijene ekonomije kod izlaganja financijskim šokovima i financijskoj krizi. Upravljanje javnim dugom mora biti koordinirano s monetarnom i fiskalnom politikom, uz stalni razvoj domaćeg tržišta kapitala i nadzor stvaranja potencijalnih obveza.

ZAKLJUČAK

U vrijeme feudalizma ljudi su živjeli u skladu s visinom svog dohotka, dok su vladari imali sklonost nagomilavanju blaga koje bi u slučaju nužde mogli iskoristiti. Prije razvoja manufaktura i trgovine nije ni postojala mogućnost da dođu do skupocjenih i raskošnih stvari. Razvoj trgovine i proširenje manufaktura u 17. stoljeću otvorili su nove mogućnosti za trošenje, posebno imućnim vladarima koji su trošili veći dio svog dohotka na zabave. Tako oni nisu imali nagomilanih sredstava kad se pojavila izvanredna potreba kao što je rat. U zemljama razvijene trgovine postoje trgovci i poduzetnici koji su spremni pozajmiti sredstva vladi jer imaju povjerenja u nju i očekivali povrat sredstava s kamatama.

Tijekom povijesti koristili su se razni načini pozamljivanja sredstava kako bi se popunio manjak u državnom proračunu. Neki od njih su: izdavanje mornaričkih i rizničkih obveznica, anticipacija porezima, trajno fundiranje, rente i slično. Prekomjerno zaduživanje je imalo utjecaj na gospodarstvo, tako da se kapital koji je preusmjeren na pozajmljivanje vladi nije mogao uložiti u produktivne poslove, već je bio ulagan u uzdržavanje neproduktivnog rada. Nagomilani dugovi su se vrlo rijetko u potpunosti otplatili.

U današnje doba postoje sličnosti u mehanizmima prikupljanja i trošenja novaca u državnom proračunu. Proračun bi morao biti uravnotežen kako bi ispunjavao svoje ekonomske funkcije: kontrola proizvodnje u određenim gospodarskim granama te ispunjavanje makroekonomskih ciljeva (minimiziranje promjena u poslovnom ciklusu, održavanje stabilnog rasta gospodarstva uz visoku zaposlenost i nisku stopu inflacije).

Javni dug se može podijeliti na vanjski i unutarnji. Unutarnji dug zemlja duguje svojim rezidentima, te porez koji oni plaćaju služi upravo vraćanju tog istog duga. Kod inozemnog duga nerezidenti posjeduju dio imovine zemlje, a taj iznos se može vratiti izvozom dobara i usluga ili prodajom državne imovine strancima.

Gospodarski rast zemlje je u pravilu dugoročno usporen državnim zaduživanjem. Sa dugom gospodarstvo raspolaže s manje kapitala i potencijalna proizvodnja je manja, dok se nacionalni dohodak smanjuje jer se dio nacionalne proizvodnje usmjerava na održavanje duga.

Republika Hrvatska se zadužuje u svrhu prikupljanja sredstava za financiranje kapitalnih projekata, otplate postojećih dugova, provedbe mjera stabilizacijske politike i izgladivanja poreznog opterećenja u određenom vremenu. Također se zadužuje u svrhu financiranja manjka proračuna nastalog time što su u prošlom razdoblju proračunski rashodi bili veći od prihoda. Odluku o državnom dugu i državnim jamstvima donosi Sabor na prijedlog Vlade RH. Ministar financija je zadužen za operativnu provedbu državnog zaduženja. Proračunski deficit se financira na nekoliko načina: zaduživanjem kod središnje banke, prodajom državne imovine (izvanredno), zaduživanjem na domaćem financijskom tržištu i zaduživanjem u inozemstvu.

Uzroci zaduženosti su određeni sa tri glavna čimbenika: efekt lavine (otplata kamata, stope rasta BDP-a i inflacije), primarni saldo proračuna i prilagodba stanja i tokova (promjena iznosa denominiranog u stranoj valuti). Visina javnog duga RH manje je osjetljiva na porast kamatnih stopa i saldo proračuna, ali veoma jako na nju utječu pretvaranje potencijalnih u izravne obveze države (aktivirana izdana državna jamstva za nelikvidne dužnike) i nominalna deprecijacija kune prema euru. Također je otežano punjenje proračuna tijekom gospodarske krize.

Analizom razdoblja od 2002. do 2015. godine vidljivo je da je dug opće države od 77 milijardi kuna porastao na 284 milijarde kuna. Javni dug izražen u postotku BDP-a na početku ovog razdoblja bio je 36,6%, dok je na 2015. godine bio vrlo visokih 86,7%. Najveći udio u povećanju javnog duga imali su primarni deficit proračuna i efekt lavine, dok su troškovi financiranja javnog duga bili veći od stope rasta nominalnog BDP-a. Lošoj situaciji nimalo nije pridonijela smanjena gospodarska aktivnost, koja je tako smanjila javne prihode, povećala se nezaposlenost i smanjila potrošnja kućanstava koja je velik dio agregatne potražnje. Udio duga u padajućem BDP-u se u ovoj situaciji kontinuirano povećava.

Troškovi otplate duga postaju sve veća stavka državnog proračuna, a smanjuje se i kreditna sposobnost države. Padanjem kreditnog rejtinga države povećava se cijena kredita i pojačava nesklonost investitora prema ulaganjima.

U ovakvim okolnostima nužno je hitno poboljšati upravljanje javnim dugom, povećati transparentnost rada tijela odgovornih za upravljanje javnim dugom, kao i utvrditi odgovornost institucija odgovornih za zaduživanje i izdavanje jamstava iznad propisanih iznosa.

Mnoge države su uspješno riješile upravljanje javnim dugom osnivanjem samostalnih institucija za upravljanje javnim dugom. Te institucije zapošljavaju visokokvalificirane stručnjake, imaju jasne strategije, postoje indikatori uspješnosti njihovog rada, kao i strogi nadzor. Agencije za upravljanje javnim dugom postale su izravna konkurencija ostalim sudionicima na tržištu kapitala u Europskoj uniji.

Uz mjere ekonomske politike za pospješivanje gospodarske aktivnosti potrebno je i pokrenuti strukturne reforme kako bi se ohrabrilo investiranje i zapošljavanje u poduzetništvu. Problem od kojeg treba početi jest ljudski kapital koji je najvažniji resurs. Uz postojeće probleme s negativnim prirodnim prirastom, starenjem stanovništva i smanjenjem udjela stanovništva u radnoj dobi, slabo je iskorišten i postojeći ljudski kapital, o čemu govori najmanja stopa zaposlenosti u Europi. Sljedeće čime se treba pozabaviti je rast investicija i uvoza, i to investicija u industriji koja je pokretač razvoja gospodarstva.

U Hrvatskoj postoje razni problemi kod upravljanja javnim dugom: neadekvatna uloga ministarstva financija, loša koordinacija središnje banke s ministarstvom financija, nepostojeća analiza rizika kod zaduživanja, zapošljavanje odgovarajućeg kadra i loša provedba dugoročne strategije upravljanja javnim dugom. Institucijski okvir morao bi omogućiti smanjenje rizika manje razvijene ekonomije kod izlaganja financijskim šokovima i financijskoj krizi. Upravljanje javnim dugom mora biti koordinirano s monetarnom i fiskalnom politikom, uz stalni razvoj domaćeg tržišta kapitala i nadzor stvaranja potencijalnih obveza.

LITERATURA

Knjige:

1. Babić, M.: **Ekonomija - Uvod u analizu i politiku**, Novi informator d.o.o., Zagreb, 2009.
2. Bajo, A.; Primorac, M.; Andabaka Badurina, A.: **Osnove upravljanja javnim dugom**, Institut za javne financije, Zagreb, 2011.
3. Jelčić, B. i dr.: **Hrvatski fiskalni sustav**, Narodne novine d.d., Zagreb, 2004.
4. Samuelson, P.A.; Nordhaus, W.D.: **Ekonomija**, 18. izdanje, Mate d.o.o., Zagreb, 2007.
5. Smith, A.: **Istraživanje prirode i uzroka bogatstva naroda**, Poslovni dnevnik Masmedia, 2005.

Znanstveni članci:

1. Andabaka, A; Družić, I.; Mustać, N.: **Pokretači javnoga duga u Hrvatskoj**, Ekonomski pregled, 68 (5) 463-487 (2017)
2. Buturac, G.: **Ekonomija u uvjetima visoke zaduženosti: slučaj Hrvatske**, Ekonomski pregled, 68 (1) 3-31 (2017)
3. Jošić, H.; **Komparativna analiza pokazatelja vanjske zaduženosti Republike Hrvatske i tranzicijskih zemalja**, pregledni rad, Zbornik Ekonomskog fakulteta u Zagrebu, godina 6, (2008) UDK 336.273.3 (497.5:4-69)
4. Kersan, I.; Mihovilović, G.: **Komparativna analiza zaduženosti Hrvatske i zemalja srednje i istočne Europe**, Economic Research; Vol.19 No.1. (2006)
5. Žigman, A.; Šverko, I.: **Institucijski okvir upravljanja javnim dugom u Europskoj uniji s osvrtom na Hrvatsku**, Zbornik Veleučilišta u Rijeci, Vol. 5 (2017), No. 1, pp. 33-44

Internetske stranice:

1. **Eurostat**: http://ec.europa.eu/eurostat/statistics-explained/index.php/Government_finance_statistics/hr#Dr.C5.BEavni_dug, 19.4.2018.
2. **Hrvatska narodna banka**: <http://www.hnb.hr/-/dug-opce-drzave>, 16.4.2018.
3. **Ministarstvo financija**: <http://www.mfin.hr>, 16.4.2018.
4. **The World Bank**: <http://www.worldbank.org/en/about/unit/treasury/debt-products>, 15.6.2018.

POPIS TABLICA I GRAFIKONA

Tablice:

Tablica 1: Dug opće države od 2002. do 2015. godine, na kraju razdoblja (u milijunima kuna).....	25
Tablica 2: Doprinos promjeni udjela javnog duga u BDP-u od 2008. do 2014. godine (u % BDP-a na kraju razdoblja)	28
Tablica 3: Izvršenje državnog proračuna od 2008. do 2014. godine (u milijunima kuna)	30
Tablica 4: Usporedba prihoda i rashoda državnog proračuna u 2008. i 2014. godini (u milijunima kuna)	32
Tablica 5: Javni dug tranzicijskih zemalja Europske unije od 2002. do 2015. godine izražen u postotku BDP-a	39

Grafikoni:

Grafikon 1: Utjecaj državnog duga na gospodarski rast	15
Grafikon 2: Kretanje javnog duga u Hrvatskoj od 2002. do 2015. godine (u postotku BDP-a)	27
Grafikon 3: Pokretači javnog duga Republike Hrvatske od 2008. do 2014. godine (u milijardama kuna)	29
Grafikon 4: Promjena realnog BDP-a i rashodi konsolidirane središnje države na kamate u Hrvatskoj u razdoblju od 2002. do 2015. godine	34
Grafikon 5: Investicije u Hrvatskoj u razdoblju od 2002. do 2015. godine	36
Grafikon 6: Izvoz po stanovniku u novim članicama EU u 2015. godini	37
Grafikon 7: Javni dug tranzicijskih zemalja EU izražen u postotku BDP-a, usporedba 2002. i 2015. godine	40