

Mr. sc. Ana Andabaka

**INSTITUCIONALNO USTROJSTVO
UPRAVLJANJA JAVNIM DUGOM**

**INSTITUTIONAL STRUCTURE
FOR PUBLIC DEBT MANAGEMENT**

SAŽETAK: Izgrađena institucionalna infrastruktura temelj je za učinkovito upravljanje javnim dugom. U radu se ukazuje na značenje i novu ulogu upravljanja javnim dugom te se navode ciljevi upravljanja javnim dugom. Odgovarajućim regulatornim okvirom propisana su ograničenja i ovlasti za zaduživanje i izdavanje jamstava. Ključnu ulogu za upravljanje javnim dugom ima Ured za upravljanje dugom (UUD) koji može biti ustrojen unutar Ministarstva financija, središnje banke ili osnovan kao izdvojena agencija za upravljanje javnim dugom. Rad prikazuje institucionalni, organizacijski i funkcionalni aspekt upravljanja javnim dugom.

KLJUČNE RIJEČI: upravljanje javnim dugom, ciljevi upravljanja javnim dugom, ured za upravljanje dugom (UUD), institucionalni modeli.

ABSTRACT: Institutional infrastructure development presents a precondition for efficient public debt management. The paper emphasizes the significance and the role of public debt management and states public debt management goals. Adequate regulatory framework sets out the limits and the authority to borrow and issue guarantees on behalf of the state. The institution responsible for carrying out the Government's debt management policy is Debt Management Office (DMO). DMO can be organized within the ministry of finance, central bank, but it can be established as separate debt management agency as well. The paper considers institutional, organizational and functional aspect of public debt management.

KEY WORDS: Public (government) debt management, debt management goals, Debt Management Office (DMO), institutional models

1. UVOD

Cilj rada je pružiti teorijski okvir dobre prakse pri izgradnji institucionalne strukture upravljanja javnim dugom.

Uloga politike upravljanja javnim dugom značajno se promijenila u posljednja dva desetljeća. Primarni mehanizam financiranja proračunskih deficita postalo je financijsko tržište, a visoka razina zaduženosti postala je čimbenik prenošenja ekonomskih kriza među zemljama. Uslijed takvih promjena javila se potreba za reformom sustava upravljanja javnim dugom u brojnim zemljama. Kvalitetna institucionalna infrastruktura predstavlja temelj za učinkovito upravljanje javnim dugom.

Rad je podijeljen u šest dijelova. Nakon uvodnog dijela objašnjava se pojam i ukazuje na značenje upravljanja javnim dugom. U trećem dijelu rada navode se različiti ciljevi upravljanja javnim dugom. Regulatorni okvir koji propisuje ograničenja i ovlasti za zaduživanje i izdavanje jamstava prikazan je kao ključna pretpostavka za upravljanje javnim dugom u četvrtom dijelu. U okviru institucionalne strukture prikazuje se uloga ključnih institucija uključenih u upravljanje javnim dugom, institucionalni modeli te funkcionalna organizacija upravljanja javnim dugom. Posljednji dio rada čini zaključak.

2. UPRAVLJANJE JAVNIM DUGOM

Upravljanje javnim dugom je proces uspostave i provedbe strategije za upravljanje javnim dugom s ciljem prikupljanja potrebnih financijskih sredstava, vodeći računa o odnosu troškova i rizika te ostvarivanje i nekih drugih ciljeva koje je država odredila, poput razvitka i održavanja učinkovitog tržišta državnih vrijednosnica (IMF/ World Bank 2001).

Državni portfelj duga je najčešće najveći financijski portfelj u zemlji koji često sadrži kompleksne i rizične financijske strukture i može uzrokovati značajan rizik za ukupnu bilancu i financijsku stabilnost države. Dobro upravljanje rizicima i dobra struktura javnog duga neophodna je zato da država može umanjiti svoju izloženost rizicima (financiranja, likvidnosti, namire, te operativnim i kreditnim rizicima). Slabo strukturiran javni dug u pogledu dospeljeća, valuta i kamata te velik iznos potencijalnih obveza bio je često suznačajan čimbenik izazivanja i prenošenja ekonomskih kriza u brojnim zemljama tijekom povijesti (IMF/ World Bank 2001).

Tijekom posljednjih 20-ak godina krize tržišta duga naglasile su značenje dobre prakse upravljanja javnim dugom i rizicima te potrebu razvoja domaćeg tržišta kapitala kako bi se umanjila osjetljivost gospodarstva na ekonomske i financijske šokove. Naravno, važno je da država oblikuje makroekonomsku politiku, kvalitetnu fiskalnu i monetarnu politiku u okviru kojih dobra politika upravljanja javnim dugom može umanjiti fiskalne rizike te pomoći razvoju financijskog tržišta. Uvođenje suvremenih tehnika i procesa upravljanja javnim dugom može potaknuti modernizaciju i u drugim područjima upravljanja financijama u javnom sektoru. Na taj je način moguće zadobiti povjerenje privatnog sektora u financije javnog sektora, što može voditi poticanju investicija, rasta i unaprjeđivanja domaćeg tržišta duga.

Države bi u širem makroekonomskom kontekstu trebale osigurati održivost rasta javnog duga i kvalitetnim upravljanje dugom minimizirati troškove zaduživanja vodeći računa o odnosima troškova i rizika. Održivost duga može se definirati kao sposobnost dužnika da uz ekonomski prihvatljiv saldo prihoda i rashoda dugoročno ispunjava svoje financijske obveze prema vjerovnicima. Dug postaje neodrživ ukoliko raste brže od dužnikove kreditne sposobnosti otplate¹. U upravljanju javnim dugom države se koriste savjetima fiskalnih i monetarnih vlasti o održivosti javnog duga te nastoje primijeniti odgovarajuću strategiju za smanjenje duga.

MMF i Svjetska banka objavili su 2001. dokument "Smjernice za upravljanje javnim dugom" (eng. *Guidelines for Public Debt Management*) s ciljem poticanja reformi i povećanja kvalitete upravljanja javnim dugom. Smjernice nisu direktive već su izrađene kako bi se identificirala područja u kojima postoji konsenzus o tome što se smatra dobrom praksom upravljanja javnim dugom koja može smanjiti osjetljivost na zaraze i financijske šokove. To uključuje prepoznavanje koristi od jasno utvrđenih ciljeva upravljanja javnim dugom; razmatranje odnosa rizika i troškova; razdvajanje i koordinaciju ciljeva monetarnog upravljanja i upravljanja dugom te odgovornosti; ograničenje ekspanzije duga; potrebu pažljivog upravljanja refinanciranjem i tržišnim rizicima te kamatnim troškovima tereta duga; potrebu razvoja institucionalne strukture za smanjenje operativnog rizika, uključujući jasnu raspodjelu odgovornosti između vladinih agencija uključenih u upravljanje javnim dugom te potrebu identificiranja i upravljanja rizicima potencijalnih (uvjetnih) obveza. Problemi pri upravljanju javnim dugom često proizlaze iz manjka pozornosti koja se posvećuje definiranju razumne strategije upravljanja javnim dugom i troškovima slabog makroekonomskog upravljanja te suvišnim razinama duga (IMF/ World Bank 2003).

3. CILJEVI UPRAVLJANJA JAVNIM DUGOM

U kreiranju politike upravljanja javnim dugom važno je utvrditi ciljeve. Ciljevi upravljanja javnim dugom utječu i na definiranje institucionalnog okvira, funkcija upravljanja javnim dugom između institucija, te olakšavaju mjerenje učinkovitosti odabranih instrumenata. Na temelju dobro definiranih ciljeva utvrđuje se strategija upravljanja javnim dugom. Osnovni ciljevi upravljanja javnim dugom su osigurati sredstva za financijske potrebe države, minimiziranje troškova zaduživanja uz razuman stupanj rizika te podupiranje razvitka domaćeg tržišta² (IMF/ World Bank, 2003). Iako nije sporno da je temeljni cilj upravljanja javnim dugom prikupljanje sredstava kojima država ostvaruje svoje financijske potrebe i ispunjava obveze plaćanja, mnoge zemlje, uz navedeni cilj, definiraju dodatne ciljeve vodeći računa o širem makroekonomskom okruženju politike upravljanja javnim dugom.

Najučestalije ciljeve upravljanja javnim dugom moguće je svrstati u dvije temeljne skupine:

a) Ciljevi izravno povezani s provođenjem državnih operacija zaduživanja ili upravljanja javnim dugom (Carracedo, Dattels, 1997 i Bröker, 1993:37):

¹ Održivost duga ovisi o tržišnim očekivanjima o kretanju brojnih varijabli, kao što su kamatne stope, devizni tečaj, stopa rasta prihoda, jer o njima ovise kretanje nepodmirenenih obveza i sposobnost vraćanja duga (Mihaljek, Tissot, 2003).

² Navedeni ciljevi odgovaraju i rezultatima ankete o strukturama upravljanja dugom koju je OECD provela 2000. godine.

- pokrivanje sredstava za državne potrebe
 - osiguranje državi stalan pristup financijskom tržištu
 - poboljšavanje državnih kreditnih uvjeta
 - širenje distribucije državnih vrijednosnica
 - efektivno upravljanje operacijama nove emisije
 - osiguravanje učinkovitog djelovanja sekundarnog tržišta državnih vrijednosnica
 - postizanje uravnotežene strukture dospijuća
 - minimiziranje učinka koje državne operacije upravljanja dugom imaju na tržište
 - privlačenje stranih investitora, osiguranje transparentnosti, promoviranje likvidnosti i izgladivanje tržišnih uvjeta
 - ostvarivanje učinkovitog upravljanja obvezama u pogledu troškova i rizičnosti
 - minimiziranje troškova volatilnosti.
- b) Ciljevi povezani s potporom drugim politikama:
- doprinijeti boljem funkcioniranju financijskih tržišta
 - potpora monetarnoj politici
 - doprinos razvitku tržišta obveznica
 - poticanje štednje kućanstava te
 - pružanje referentne cijene za druge državne i korporativne vrijednosnice.

U zemljama s nerazvijenim financijskim tržištem ciljevi, struktura te zakonodavni okvir zaduživanja nisu jasno definirani što otežava upravljanje javnim dugom (UNITAR, 2002). U tim su zemljama ciljevi upravljanja javnim dugom obično usmjereni na razvoj tržišta ili potporu stabilnoj monetarnoj politici³. To ograničava mogućnost razdvajanja tih dviju politika te može favorizirati pristup u kojem središnja banka ima vrlo bitnu ulogu u upravljanju javnim dugom. Kada se u tom kontekstu prioritet inicijalno da zadovoljavanju financijskih potreba javnog sektora uz minimiziranje troškova, može doći do pretjeranog povlačenja sredstava od središnje banke s potencijalnim inflatornim učinkom ili prinudnog plasmana financijskih institucija po kamatnim stopama nižim od tržišnih (što može omesti razvoj sekundarnog tržišta i udaljiti dobrovoljna sredstva za financiranje).

Države s razvijenim financijskim tržištem postavljaju više "mikroekonomske" ciljeve koji se ne odnose samo na osiguranje sredstava za financijske potrebe države i razvoj tržišta kapitala⁴ nego i sofisticirane ciljeve poput ublažavanja troškova volatilnosti, diverzifikacije tržišta, minimiziranja troškova i rizika u dugom roku ili upravljanja strukturom dospijuća duga (Delduque, 2000). Ti ciljevi uključuju korištenje sofisticiranih operacija i instrumenata te su obično poduprijeti jasnim razdvajanjem instrumenata kao i funkcija institucija kako bi se razdvojila područja djelovanja različitih politika.

³ One nemaju izbora u odabiru izvora sredstava i valutne strukture jer se uglavnom zadužuju iz službenih izvora (kreditima Svjetske banke, MMF-a te drugih međunarodnih financijskih institucija).

⁴ Pomak k jačanju i produbljivanju domaćeg tržišta kapitala i razvoju sekundarnog tržišta javlja se s liberalizacijom kapitalnog računa bilance plaćanja te kada uzajmljivači počnu izražavati želju za izborom između domaćeg i međunarodnog tržišta kapitala.

4. KLJUČNE PRETPOSTAVKE ZA UPRAVLJANJE JAVNIM DUGOM

Jasan zakonski okvir nuždan je za izgradnju odgovarajućih institucionalnih pretpostavki za zaduživanje javnog sektora. On treba obuhvaćati zakonodavstvo za zaduživanje države, državnih poduzeća i središnje banke te za reguliranje i/ili nadziranje vanjskog zaduživanja privatnog sektora. Zakone moraju podupirati pravilnici i procedure koji jasno propisuju ulogu različitih agencija uključenih u operacije kreditiranja na svim razinama ciklusa kreditiranja i za svaku kategoriju dužnika. Davanje državnih jamstava (najčešće od MF-a) te kriteriji i procedure za njihovo odobravanje i nadziranje korištenja također trebaju biti regulirani zakonodavstvom. Regulatorni okvir koji prihvati određena zemlja treba olakšati proces kreditiranja i efektivnog korištenja uzajmljenih sredstava te osigurati da se proces zaduživanja inicira isključivo u slučajevima kada postoji opravdana potreba za sredstvima, odnosno kada je zaduživanje neophodno (UNITAR, 2002).

Regulatorni okvir odnosi se na zakone, pravilnike, upute, odredbe, smjernice i sl. kojima se utvrđuju pravila i procedure za državne službenike pri donošenju odluka o stvaranju obveza za državu i upravljanju javnim dugom. Svaka zemlja odabire vlastiti način za uspostavu regulatornog okvira vodeći računa o pravnoj, političkoj i administrativnoj tradiciji zemlje. Iako nije moguće definirati kako izgleda "dobar" regulatorni okvir za upravljanje javnim dugom on treba obuhvatiti četiri područja regulacije:

- a) državne ovlasti za zaduživanje
- b) ograničenja zaduživanja i izdavanja jamstava
- c) državne ovlasti za izdavanje jamstava te
- d) procedure koje država mora poštovati kad ulazi u financijske transakcije (UNITAR, 2003).

a) *Izvor državnih ovlasti za zaduživanje ili izdavanje jamstava* u ime države je najčešće ustav, a navedene ovlasti se detaljnije definiraju odgovarajućim zakonom. Često je pravo za davanje ovlaštenja za zaduživanje podijeljeno između zakonodavne i izvršne vlasti. Zakonodavna vlast treba ovlastiti izvršnu da iskoristi pravo na zaduživanje ili izdavanje jamstava. Zakonodavnu vlast predstavlja parlament koji je odgovoran za donošenje zakona te ima financijski suverenitet koji uključuje pravo uvođenja poreza, odlučivanje o državnim sredstvima te pravo zaduživanja i preuzimanja financijskih obveza u ime države. Budući da je parlament tijelo koje povremeno zasjeda, ono zaduživanje delegira drugoj instituciji, najčešće ministarstvu financija⁵. Ponekad zakonodavna vlast daje ovlasti izvršnoj da se zaduži do određenog iznosa u njenom godišnjem odobrenju državnog proračuna. U nekim zemljama zakonodavna vlast provodi godišnju autorizaciju tako što postavlja zahtjev da je za transakcije koje prelaze određeni iznos ili uključuju aranžman s određenim kreditorkama potrebno prethodno odobrenje parlamenta. U drugim zemljama zakonodavstvo može postaviti granicu ukupnog iznosa javnog duga i ovlastiti izvršnu vlast na zaduživanje do te granice. U nekim je zemljama pravo zaduživanja izričito dano ministarstvu financija, dok u drugim zemljama to pravo ostaje čelniku države te može biti delegirano bilo kojem vladinom predstavniku. Korist od pripisivanja prava zaduživanja jednom određenom službeniku je olakšavanje postizanja transparentnosti i odgovornosti u procesu zaduživanja. Ovlast za

⁵ Zbog ciljeva održavanja neovisnosti i stabilnosti monetarne politike samo se u iznimnim slučajevima ovlasti zaduživanja prenose na središnju banku.

zaduživanje, posebno kad se radi o vanjskom dugu, može biti ograničeno na središnju državu ili dostupno svim razinama vlasti, što je posebno važno u savezним državama, gdje prava nižih razina vlasti mogu uključivati i neka prava na zaduživanje. Omogućavanje zaduživanja nižim razinama vlasti pomaže im da uspostave vlastiti autoritet te olakšava proces decentralizacije. S druge strane, stvara se opasnost da te razine vlasti ostvare neodržive razine duga koje ugrožavaju mogućnost središnje države da učinkovito upravlja javnim dugom (UNITAR, 2003.).

b) Gotovo sve tržišne privrede postavljaju *ograničenja veličine godišnjeg zaduživanja ili duga nižih razina vlasti* ovisno o njihovoj sposobnosti otplate ili makroekonomskim uvjetima (Mihaljek, Tissot, 2003)⁶. Time je povezano i pitanje treba li poduzećima u državnom vlasništvu dati neovisne ovlasti za zaduživanje. Naime, javna poduzeća su pravno neovisna te njihovi dugovi nemaju izričitog državnog jamstva, država ne bi trebala biti ni odgovorna za njihove dugove. Međutim, država nije uvijek u mogućnosti izbjeći prihvaćanje dijela odgovornosti za te dugove bilo zbog političkih razloga ili zato što vjerovnici daju do znanja da, ukoliko se država ne pobrine za njih, ona sama gubi pristup financiranju. U skladu s tim, država treba nadzirati sposobnost zaduživanja javnih poduzeća, pogotovo kada se radi o vanjskom zaduživanju (UNITAR, 2003)⁷.

c) *Državne ovlasti za izdavanje jamstava*. Državno pravo na izdavanje jamstava bitno je pitanje regulatornog okvira. Iako su jamstva uvjetne obveze države, ukoliko se realiziraju mogu imati negativan utjecaj na državnu sposobnost izvršavanja svojih izravnih obveza. Državna jamstva mogu također imati negativan efekt na državnu sposobnost zaduživanja ako vjerovnici postanu zabrinuti zbog ukupnog iznosa izdanih državnih jamstava. Sveobuhvatan regulatorni okvir stoga treba uključivati i državno pravo na izdavanje jamstava, a pri izračunu ukupne razine javnog duga treba uključiti i vrijednost izdanih državnih jamstava. Bitno je odrediti koji službenici ili subjekti u državi imaju ovlasti za izdavanje jamstava te koju ulogu pritom ima zakonodavstvo. U određenim zemljama zakonodavstvo može propisati ukupnu vrijednost državnih jamstava u okviru granica koje je postavilo izvršnoj vlasti za zaduživanje. Zakonodavstvo može odrediti vrste subjekata za koje je moguće izdati državna jamstva te propisati potrebu ratificiranja jamstava koje prelaze određene iznose. Državna se jamstva izdaju samo za zaduživanje javnih poduzeća⁸, no iznimno se mogu izdati i pri zaduživanju privatnog sektora (UNITAR, 2002).

d) *Ograničenja prava zaduživanja države i izdavanja jamstava*. Svaki regulatorni okvir pri utvrđivanju državnih ovlasti za zaduživanje treba odrediti i njihova ograničenja. Izvor ograničenja može biti ustav, primijenjeni zakon ili prateći propisi koje donosi država. Ukoliko se kvantitativno ograničava iznos javnog duga, **određivanje te granice ovisi o**

⁶ Ograničenja mogu obuhvatiti: definiranje godišnjih ograničenja ukupnog duga pojedinih područja, ograničenja vanjskog zaduživanja, procjenu i odobravanje pojedinačnih zaduženja (uključujući rokove otplate i uvjete) i centralizaciju zaduživanja države uz odobrenje zaduživanja nižih razina vlasti samo za određene namjene (npr. za investicijske projekte).

⁷ U zemljama koje nisu uvele procedure nadzora potencijalnog duga (zaduživanja) javnih poduzeća došlo je do poteškoća u otplatama.

⁸ Ukoliko se radi o mješovitim poduzećima, tada iznos državnih jamstava treba ograničiti u postotku državnog vlasništva.

aktualnom stanju u pojedinoj zemlji⁹. Međutim, vrlo je teško egzaktno odrediti granice javnog duga, ali se smatra da su te granice dosegnute kada bi njihovo prekoračenje ugrozilo ciljeve ekonomske politike. Smatra se da optimalna granica javnog duga nije dosegnuta sve dok javni rashodi financirani instrumentima javnog duga povećavaju ili poboljšavaju iskorištenost proizvodnog kapaciteta gospodarstva (potencijala nacionalnog gospodarstva) te čine vjerojatnim da će se ostvariti željena (pre)raspodjela (Brümmerhof, 1996:383). Može se reći i da je optimalna granica zaduženja javnim dugom dosegnuta kada je ostvarena ona razina zaduženja koja omogućuje da se postignu poželjni ekonomski i socijalni ciljevi glede stabilizacije, preraspodjele dohotka i gospodarskog rasta, a da time nije ugrožen daljnji gospodarski i društveni razvoj.

Pri određivanju formalne granice javnog zaduživanja ključan utjecaj ima Ugovor iz Maastrichta sklopljen 1992. kojim je uspostavljena Europska unija. Tim su ugovorom, među ostalima, utvrđeni i fiskalni kriteriji konvergencije koje zemlje moraju zadovoljiti kako bi postale članicom Ekonomske i monetarne unije. Prema tome, održivost javnih financija podrazumijeva da proračunski deficit opće konsolidirane države ne prelazi 3% BDP-a i da javni dug ne prelazi 60% BDP-a na kraju prethodne godine. Ukoliko udio fiskalnog deficita u BDP-u prelazi 3%, deficit treba kontinuirano opadati prema referentnoj vrijednosti. Značajnu ulogu u ispunjenju fiskalnih kriterija ima "Pakt o stabilnosti i rastu" koji predstavlja pravni okvir za provedbu fiskalne discipline u članicama Ekonomske i monetarne unije. Pakt je usvojen u lipnju 1997. godine te predviđa mjere i propisuje novčane kazne u slučaju prekomjernog deficita koji je definiran Ugovorom iz Maastrichta. U srednjem roku, države članice trebaju težiti uravnoteženju proračuna (ili ostvarenju proračunskih suficita) te poduzimati korektivne mjere za ublažavanje postojećih prekomjernih deficita.

Granica javnog duga može se utvrđivati svake godine prilikom donošenja proračuna u postotku BDP-a ili je moguće ograničiti nominalni iznos duga. Za vanjski i unutarnji javni dug i državna jamstva mogu se utvrditi različite granice, zbog različite mogućnosti države da ispuni svoje unutarnje ili vanjske financijske obveze. Neke zemlje ograničavaju i svrhu zaduživanja države, odnosno dozvoljavaju državi da se zaduži ako tako prikupljena sredstva koristi za kapitalne investicije, a ne dopuštaju zaduživanje zbog pokrivanja tekućih rashoda države. To se opravdava stavom da je razumno očekivati od budućih generacija da plaćaju za one investicije koje će njima izravno koristiti.

5. INSTITUCIONALNA STRUKTURA

Institucionalni okvir za upravljanje javnim dugom treba predviđati jasnu podjelu uloga i odgovornosti svih tijela uključenih u taj postupak, podlijevati sustavu provjere i nadzora provođenja ovlasti te se odlikovati jasnim linijama odgovornosti (IMF/ World Bank, 2004). U idućem dijelu rada opisuju se uloge glavnih tijela uključenih u upravljanje javnim dugom.

⁹ Neke zemlje koriste fiskalna pravila za definiranje granice fiskalnog deficita i javnog duga kao specifična ograničenja mjera vladine politike (Mihaljek, Tissot, 2003).

Uloga vlade, parlamenta i državnih ureda za reviziju

Budući da je proračunski deficit glavni razlog državnog zaduživanja, logično je da se pravna odgovornost za javni dug pripisuje glavnom fiskalnom tijelu u državi tj. Ministarstvu financija. Ova institucija povezuje fiskalnu politiku, izvršenje budžeta i izvore proračunskog financiranja. Vlada / ministarstvo financija na temelju dugoročnih općih ciljeva oblikuju strategiju upravljanja javnim dugom vodeći računa o odnosu očekivanih troškova i rizika te uspostavljaju sustav izvješćivanja i ocjene ostvarenog.

Uloga parlamenta u upravljanju javnim dugom znatno se razlikuje među zemljama i kreće se u rasponu od prijenosa svih ovlasti zaduživanja na vladu / ministra financija, i to bez ikakve obveze izvješćivanja, pa sve do davanja suglasnosti za svako pojedino zaduženje (IMF / World Bank, 2004). Parlament treba utvrditi dugoročne ciljeve upravljanja javnim dugom koji najčešće obuhvaćaju ispunjenje financijskih potreba države, minimiziranje troškova zaduživanja, održavanje rizika na prihvatljivoj razini i potporu razvitku domaćeg tržišta kapitala.

Državni ured za reviziju nastupa kao neovisno i stručno nadzorno tijelo u ime poreznih obveznika. Revizija upravljanja javnim dugom trebala bi obuhvatiti ocjenu sustava nadzora (uključujući organizacijski ustroj i računalne sustave), ocjenu rizika poslovanja, ocjenu nadzornih djelatnosti, ocjenu protoka informacija i komunikacije te ocjenu praćenja unutarnjih postupaka nadzora koje provode interni revizori (IMF/ World Bank, 2004). Provođenje revizije osiguralo bi da su sve eksplicitne obveze javnog sektora uzete u obzir. To olakšava pravodobnu otplatu javnog duga i osigurava da je javni dug ugovoren u skladu sa zakonima, propisima i administrativnim procedurama koji se odnose na javno zaduživanje. Također, omogućava izvještavanje o javnom dugu na razumljiv način parlamentu, međunarodnim agencijama i javnosti potičući javni sektor na unaprjeđenje objava informacija o razini zaduženosti (UNITAR, 2002).

Uloga središnje banke u upravljanju javnim dugom varira od zemlje do zemlje te u velikoj mjeri ovisi o odabranom institucionalnom modelu za upravljanje dugom.

5.1. Tri institucionalna modela upravljanja javnim dugom

Tri modela institucionalnog upravljanja javnim dugom

Najčešće su funkcije upravljanja javnim dugom raspršene po različitim državnim agencijama, ali učinkovito upravljanje javnim dugom zahtijeva da se sve funkcije objedine unutar jedne agencije. Organizacijska disperzija često odražava nedostatak jedinstvene koncepcije upravljanja javnim dugom, kao i birokratsko rivalstvo među odjelima što rezultira lošom koordinacijom. Upravo su nejasno definirani ciljevi i postojanje rivalstva među odjelima i institucijama u određenim zemljama predstavljali glavnu prepreku u provođenju reformi u upravljanju dugom. Disperzija implicira i viši operativni rizik zbog razdvojenosti odgovornosti i dužnosti te se konačno ogleda kao nedostatak orijentacije prema upravljanju rizicima, budući da se različite jedinice usko fokusiraju na svoje dužnosti (Currie, et al., 2003). Institucija koja objedinjuje funkcije upravljanja javnim dugom najčešće se naziva ured za upravljanje dugom (eng. *Debt Management Office – DMO*), no određene zemlje koriste termin agencija u nazivu institucije.

Ured za upravljanje dugom (UUD) kao institucionalno rješenje za operativne aspekte upravljanja novija je pojava koja se javlja potkraj osamdesetih godina prošloga stoljeća.

Iznimku predstavlja prva agencija za javni dug *Swedish National Debt Office* (SNDO) koja je osnovana još 1789. godine u Švedskoj kao prilično jedinstvena struktura te je taj oblik zadržala gotovo dvije stotine godina. Novi Zeland je po uzoru na Švedsku uspostavio New Zealand Debt Management Office (NZDMO) 1988., a 1990. godine Irska je osnovala National Treasury Management Agency (NTMA). Od tada su brojne zemlje primijenile slično rješenje za upravljanje javnim dugom formirajući urede za upravljanje javnim dugom u skladu s ciljevima javnog zaduživanja te vlastitim specifičnostima, što nedvojbeno ukazuje na rastuću popularnost ovakvog pristupa upravljanju javnim dugom.

Ured za upravljanje dugom unutar Ministarstva financija

Ured za upravljanje dugom (UUD) moguće je smjestiti **unutar ministarstva financija** kao posebni odjel, a moguće ga je uspostaviti i u okviru središnje banke. Ovisno o potrebama određene zemlje i dostupnosti stručnog osoblja zakonodavstvo može uspostaviti neovisni UUD s jasno definiranim vezama prema ministarstvu financija i središnjoj banci¹⁰. Potrebno je osigurati da UUD ima određeni stupanj neovisnosti o političkoj sferi, tj. vladi / ministru financija i parlamentu. Organizacija i lokacija funkcija za upravljanje javnim dugom ovisi o ulozi koja se pridaje politici upravljanja dugom.

Kada se UUD nalazi unutar ministarstva financija, ustrojen je kao institucionalno konsolidirana i specijalizirana jedinica s jasnim sustavom delegacije ovlasti s ministra financija na direktora ureda zaduženog za dug. Ovaj model je prikladan za stanje u kojem se pomoću upravljanja javnim dugom i upravljanja portfeljem države nastoje ostvariti i neki ciljevi državne politike kao što je razvoj domaćeg tržišta duga. Središnja banka u ovom slučaju može imati ulogu fiskalnog agenta koji koristi svoje komparativne prednosti lakšeg pristupa tržištu i odgovoran je za operativne aspekte, kao što su plasman duga, prodaja i otkup državnih vrijednosnica. U zemljama koje nisu uspostavile UUD, najčešće je za upravljanje javnim dugom zadužen sektor ili odjel unutar MF-a koji je organiziran u okviru državne riznice ili nekog drugog ustrojstvenog dijela.

Upravljanje dugom se u početku smatralo produžetkom monetarne politike jer je središnja banka izdavanjem duga ostvarivala monetarne ciljeve (Currie, et al., 2003). Središnje su banke počele utvrđivati stabilnost cijena kao primarni cilj te su postale neovisnije o politikama vlada čije fiskalne deficite ne mogu financirati iz primarne emisije. Institucionalni model u kojem su funkcije upravljanja javnim dugom bile smještene unutar središnje banke najčešće se javljao u zemljama gdje nije bilo jasnog razgraničenja monetarne politike i politike zaduživanja države, odnosno u zemljama s nerazvijenim financijskim tržištem.

Ured za upravljanje dugom u okviru središnje banke

Središnja banka najčešće je usko povezana s tržišnim kretanjima te uspostavom **UUD u okviru središnje banke** dolazi do koncentracije znanja o financijskim tržištima unutar jednog tijela (IMF/ World Bank, 2004). U odnosu na ministarstvo financija, središnja banka može lakše privući visoko kompetentni kadar pružajući konkurentnije plaće. Na ovaj se način također olakšava koordinacija između monetarne politike i politike upravljanja javnim dugom (Bröker, 1993:48). Međutim, kada je središnja banka zadužena za provođenje monetarne politike i upravljanje javnim dugom, javlja se opasnost od pojave konflikta interesa. Tako središnja banka može oklijevati podići kamatne stope kako bi obuzdala infla-

¹⁰ Kao institucionalna alternativa javlja se i lociranje funkcija upravljanja javnim dugom unutar središnje depozitarne agencije.

torne pritiske, jer bi se to negativno odrazilo na njen domaći portfelj obveza. Može doći u iskušenje da manipulacijama na financijskom tržištu snizi kamatne stope po kojima se izdaje državni dug ili da se koristi inflacijom kako bi smanjila vrijednost nominalnog duga. Moguće je također da središnja banka povećava likvidnost tržišta neposredno prije refinanciranja duga ili da utječe na strukturu dospeljega ili valutnu strukturu duga u skladu s potrebama monetarne politike. Čak i kada je UUD ustrojen kao poseban odjel, zbog sudjelovanja središnje banke u upravljanju domaćim dugom, na tržištu se može stvoriti predodžba kako politika upravljanja javnim dugom izvlači korist od informacija o budućem kretanju kamatnih stopa (Currie, et al., 2003). Uloga ministarstva financija ograničena je na povezivanje vlade i središnje banke kojoj iznosi opći plan zaduživanja u skladu sa smjericama državne ekonomske politike. Središnja banka ima određeni stupanj operativne diskrecije i utjecaj na politiku upravljanja javnim dugom prikladan u slučaju integriranja upravljanja dugom i monetarnih operacija, odnosno kada je središnja banka odgovorna za razvoj i funkcioniranje financijskog tržišta (Carracedo, Dattels, 1997). Zemlje u kojima je funkcije upravljanja javnim dugom obavljala središnja banka, nakon razvitka financijskog tržišta te napretka u provođenju monetarne politike i upravljanju dugom, počele su razdvajati funkcije i instrumente tih dviju politika te su odabrale drugačiji institucionalni model.

Izdvojeni ured za upravljanje javnim dugom

Određene zemlje su zaključile da se profesionalnost i odgovornost mogu najbolje postići kada dugom **upravlja agencija koja je odvojena i neovisna o političkom procesu**. Također, povećana kompleksnost proizvoda i konkurencija među menadžerima za upravljanje javnim dugom zahtijeva viši stupanj operativne neovisnosti i profesionalizma, što je lakše ostvariti unutar nedržavne jedinice (Magnusson, 1999). Glavna prednost izdvojenog UUD-a (eng. *Separate Debt Management Office – SDMO*) je usredotočenija politika upravljanja dugom i izbjegavanje političkog utjecaja. Koncentriranje na upravljanje javnim dugom potiče profesionalniji pristup i pridaje veću važnost odabiru odgovarajućih djelatnika. Izdvojeni ured u prilici je ponuditi konkurentne plaće koje omogućuju lakše zapošljavanje i zadržavanje stručnog kadra, a stručno osposobljeni djelatnici nužna su pretpostavka djelotvornog upravljanja javnim dugom. Međutim, više plaće u odnosu na plaće koje nudi MF mogu uzrokovati odljev stručnog kadra, a određeni fond stručnih znanja iz područja upravljanja javnim dugom unutar ministarstva financija nuždan je, jer Vlada i ministar ocjenjuju uspješnost UUD-a. Politički pritisak u vidu ostvarenja kratkoročnih ušteda na troškovima otplate duga može imati dugoročne negativne posljedice na upravljanje javnim dugom u obliku viših troškova otplate duga u budućnosti (IMF/ World Bank, 2004).

Izdvojeni UUD prikladno je rješenje kada se smatra da upravljanje javnim dugom treba jasno odvojiti od monetarne politike za koju je odgovorna središnja banka. Na taj način se izbjegava stvaranje dojma da su odluke o upravljanju javnim dugom podložne utjecaju povjerljivih informacija o visini kamatnih stopa. Veća neovisnost agencije za upravljanje dugom također povećava mogućnost institucionalnog otpora državnoj tendenciji da proizvodi inflaciju (Blommestein, Thunholm, 1997). Iako je UUD odvojena agencija, njena autonomija je ograničena na operativne aspekte, budući da ministarstvo financija ostaje odgovorno za upravljanje javnim dugom. Ministarstvo financija utječe na oblikovanje i javno objavljuje strategiju upravljanja javnim dugom, a UUD primjenjuje tu strategiju te upravlja rizikom izloženosti državnog portfelja na dnevnoj osnovi (Magnusson, 1999). Izostanak formiranja UUD-a kao zasebnog tijela proizlazi iz rizika zastupanja interesa ili pitanja odnosa nalogodavac-izvršitelj (eng. *principal-agent*), tj. opasnosti da UUD počne poslovati na način koji nije u najboljem interesu države. Ukoliko bi UUD tijekom vremena

uvelike suzio svoje gledanje na pitanja upravljanja dugom, mogao bi pritom zanemariti važne fiskalne učinke rizika u dužničkom portfelju (IMF/ World Bank, 2004). Zbog fizičke udaljenosti ministarstvo bi moglo oklijevati u iskorištavanju stručnog iskustva i znanja o tržišnim rizicima kao i općeg znanja o financijskim tržištima koje bi se tijekom vremena nagomilalo u UUD-u (Currie, et al., 2003).

5.2. Funkcionalna organizacija upravljanja javnim dugom

U ovom dijelu rada prikazuje se model funkcionalne organizacije upravljanja javnim dugom koji je razvio UNITAR (*United Nations Institute for Training and Research*)¹¹.

Funkcije upravljanja javnim dugom koje treba ispuniti ured za upravljanje javnim dugom mogu se svrstati u tri kategorije koje obuhvaćaju prikupljanje sredstava, sustav za upravljanje informacijama i namiru te analizu duga i rizičnosti (UNITAR, 2002).

Funkcijom prikupljanja sredstava obuhvaćene su sljedeće aktivnosti:

- Primjena plana zaduživanja temeljena na strategiji koju je odobrila vlada
- Prikupljanje sredstava za projekte i programe javnog sektora od stranih država, financiranje na međunarodnom i domaćem tržištu kapitala u skladu sa strategijom zaduživanja
- Organizacija i provođenje hedžing transakcija i transakcija s izvedenicama
- Odobravanje državnih jamstava, davanje jamstava i zaključivanje ugovora s dužnicima i
- Obavljanje uloge klirinške kuće za pružanje informacija donatorima, međunarodnim financijskim institucijama, komercijalnim bankama i drugim kreditorima.

Analiza duga i rizičnosti je funkcija koja se provodi kao potpora operacijama zaduživanja korištenjem kredita te zahtijeva iscrpno znanje o vjerovnicima i tržištima kapitala. Glavne aktivnosti ove funkcije obuhvaćaju:

- Učestalo provođenje portfolio analize za procjenu sposobnosti buduće otplate duga i povezanih problema te predlaganje mjera kojima bi se oni mogli prevladati
- Pripremanje analize održivosti za procjenu dugoročne održivosti duga i projiciranje razine zaduživanja
- Procjena eksterne ranjivosti korištenjem indikatora adekvatnosti duga i rezervi
- Formuliranje politika za davanje državnih jamstava i odobravanja zajmova (eng. on-lending)
- Procjena i upravljanje rizicima obnavljanja, likvidnosti, kreditnim, tržišnim, rizicima namire i operativnim rizicima portfelja duga
- Prihvatanje specifičnih ciljanih iznosa, referentnih vrijednosti ili smjernica za različite varijable duga poput mješovite valutne strukture, udjela varijabilnog duga, udjela inozemnog duga, duljine dospijeca te udjela kratkoročnog duga u ukupnom dugu

¹¹ UNITAR je osnovan 1965. godine kao autonomno tijelo u okviru Ujedinjenih naroda sa svrhom unaprjeđenja učinkovitosti same organizacije u okviru odgovarajućeg usavršavanja i istraživanja.

- Formuliranje politike zaduživanja i godišnjeg plana zaduživanja javnog sektora, što može uključivati prihvaćanje gornje granice ukupnog duga podijeljene na vanjski i unutarnji dug i ciljne iznose za različite indikatore stanja i tijeka duga
- Oblikovanje strategije zaduživanja za implementaciju godišnjeg plana zaduživanja uključujući izbor između unutarnjeg i vanjskog zaduživanja, inozemnih tržišta kojima se namjerava pristupiti, valutnu strukturu zaduživanja te kamatne stope i ročnu strukturu
- Formuliranje smjernica za zaduživanje javnih poduzeća i privatnog sektora koje nije pokriveno jamstvima te
- Pripremanje i osiguranje informacija o javnom dugu za periodična gospodarska i financijska izvješća te podataka koji će se predložiti parlamentu.

Glavna zadaća sustava upravljanja informacijama i namire je održavanje baze podataka za zaduživanje javnog sektora korištenjem odgovarajućeg softvera za evidentiranje i provođenje analitičkih funkcija ureda za upravljanje javnim dugom. Održavanje pouzdane baze podataka podupire analitičke aktivnosti ureda i omogućava pravovremenu otplatu duga. Aktivnosti sustava upravljanja informacijama i namire su sljedeće:

- Upravljanje sustavom informacija o dugu i održavanje pouzdane i ažurne baze podataka o zaduživanju, a ako postoji više baza podataka, one trebaju biti povezane na način da pružaju jedinstvenu bazu podataka u svrhu analize podataka
- Povezivanje softvera za upravljanje dugom sa softverom koji se koristi za upravljanje unutar riznice i državnog računovodstvenog sustava
- Pripremanje prognoza servisiranja duga za vanjsko zaduživanje javnog sektora kao input prognozama bilance plaćanja i za ukupno javno zaduživanje (unutarnje i vanjsko) kao input za procjenu proračunskih rashoda
- Obrada plaćanja na ime duga i obavljanje pravovremenog plaćanja
- Nadziranje primjene ugovora o zajmu uključujući korištenje zajma i državne obveze
- Nadziranje svih potencijalnih obveza i osiguravanje da su odgovarajuće rezerve predviđene u proračunu kako bi se pokrili gubitci u slučaju neplaćanja
- Pripremanje prognoza državnih potreba za gotovinom kao podloge za određivanje obujma i vremena izdavanja duga na domaćem tržištu
- Pripremanje periodičnih statističkih i drugih izvješća o stanju javnog duga koja su potrebna Vladi i vjerovnicima i
- Održavanje web stranice ureda za upravljanje javnim dugom i pružanje ključnih informacija o javnom dugu širokoj javnosti. Dugoročan cilj je objavljivanje godišnjeg izvješća o javnom dugu na ovoj stranici.

Funkcionalna organizacija upravljanja javnim dugom slična je organizaciji investicijske institucije kao i određenih sektora unutar banke. Naime, ako funkcije podijelimo u tri kategorije te svaku od tih kategorija pripišemo pojedinom uredu, dobit ćemo funkcionalnu organizaciju upravljanja javnim dugom koja je aktualna u zemljama s razvijenim sustavom upravljanja javnim dugom. Tako se unutar ureda za upravljanje javnim dugom ustrojavaju tri operativna ureda koja odgovaraju funkcijama upravljanja javnim dugom. *Front Office* je odgovoran za prikupljanje potrebnih financijskih sredstava i donosi ključne odluke o domaćem i inozemnom zaduživanju na temelju odobrenog plana zaduživanja. Ovaj ured odob-

rava zajmove, obavlja operacije s jamstvima te transakcije s izvedenicama i hedžing transakcije za državu. *Middle Office (Risk Management Office)* izrađuje analizu portfelja, razvija strategije upravljanja rizicima i scenarije zaduživanja te uspoređuje indikatore zaduženosti s prihvaćenim referentnim vrijednostima. Aktivnosti tog ureda omogućuju procjenu održive razine javnog duga te pripremu politike i plana zaduživanja javnog sektora. *Back Office* je odgovoran za podmirenje transakcija te za registriranje i otplatu duga. On izvršava otplatu duga temeljenu na fakturama vjerovnika za koje prethodno provjeri da su u skladu s vlastitom bazom podataka te je odgovoran za nadziranje korištenja zajmova, pripremu računovodstvenih i drugih izvještaja koje zahtijevaju vjerovnici i vlada. Svaki od navedenih ureda ima različite odgovornosti i zasebne linije izvješćivanja, no uspješno provođenje aktivnosti jednog ureda zahtijeva koordinaciju i suradnju preostalih ureda što ih čini međusobno ovisnima.

Organizacijska struktura za upravljanje javnim dugom trebala bi obuhvaćati odbor za upravljanje javnim dugom kojim bi predsjedao ministar financija te bi uključivao i guvernera središnje banke, tajnika ministarstva financija i čelnike drugih relevantnih državnih agencija i organizacija koje predstavljaju privatni sektor kao što su banke i proizvođačka poduzeća. Odbor bi davao tehničke upute uredu za upravljanje javnim dugom, nadgledao i odobravao brojne parametre operacija zaduživanja javnog sektora i potvrđivao smjernice za privatni sektor. Vlada bi trebala odobravati važne odluke koje donosi odbor, kao što je godišnji plan zaduživanja javnog sektora te bi trebalo razmotriti njegovu direktnu odgovornost parlamentu.

U novim tržišnim privredama funkcije navedenih operativnih ureda podijeljene su između nekoliko državnih agencija što uzrokuje poteškoće pri evidentiranju duga i formuliranju strategije upravljanja dugom. Iako ove funkcije nije neophodno odmah prebaciti na ured za upravljanje javnim dugom¹², treba nastojati objediniti sve aktivnosti unutar jedne agencije. Polaznu točku predstavlja stvaranje zajedničke baze podataka i sustava evidentiranja duga, a centralizacija funkcija ključan je element djelotvornog upravljanja javnim dugom.

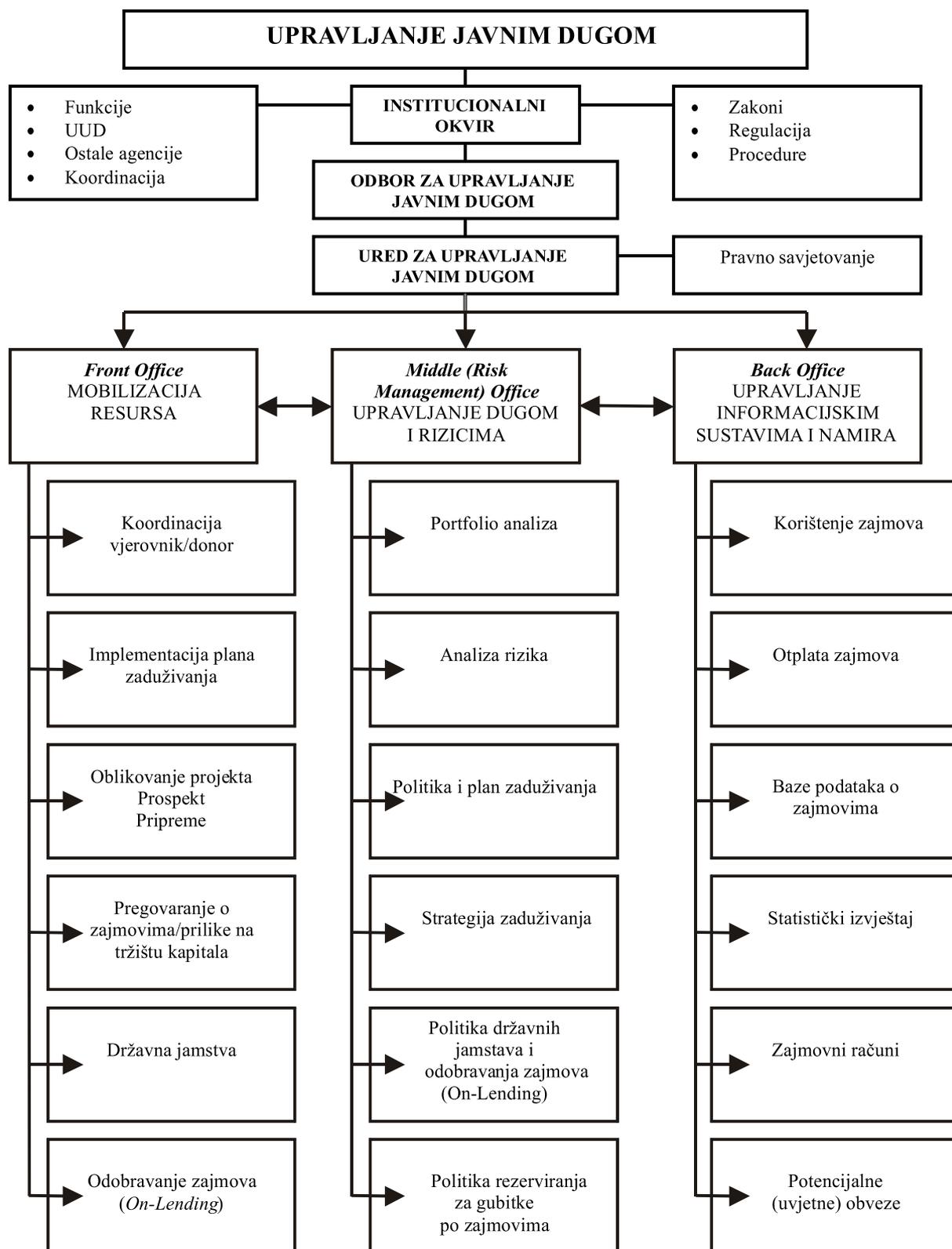
Slika 1 prikazuje organizacijsku strukturu koja uključuje institucionalni okvir za upravljanje javnim dugom, odnosno daje prikaz konačne strukture ureda za upravljanje javnim dugom kada su sve funkcije objedinjene unutar jedne agencije.

6. ZAKLJUČAK

U posljednjih dvadesetak godina pod utjecajem rasta javnog duga države su postale svjesnije troškova upravljanja javnim dugom. U skladu s time, primarni mehanizam financiranja proračunskih deficita više ne predstavljaju bankarski krediti već financijsko tržište na kojem se izdavanjem vrijednosnica prikupljaju potrebna financijska sredstva. Tržišno usmjerenje povezano je s većom izloženošću financijskim rizicima, za što su potrebna specifična znanja i sofisticirane procedure upravljanja. Posebna znanja i procedure upravljanja potaknule su institucionalne promjene u upravljanju javnim dugom.

¹² Učinkovitije bi bilo da se te aktivnosti privremeno zadrže u okviru državnih institucija uz uspostavu čvrstih institucionalnih veza s jednim ili više odjela unutar ureda za upravljanje javnim dugom prilikom obavljanja aktivnosti upravljanja javnim dugom.

Slika 1. Funkcionalna organizacija upravljanja javnim dugom



Izvor: UNITAR, 2002.

Na početku devedesetih godina 20. stoljeća započeo je trend osnivanja ureda za upravljanje javnim dugom, a njihova institucionalna pozicija, kao i stupanj neovisnosti variraju. Neovisno o lokaciji agencija, učinkovito upravljanje javnim dugom zahtijeva njihovu operativnu neovisnost te organiziranje poslova upravljanja javnim dugom podjelom na front, middle i back office. Jedinstveno rješenje za upravljanje javnim dugom ne postoji odnosno optimalni institucionalni okvir za upravljanje javnim dugom može se dizajnirati samo za pojedini slučaj, uzevši pritom u obzir specifična obilježja određene zemlje. Međutim, objedinjenost funkcija upravljanja javnim dugom unutar jedne agencije i čvrst regulatorni okvir koji propisuje ovlasti države pri kreiranju obveza koje čine javni dug, značajni su početni koraci za unaprjeđenje sustava upravljanja javnim dugom.

LITERATURA

1. Blommenstein, H. and Thunholm, E., 1997. "Institutional and Operational Arrangements for Coordinating Monetary, Fiscal and Public Debt Management" in: V. Sundararajan, P. Dattels and H. J. Blommestein. *Coordinating Public Debt and Monetary Management*. Washington D.C.: International Monetary Fund, 57-76
2. Bröker, G., 1993. *Government securities and debt management in the 1990's*. Paris: OECD
3. Brummerhof, D., 1996. *Javne financije*. Zagreb: Mate.
4. Carracedo, M. and Dattels, P., 1997. "Survey of Public Debt Management Frameworks in Selected Countries" in: V. Sundararajan, P. Dattels and H. J. Blommestein. *Coordinating Public Debt and Monetary Management*. Washington D.C.: International Monetary Fund, 96-123.
5. Currie, E., Dethier, J.J. and Togo, E., 2003. "Institutional Arrangements for Public Debt Management". *World Bank Policy Research paper*, br. 3021.
6. Delduque Jr., J., 2000. "The Concept of Independence as Applied to Public Debt Management". Dostupno na: <http://www.gwu.edu/~ibi/minerva/Fall2000/Jonathas.Delduque.pdf>
7. IMF/World Bank, 2004. *Central Government Debt Management and Domestic Debt Market Development – Croatia Assessment Report*. Dostupno na: http://treasury.worldbank.org/web/pdf/Rpt_Croatia_DMAssess_English.pdf
8. IMF/World Bank, 2001. *Guidelines for Public Debt Management*. Washington D.C.: International Monetary Fund
9. IMF/World Bank, 2003. *Guidelines for Public Debt Management: Accompanying Document and Selected Case Studies*. Washington D.C.: International Monetary Fund
10. Magnusson, T., 1999. "Legal Arrangements for a Debt Office". Dostupno na: http://treasury.worldbank.org/web/pdf/magnusson_legal.pdf
11. Mihaljek, D. and Tissot, B., 2003. "Pogled središnjih banaka na fiskalne pozicije u novim tržišnim privredama". *Financijska teorija i praksa*, 27 (3), 349-385.
12. UNITAR, 2002. "Institutional Framework for Public Sector Borrowing, Document". No. 17. Geneva: United Nations Institute for Training and Research (UNITAR)
13. UNITAR, 2003. "Best Practices and Key Issues to be addressed in a Regulatory Framework for Public Debt Management". Document No. 4. Geneva: United Nations Institute for Training and Research (UNITAR)