

Ana Andabaka *

Ivo Družić **

Nora Mustać ***

JEL Classification F34, H63

Izvorni znanstveni članak

POKRETAČI JAVNOGA DUGA U HRVATSKOJ¹

Zbog promjena metodoloških okvira i reklasifikacija institucija opće države, podaci o javnome dugu u Hrvatskoj značajno su se razlikovali u posljednjem desetljeću. Cilj ovoga rada je, korištenjem statističkih podataka Europske komisije, Ministarstva financija i Hrvatske narodne banke, analizirati doprinos ključnih komponenti porasta javnoga duga u razdoblju od 2008. do 2014. godine. Analiza pokazuje da je manjak državnoga proračuna bio tek jedan od pokretača javnoga duga u promatranome razdoblju te da je doprinos ostalih komponenti izuzetno velik. Uvid u pokretače javnoga duga pruža temelj za oblikovanje odgovarajuće fiskalne politike i politike upravljanja javnim dugom koje mogu doprinijeti snižavanju troška zaduživanja države i održivosti javnih financija.

Ključne riječi: javni dug, pokretači duga, upravljanje javnim dugom

1. Uvod

Fiskalna politika utječe na visinu proračunskoga manjka i razinu javnoga duga, dok je struktura javnoga duga u domeni politike upravljanja javnim dugom. Upravljanjem javnim dugom nastoji se postići optimalna struktura javnog duga uzi-

* Dr. sc. A. Andabaka, docentica, Ekonomski fakultet u Zagrebu (E-mail: aandabaka@efzg.hr).

** Dr. sc. I. Družić, redoviti profesor, Ekonomski fakultet u Zagrebu (E-mail: idruzic@efzg.hr).

*** N. Mustać, mag. oec., asistentica, Ekonomski fakultet u Zagrebu (E-mail: nmustac@efzg.hr).

Rad je primljen u uredništvo 15. 9. 2017., a prihvaćen je za objavu 2. 11. 2017.

¹ Ovaj rad je financirala Hrvatska zaklada za znanost projektom 7031.

majući u obzir troškove financiranja države i s time povezane rizike (IMF, World Bank, 2003: 5), odnosno naglasak je na izvorima i načinima financiranja državnih potreba (Fastenrath et al., 2016: 2). Pored dugoročnoga efekta koji visina javnoga duga ima na „istiskivanje“ investicija (engl. *crowding out effect*) odnosno gospodarski rast, postoji i trenutni efekt. On se odnosi na plaćanje kamata na javni dug. Naime, kamate kao stavka tekućeg proračuna izravno utječu na mogućnost podmirivanja ostalih proračunskih izdataka (Buturac, 2017: 29) odnosno izdataka za obrazovanje, zdravstvo, mirovine i nacionalnu obranu. Stoga cijena zaduživanja države, odnosno kamate na preuzeti dug koje u Hrvatskoj iznose cca. 3% BDP-a, kao ključni element politike upravljanja javnim dugom postaju sve češći predmet znanstvenog interesa te potiču raspravu o učinkovitom upravljanju dugom. Ovakva je rasprava izuzetno bitna iz najmanje dva razloga. Prvi je nedvojbeno utvrđena međupovezanost i međuzavisnost između stabilnosti javnih financija i realnoga sektora (Das et al., 2010: 7). Drugi se odnosi na *trade-off* koji se može pojaviti između „niže rizičnosti“ upravljanja javnim dugom kada u portfelju dominiraju vrijednosni papiri emitirani na domaćem tržištu i moguće niže cijene duga kada u portfelju dominiraju vrijednosnice emitirane na inozemnim tržištima (Panizza, 2008: 12).

Polazišna točka za mjerenje održivosti javnoga duga jest detaljna analiza uzroka zaduženosti, budući da analiza koja se temelji samo na razinama javnoga duga i projekcijama povezanih makroekonomskih varijabli nije adekvatna (Flassbeck, Panizza, 2008: 7). Cilj ovoga rada je identificirati i analizirati tokove koji su doprinijeli porastu javnoga duga u specifičnome razdoblju hrvatskoga gospodarstva, kojeg obilježava recesija i primjena nove metodologije vođenja statistike javnih financija. Pritom će se utvrditi jesu li primarni deficit ili deficit državnoga proračuna bili tokovi koji su u najvećoj mjeri određivali kretanje javnoga duga u promatranome razdoblju. Doprinos ovoga rada ogleda se u primjeni analitičkog okvira održivosti javnoga duga na temelju kojega je promjena udjela javnoga duga u BDP-u raščlanjena na ključne čimbenike. Usporedno s time, promjena javnoga duga u apsolutnom iznosu je također raščlanjena na čimbenike koji su svojom veličinom specifični te stoga detaljnije analizirani metodama deskriptivne statistike i u kontekstu doprinosa povećanju duga.

Prema analitičkome okviru održivosti javnoga duga koji primjenjuju Europska komisija i Europska središnja banka, dinamiku javnoga duga određuju tri glavna čimbenika koji uključuju efekt „lavine“, primarni saldo proračuna (*pb*) i prilagodbu deficita dugu (*dda*) (European Central Bank, 2016: 5). U skladu s time, standardna jednadžba promjene udjela javnoga duga u BDP-u u godini t (Δb)² glasi:

² Bitno je naglasiti da ovaj okvir za analizu održivosti javnoga duga ukazuje da je definiranje javnoga duga kao kumulativa salda proračuna opće države u prethodnim razdobljima vrlo pojednostavljen pristup upravo zbog zanemarivanja ostalih bitnih čimbenika.

$$\Delta b_t = \frac{i_t - g_t}{1 + g_t} b_{t-1} - pb_t + dda_t$$

Efekt lavine (engl. *snowball effect*)³ obuhvaća zajednički utjecaj otplate kamata na akumulirani dug te stope rasta realnoga BDP-a i inflacije na udio duga u BDP-u. Primarni saldo proračuna tekućega razdoblja (engl. *primary government balance*) predstavlja saldo proračuna koji ne uključuje rashode za kamate. Konačno, prilagodba deficita dugu (engl. *deficit-debt adjustment* – DDA) ili prilagodba stanja i tokova (engl. *stock-flow adjustment* – SFA) predstavlja onaj dio promjene udjela javnoga duga u BDP-u koji nije obuhvaćen prethodnim čimbenicima (European Central Bank, 2016: 5), a može proizaći iz, primjerice, promjene iznosa duga denominiranoga u stranoj valuti uslijed promjene deviznog tečaja, prihoda od privatizacije te financijskih transakcija države (European Central Bank, 2012: 60).

Uvid u pokretače javnoga duga ukazuje na slabosti u upravljanju javnim financijama koje su rezultirale povećanjem duga te predstavlja polazišnu točku za oblikovanje politike upravljanja javnim dugom. Učinkovita strategija upravljanja javnim dugom može doprinijeti stabilizaciji javnoga duga i smanjenju javnih rashoda snižavanjem troškova zaduživanja države. Struktura i visina javnih rashoda glavni su uzroci kontinuiranih proračunskih manjkova. Upravo je visina manjka proračuna konsolidirane opće države bila temelj za ulazak Hrvatske u postupak prekomjernog deficita 2014. godine. U takvim okolnostima, strukturne gospodarske reforme neophodna su potpora fiskalnoj politici i stabilizaciji duga. Međutim, značajan doprinos održivosti javnoga duga u Hrvatskoj moguće je ostvariti i u okviru upravljanja javnim dugom odnosno unaprjeđivanjem institucionalnih, organizacijskih i tržišnih aspekata financiranja države.

Rad je strukturiran u šest dijelova. Nakon uvodnoga, dosadašnje znanstvene spoznaje vezane za porast javnoga duga, troškove državnoga zaduživanja i održivost duga opisuju se u drugome dijelu rada. U trećemu se dijelu opisuje dinamika i kretanje javnoga duga. Četvrti dio sadrži analizu doprinosa pojedinih komponenti porastu javnoga duga u razdoblju od 2008. do 2014. godine, koje je posebno značajno upravo zbog revizije podataka o visini javnoga duga i deficita proračuna opće države. U petome dijelu naglašava se važnost razvijanja upravljanja javnim dugom, nakon čega slijedi zaključak.

³ Efekt ili učinak lavine se još naziva diferencijal kamata i rasta (engl. *interest-growth differential*) jer obuhvaća utjecaj kamatne stope koja povećava udio javnoga duga, kao i utjecaj stope rasta BDP-a koja smanjuje udio javnoga duga u BDP-u (European Central Bank, 2012: 60), pod pretpostavkama pozitivnih vrijednosti navedenih stopa.

2. Pregled literature

Prilikom analize održivosti javnoga duga u Hrvatskoj za razdoblje od 2003. do 2007. godine, Babić i suradnici (2003.) koristili su ostvarene vrijednosti makroekonomskih i fiskalnih varijabli za razdoblje od 1997. do 2002. godine koje su predstavljale polazište za izradu makroekonomskih projekcija i projekcija kretanja duga kako bi ispitali osjetljivost projiciranih kretanja na različite šokove. Pritom su promjenu udjela javnoga duga u BDP-u dekomponirali na četiri glavna toka koji obuhvaćaju primarni deficit (razliku prihoda i primarnih izdataka), automatsku dinamiku duga (promjena udjela duga zbog npr. promjene realne kamatne stope, realne stope rasta BDP-a i deprecijacije tečaja), ostale identificirane tokove (privatizacijski prihodi koji smanjuju potrebu za zaduživanjem države te priznavanje uvjetnih obveza koje povećavaju dug) te rezidual (neidentificirane tokove) koji predstavlja onaj dio stvarne promjene duga koji se ne može objasniti prethodno navedenim tokovima. Rezultati njihovih projekcija i analize upućivali su na mogućnost smanjenja udjela javnoga duga u BDP-u, ali su autori naglasili da je pretpostavka o nestanku rezidualnih tokova u značajnoj mjeri zaslužna za povoljan ishod analize održivosti. Naime, oni ističu da su upravo rezidualna kretanja snažno i pozitivno utjecala na dinamiku kretanja javnoga duga od 1997. do 2002., pri čemu je utjecaj navedenih makroekonomskih tokova na porast duga u određenim godinama bio dominantan. Prema rezultatima provedene analize održivosti, visina javnoga duga nije osjetljiva na šokove porasta kamatne stope, smanjenja gospodarskoga rasta i pogoršanja primarne bilance, ali je jako osjetljiva na pretvaranje potencijalnih u izravne obveze države, a najviše na nominalnu deprecijaciju kune prema euru jer je velik dio duga vezan za euro. Mihaljek (2003: 52-53) također navodi da osobito snažan učinak na udio javnoga i vanjskoga duga u BDP-u može imati oštra deprecijacija tečaja kad je veći dio javnih obveza vezan za strane valute, preuzimanje potencijalnih obveza koje predstavljaju dug subjekata za koje je država eksplicitno ili implicitno jamčila, kao i dugotrajan porast kamatnih stopa pri čemu struktura duga ima bitnu ulogu.

Bajo i Primorac (2011) su istraživali utjecaj izdanih jamstava na porast javnoga duga metodom jednostavne linearne regresije. Iako rezultati njihove analize ne upućuju na statistički značajan utjecaj izdanih državnih jamstava na visinu izravnoga javnoga duga, oni ističu da se protestirana jamstva vrlo često ne pokrivaju iz jamstvene pričuve, već angažiraju dodatna sredstva Državnoga proračuna. Također, niske stope povrata sredstava u proračun na temelju protestiranih jamstava, ukazuju na nelikvidnost izvornih dužnika među kojima su prednjačila poduzeća iz sektora brodogradnje.

Financiranje državnih potreba posebno je bilo izazovno tijekom gospodarske krize kada je smanjenje gospodarske aktivnosti uzrokovalo smanjenje javnih prihoda, dok je protucikličko djelovanje fiskalne politike i aktiviranje potencijalnih obveza dovelo do povećanja državnih rashoda. Automatsko stabilizacijsko djelo-

vanje fiskalne politike posebno dolazi do izražaja za vrijeme recesije kada se na strani rashoda povećavaju naknade za nezaposlene kako bi se ublažile posljedice smanjenja agregatne potražnje (Švaljek et al., 2009). Stubelj i Dolenc (2010.) analiziraju fiskalnu održivost u Europskoj uniji (EU) neposredno nakon izbijanja gospodarske krize te također navode da je povećanje javnoga duga rezultat nižih fiskalnih prihoda koji su posljedica smanjenja stope gospodarskoga rasta, ali i primjene mjera za suzbijanje financijske i gospodarske krize. Oni smatraju da se fiskalna održivost ne treba promatrati samo u kontekstu postavljenih ograničenja visine javnoga duga i proračunskog deficita u odnosu na BDP, već je potrebno uzeti u obzir i specifičnosti pojedinih zemalja prilikom formuliranja mjera fiskalne politike. Čeh Časni et al. (2014.), dinamičkom panel analizom na temelju združenoga procjenitelja aritmetičke sredine grupe, utvrđuju negativan utjecaj javnoga duga na gospodarski rast u zemljama središnje, istočne i jugoistočne Europe u razdoblju od 2000. do 2011. godine. Autorice također naglašavaju uvažavanje gospodarskih specifičnosti zemalja prilikom provođenja kredibilne strategije fiskalne konsolidacije, koju treba kombinirati s mjerama ekonomske politike za poticanje gospodarskoga rasta u dužem roku, kako bi se ostvarile stabilne razine javnoga duga.

Andabaka Badurina (2012: 132) opisuje kretanje prilagodbe deficita duga u EU u razdoblju od 2007. do 2010. godine te ističe da je njen udio u BDP-u u pojedinim članicama iznosio preko 10% BDP-a. Najvažniju stavku prilagodbe deficita duga čini neto akvizicija financijske imovine koje predstavlja razliku između transakcija kupnje i prodaje odnosno promjene u kategorijama financijske imovine koju čine novac i depoziti, vrijednosni papiri osim dionica, krediti koje je država odobrila nedržavnim jedinicama, dionice i drugi vlasnički kapital te ostala financijska imovina. Visoki iznosi neto akvizicije financijske imovine odražavaju državne mjere provedene za suzbijanje krize koje su posebno izražene tijekom 2008. i 2010. godine. Najznačajnija stavka u 2007. i 2008. godini bilo je povećanje novca i depozita ostvareno zaduživanjem kako bi se izgradila snažna likvidna pozicija države radi potencijalne nemogućnosti pristupa financijskom tržištu. Vrijednosni papiri osim dionica bili su posebno važna stavka 2010. godine, kada je nacionalnim središnjim bankama omogućeno da kupovinom državnih vrijednosnih papira potiču likvidnost sekundarnoga tržišta. Tijekom 2008. i 2010. nedržavnim jedinicama odobrali su se visoki iznosi kredita, a kao rezultat državnih operacija pomoći financijskome sustavu značajne iznose bilježila je i kategorija dionica i drugoga vlasničkog kapitala tijekom 2008. i 2009. godine.

Usljed povećanih potreba država za zaduživanjem i rastućih iznosa javnoga duga, dolazi do povećanja kamatnih stopa na tržištu. Povećanjem visine javnoga duga u euro području rasle su i razlike između kratkoročnih i dugoročnih kamatnih stopa (Andabaka Badurina, 2012: 134-135). Laubach (2009.) je višestrukum linearnom regresijom utvrdio statistički i ekonomski značajan pozitivan utjecaj prognoziranih vrijednosti udjela javnoga duga i deficita u BDP-u na visinu dugo-

ročnih kamatnih stopa u američkom gospodarstvu. Rastući iznosi javnoga duga mogu dovesti do povećanja dugoročnih kamatnih stopa i učinka istiskivanja privatnih investicija zbog povećanih troškova zaduživanja, a to se u konačnici negativno odražava na realni sektor (Blommestein, 2010.). Globan i Matošec (2016: 62) navode da je kretanje troškova zaduživanja države dobar indikator stabilnosti javnog duga te ističu da se porast javnoga duga u Hrvatskoj u razdoblju od 2009. do 2014. godine odrazio na više kamatne stope na javni dug. Povećanje kamatnih stopa i duga utjecalo je na rast nepovjerenja investitora za ulaganja u hrvatsko gospodarstvo, a značajan pad investicija tijekom recesije navodi i Buturac (2017: 17).

Način na koji su se krizne okolnosti odrazile na trošak zaduživanja i sposobnost država da prikupe dostatna sredstva opisuju Andabaka Badurina i Švaljek (2012.). Na primjeru prakse triju zemalja članica EU s relativno razvijenim sustavom upravljanja javnim dugom, ukazuju na mogući doprinos upravljanja javnom dugom održivosti javnih financija u okolnostima otežanog pristupa financiranju te porasta tržišnih troškova državnoga zaduživanja. Također, autorice navode da Hrvatska u promatranome razdoblju nije vodila fleksibilnu politiku upravljanja javnim dugom kojom je mogla uvesti nove instrumente prikupljanja potrebnih financijskih sredstava, već se u većoj mjeri orijentirala na netržišne oblike financiranja. Netržišno financiranje duga tipično je za prvu razvojnu fazu u upravljanju javnim dugom koju karakterizira nerazvijeno domaće tržište duga te financiranje kreditima banaka ili zajmovima međunarodnih financijskih institucija (Storkey, 2006)⁴.

3. Dinamika i stanje javnoga duga u Republici Hrvatskoj

U posljednjem desetljeću promjene u stanju javnog duga u prosjeku se kreću oko 10% godišnje, pri čemu je zaduživanje u većoj mjeri orijentirano na domaće tržište kapitala. Nakon metodoloških korekcija, javni je dug u 2002. iznosio nešto više od 77 milijardi kuna da bi u 2012. narastao na oko 233 milijarde kuna, a krajem 2015. godine prelazio 289 milijardi kuna (Tablica 1.). Za dobivanje kompletne slike o izvorima javnoga duga koji su doveli do aktualnog stanja, bitno je povećanje javnoga duga raščlaniti na njegove ključne komponente.

Stabilan rast javnoga duga bez obzira na oscilacije u poslovnoj aktivnosti odnosno kretanju BDP-a upućuje na neelastičnost njegovih ključnih komponenti osobito proračunskoga deficita. Dovršetak i kompletiranje strukturnih reformi, ključna je pretpostavka usklađivanja javnih rashoda s realnom poslovnom aktivnošću.

⁴ Četiri uobičajene razvojne faze upravljanja javnim dugom, čiji je okvir postavio Storkey (2006), opisane su u Andabaka Badurina i Švaljek (2012: 75-77) i detaljnije u Andabaka Badurina (2012: 13-34).

Tablica 1.

KRETANJE DUGA OPĆE DRŽAVE OD 2002. DO 2015. GODINE (U MIL. KUNA, NA KRAJU RAZDOBLJA)

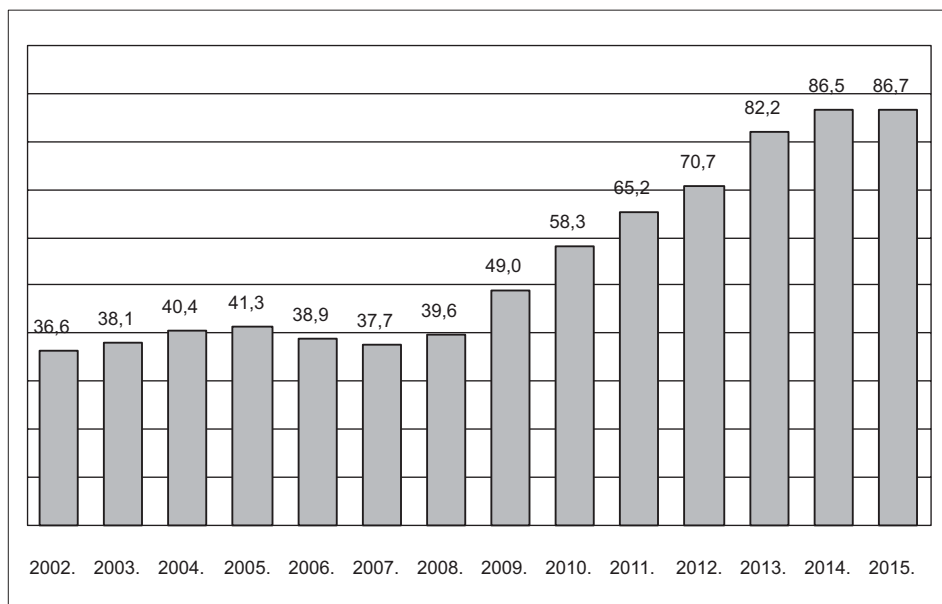
	2002.	2003.	2004.	2005.	2006.	2007.	2008.	2009.	2010.	2011.	2012.	2013.	2014.	2015.
Dug opće države	77.413,7	88.588,6	101.304,0	111.460,6	114.461,5	121.654,3	137.559,2	162.070,5	191.287,9	216.707,1	233.557,7	270.857,3	284.183,7	289.583,9
Udio unutarnjeg duga u dugu opće države	43%	42%	44%	51%	53%	50%	53%	53%	56%	59%	59%	58%	58%	59%
Udio vanjskog duga u dugu opće države	57%	58%	56%	49%	47%	50%	47%	47%	44%	41%	41%	42%	42%	41%
Godišnje stope rasta duga opće države	-	14%	14%	10%	3%	6%	13%	18%	18%	13%	8%	16%	5%	2%

Izvor: Hrvatska narodna banka (2016) i autori

Od 2008. godine dolazi do značajnog rasta visine javnoga duga u Hrvatskoj čiji se udio u BDP-u s 39,6% povećao na 86,7% krajem 2015 (Slika 1.). Bitno je istaknuti da su podaci o javnome dugu prije metodoloških korekcija upućivali na značajno smanjenje udjela javnoga duga u BDP-u 2008. godine. Do takvoga smanjenja udjela javnoga duga došlo je zbog reklasifikacije poduzeća Hrvatske autoceste d.o.o. (HAC) koje su isključene iz obuhvata opće države jer su reklasificirane iz izvanproračunskih fondova u podsektor državna trgovačka društva. Budući da je došlo do promjene definicije javnoga duga⁵, u njegov obuhvat više nisu ulazila državna jamstva već su se ona zasebno iskazivala. To je omogućilo državi da svoje izravne obveze koje su proizlazile iz duga HAC-a pretvori u potencijalne obveze države pružanjem jamstva za navedeni dug. Međutim, primjenom nove metodologije HAC je ponovno uključen u obuhvat opće države, a podaci o javnome dugu su usklađeni. Iz prikazanih podataka očito je da je dinamičan rast javnoga duga usporen tek 2015. godine mjereno udjelom u BDP-u, ali i u apsolutnom iznosu.

Slika 1.

KRETANJE JAVNOGA DUGA U HRVATSKOJ OD 2002. DO 2015. GODINE
(U % BDP-a)



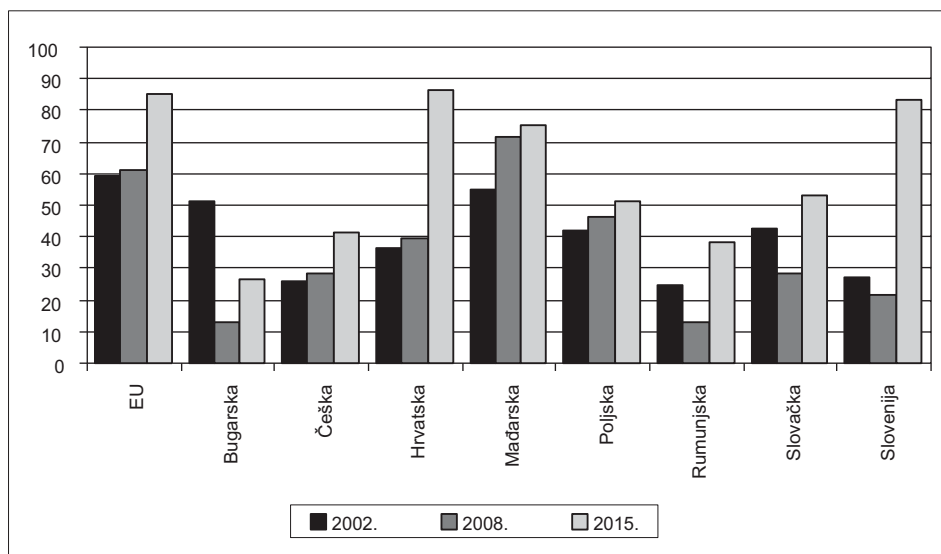
Izvor: Eurostat (2016a)

⁵ Zakon o proračunu iz 2003. (NN 96/03) je definirao javni dug kao dug konsolidiranog proračuna Republike Hrvatske s danim jamstvima, dok je Zakon o proračunu iz 2008. godine (NN 87/08) definirao javni dug kao dug opće države.

Snažan rast u proteklom razdoblju podignuo je razinu javnoga duga u Hrvatskoj 2015. godine iznad prosjeka EU, ali i iznad visine javnoga duga članica EU usporedivih značajki od kojih su neke bile suočene s oštrim posljedicama financijske krize (Slika 2.). Gospodarska kriza odrazila se na rast javnoga duga u svim prikazanim zemljama, ali dinamika rasta je hrvatski javni dug, mjerenom udjelom u BDP-u, smjestila na deveto mjesto na razini EU te iznad prosjeka Unije. Iako se Hrvatska po visini duga još uvijek nalazi ispod prosjeka eurozone, udio javnoga duga u BDP-u od 2002. do 2015. raste po prosječnoj godišnjoj stopi od 6,9%⁶. Takva situacija ukazuje na potrebu odlučnog provođenja mjera fiskalne konsolidacije te uvođenja promjena koje bi osigurale održivost javnih financija u narednome razdoblju.

Slika 2.

VISINA JAVNOGA DUGA U USPOREDIVIM ZEMLJAMA EUROPSKE UNIJE (U % BDP-a)



Izvor: Eurostat (2016a)

⁶ Od 2008. do 2015. godine udio javnoga duga u BDP-u raste po stopi 11,8%.

U uvjetima visokoga javnog duga, zemlje kojima rastu troškovi zaduživanja i kamate za otplatu duga, fiskalnu konsolidaciju provode agresivnije. S druge strane, unatoč porastu javnoga duga, zemlje koje imaju kontinuirani pristup tržištu kapitala i ostvaruju niske troškove zaduživanja, fiskalnoj konsolidaciji mogu pristupiti postupno (Debrun, Kinda, 2013: 23). Međutim, visoke razine duga utječu na smanjenje stope gospodarskoga rasta čak i u zemljama koje se zadužuju po relativno niskim realnim kamatnim stopama (Reinhart et al., 2012: 1).

4. Elementi povećanja javnoga duga u Republici Hrvatskoj

Jedan od glavnih analitičko-istraživačkih napora u ovome radu bio je usmjeren na konzistentno strukturiranje ključnih elemenata javnoga duga. Naime, brojne (re)klasifikacije pojedinih stavki te njihovo izostavljanje i ubrajanje u prikazu javnoga duga pojedinih godina predstavljalo je prepreku potrebi povećane transparentnosti kao elementa oblikovanja politike upravljanja javnim dugom (Bloomestein, 2006: 2). Iako je glavni generator javnoga duga deficit državnoga proračuna, za Hrvatsku je specifično da su u razdoblju od 2008. do 2014. godine bitnu ulogu imali i drugi čimbenici koji su doveli do toga da se javni dug više nego udvostruči. Radi boljeg uvida povećanje javnoga duga promatrat će se na dva načina, odnosno preko komponenti koje su doprinijele porastu javnoga duga mjereno udjelom u BDP-u te preko komponenti koje prikazuju povećanje javnoga duga u apsolutnom iznosu u kunama.

U navedenom razdoblju moguće je promatrati povećanje javnoga duga kao rezultat primarnog deficita, efekta lavine te prilagodbe stanja i tokova (Tablica 2.). U ukupnom povećanju udjela duga u BDP-u za 47 postotnih bodova, primarni deficit je sudjelovao s 18 postotnih bodova, efekt lavine je iznosio 20,6 postotnih bodova, a prilagodba stanja i tokova 8,4 postotnih bodova.

Zanimljivo je da su kumulativnom deficitu opće države u podjednakoj mjeri doprinijeli primarni deficit i rashodi za kamate. Efekt lavine, koji objedinjuje utjecaj rashoda za kamate na akumulirani dug i utjecaj rasta nominalnoga BDP-a na udio javnoga duga u BDP-u (European Commission, 2015: 11), ukazuje da su troškovi financiranja javnoga duga od 2009. do 2014. bili veći od stope rasta nominalnog BDP-a. Kontrakcija gospodarstva doprinijela je povećanju javnoga duga ne samo kroz smanjenu mogućnost prikupljanja javnih prihoda, što se odrazilo na proračunski saldo, već i povećanjem tereta otplate duga koji se očituje rastućim udjelom duga u padajućem BDP-u. Značajan doprinos prilagodbe stanja i tokova, kojom se promjene u stanju duga usklađuju s proračunskim rezultatima, odražava velik broj izdanih državnih obveznica odnosno promjene u vrednovanju zbog te-

čajnih razlika uslijed deprecijacije kune prema euru i zaduživanje za otplatu trgovačkih kredita (Europska komisija, 2016: 16).

Tablica 2.

DOPRINOS PROMJENI UDJELA JAVNOGA DUGA U BDP-U OD 2008. DO 2014. GODINE (U % BDP-A, NA KRAJU RAZDOBLJA)

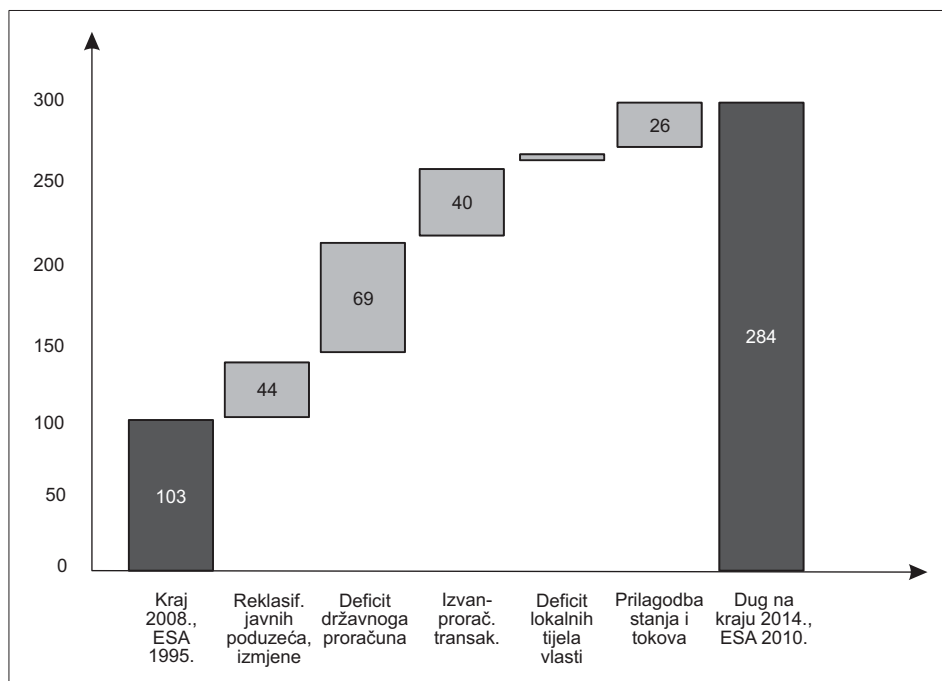
	2008.	2009.	2010.	2011.	2012.	2013.	2014.	2009.-2014.
1. Primarni deficit (1.1. - 1.2.)	0,8	3,7	3,6	4,8	1,9	2,1	1,9	18,0
1.1. Saldo proračuna opće države	2,8	6,0	6,2	7,8	5,3	5,3	5,4	36,0
1.2. Rashodi za kamate	2,0	2,3	2,6	3,0	3,4	3,2	3,5	18,0
2. Efekt lavine (2.1.+2.2.)	-0,8	4,3	3,0	2,2	3,8	3,4	3,9	20,6
2.1. 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 javnoga duga (1.+2.+3.)	1,8	9,4	9,3	6,8	5,5	11,5	4,5	47,0
5. Visina javnoga duga krajem godine	39,6	49,0	58,3	65,2	70,7	82,2	86,6	-

Izvor: Europska komisija (2017: 101) i autori

Korištenjem podataka Europske komisije (Europska komisija, 2016: 15), Ministarstva financija i Hrvatske narodne banke, izvori povećanja javnoga duga raščlanjeni su na ključne stavke čiji je ukupan iznos izražen u kunama (Slika 3.). U promatranome razdoblju javni dug se povećao sa 103 na 284 milijarde kuna, pri čemu je kumulirani državni deficit iznosio 69 milijardi kuna, a povećanje od 84 milijardi proizlazi iz reklasifikacije javnih poduzeća i kumuliranog iznosa izvanproračunskih transakcija. Zbog zakonom propisanih ograničenja zaduživanja, niže razine vlasti imale su najslabiji učinak na rast javnoga duga s nešto više od dvije milijarde kuna, za razliku od prilagodbe stanja i tokova čiji se doprinos u razdoblju od 2008. do 2014. procjenjuje na oko 26 milijardi kuna.

Slika 3.

POKRETAČI JAVNOGA DUGA OD 2008. DO 2014. GODINE
(U MILIJARDAMA KUNA)



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

Izvor: Europska komisija, Ministarstvo financija, preuzeto iz Europska komisija (2016: 15) i autori

Temeljni uzrok zaduživanja države i rasta javnoga duga je proračunski deficit. Promatrajući razdoblje od 2008. do 2014. očito je da su se nastupanje krize i gospodarska stagnacija odrazili na prihode državnoga proračuna. Prihodi koji su 2008. prikupljeni u vrijednosti većoj od 115 milijardi kuna, značajno su se smanjili te su se tek 2014. godine uspjeli približiti pretkriznoj razini s iznosom od 114 milijardi kuna. Istodobno, rashodi u promatranome razdoblju bilježe rast sa 115 na preko 125 milijardi kuna (Tablica 3.). U promatranome razdoblju prosječni prihodi iznosili su 110,4 milijarde kuna, a prosječni rashodi 120,2 milijarde kuna što je dovelo do kumuliranog proračunskog deficita od 68,6 milijardi kuna. Ako se analizira porast javnoga duga u navedenome razdoblju, očito je da je deficit državnoga proračuna, s udjelom od 38% u kumulativnom povećanju, bio tek jedna od stavki porasta javnoga duga. Preostali pokretači javnoga duga, u slučaju Hrvatske i primjene nove metodologije sustava nacionalnih računa, imali su zajedno puno veći efekt na povećanje duga opće države.

Tablica 3.

IZVRŠENJE DRŽAVNOGA PRORAČUNA OD 2008. DO 2014. GODINE (U KUNAMA)

	2008.	2009.	2010.	2011.	2012.	2013.	2014.
PRIHODI POSLOVANJA	115.772.654.807,01	110.257.946.737,68	107.466.351.150,58	107.069.669.876,26	109.558.927.867,40	108.585.049.413,97	114.044.484.836,99
RASHODI POSLOVANJA	115.292.426.173,10	117.923.991.688,58	120.320.833.484,23	119.939.510.606,11	118.729.991.646,60	123.505.882.577,35	125.689.498.238,84
Razlika - suficit/deficit	480.228.633,91	-7.666.044.950,90	-12.854.482.333,65	-12.869.840.729,85	-9.171.063.779,20	-14.920.833.163,38	-11.645.013.401,85
Rashodi za zaposlene	21.594.258.767,68	22.510.492.997,70	22.295.296.292,89	22.769.164.891,14	22.394.794.358,91	21.667.926.573,85	21.453.235.277,70
Financijski rashodi	5.347.997.348,78	5.788.119.755,52	6.925.129.501,66	7.596.950.961,04	8.821.579.019,31	9.883.139.633,09	10.357.362.532,13
Kamate za izdane vrijednosne papire	3.519.355.582,48	3.851.108.663,08	5.051.431.225,37	5.737.602.376,05	6.527.642.299,81	7.467.585.194,49	8.172.004.514,46
Kamate za primljene zajmove	1.163.863.730,86	1.374.065.776,00	1.185.050.593,43	1.359.989.628,69	1.808.014.097,10	1.791.610.611,74	1.739.058.191,60
Ostali financijski rashodi	664.778.035,44	562.945.316,44	688.647.682,86	499.358.956,30	485.922.622,40	623.943.826,86	446.299.826,07
Bankarske usluge i usluge platnog prometa	246.980.331,65	246.882.134,17	199.986.366,80	175.829.922,88	129.838.395,64	149.135.516,69	147.899.775,75
Negativne tečajne razlike i valutna klauzula	205.974.270,56	8.897.930,57	128.939.557,45	23.267,19		47.797.305,44	14.653.313,18

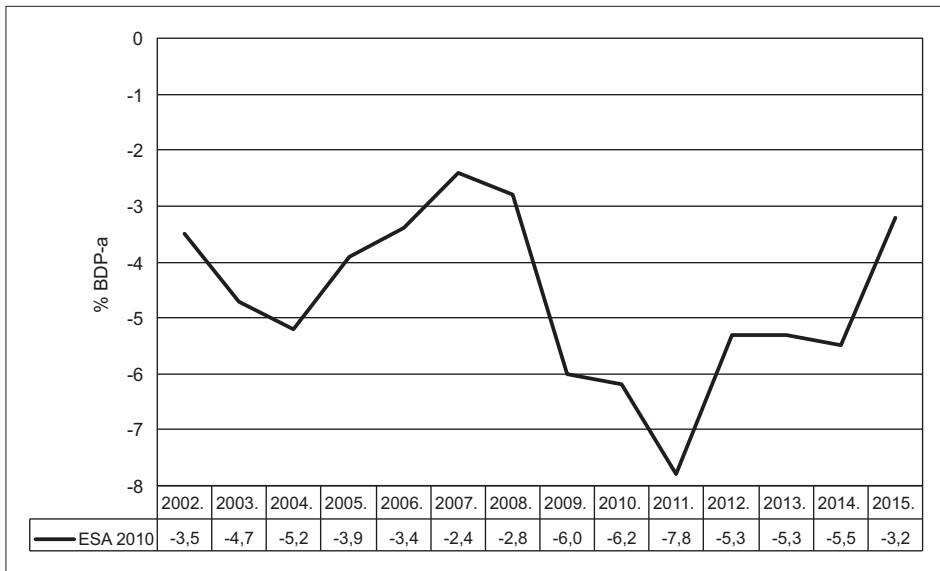
Napomena: Podaci za 2015. godinu su izostavljeni zbog izlaska Hrvatskog zavoda za zdravstveno osiguranje iz sustava državnih riznice i reklifikacije u izvanproračunske korisnike.

Izvor: Ministarstvo financija (2016)

Opisano kretanje prihoda i rashoda državnog proračuna odredilo je i dinamiku kretanja deficita opće države i njegovoga udjela u BDP-u (Slika 4.). Deficit oscilira od 2,4% do 7,8% BDP-a s prosječnom razinom od 4,7%. Međutim, prave dimenzije problema vidljive su nakon 2009. kada se deficit ne spušta ispod 5% sve do 2015. godine. Kumuliranje deficita do 2011. i njegovo postupno vraćanje na višegodišnji prosjek upućuje na vremenski pomak u kojem je hrvatska Vlada spoznala krizne procese.

Slika 4.

KRETANJE SALDA PRORAČUNA OPĆE DRŽAVE
OD 2002. DO 2015. GODINE



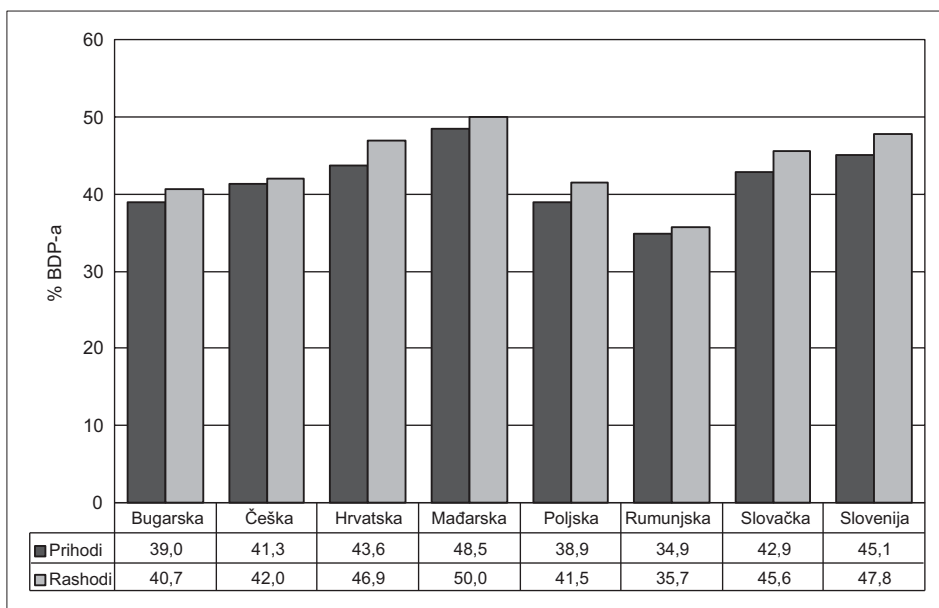
Izvor: Eurostat (2016a)

Potrebno je naglasiti kako (prekomjerna) javna potrošnja kao izvor deficita ne izdvaja Hrvatsku među članicama EU. Hrvatska se, s udjelom javne potrošnje u BDP-u od 46,9%, nalazi ispod prosjeka EU od 47,3%. Posebno valja istaknuti kako u posljednjih deset godina taj udjel (osim 2011.) ne prelazi 47% i praktički je u čitavom razdoblju ispod prosjeka EU. Naglo povećanje deficita 2011. uzrokovali su rashodi koji predstavljaju kapitalne transfere uslijed preuzimanja dugova brodogradilišta u iznosu od 7,2 milijarde kuna (Ministarstvo financija, 2015: 31). Usporedbom s odabranim zemljama iz njenoga okruženja, možemo primijetiti da

iako visinom javnih rashoda Hrvatska ne odstupa bitno od zemalja usporedivih značajki, za nju je specifično da razlika rashoda i prihoda prelazi propisani iznos od 3% BDP-a (Slika 5).

Slika 5.

PRIHODI I RASHODI OPĆE DRŽAVE U USPOREDIVIM ZEMLJAMA
 EUROPSKE UNIJE U 2015. GODINI



Izvor: Eurostat (2016a)

Doprinos reklasifikacije javnih poduzeća rastu duga opće države bio je izuzetan. Zamjenom primjenjivanog metodološkog okvira (ESA 95) s novim Europskim sustavom nacionalnih i regionalnih računa 2010 (engl. *European System of National and Regional Accounts – ESA 2010*) u rujnu 2014., došlo je do reklasifikacije pojedinih poduzeća iz javnih poduzeća u podsektor središnje države. Uključivanjem poduzeća Hrvatske autoceste d.o.o. i Autoceste Rijeka-Zagreb d.d. (ARZ) u obuhvat opće države u razdoblju od 2008. do 2013. udio duga u BDP-u u prosjeku se povećao za oko 9 postotnih bodova (Ministarstvo financija, 2015: 28). U obuhvat opće države uključena su i poduzeća HŽ Infrastruktura i Hrvatska radiotelevizija, a od travnja 2015. i Hrvatska banka za obnovu i razvitak (HBOR). Reklasifikacijom HBOR-a i uključivanjem njegovoga duga u dug opće države, doš-

lo je do dodatnog povećanja javnoga duga za 4,4% BDP-a (Ministarstvo financija, 2015: 28). Učinak revizije podataka o javnome dugu uslijed uključivanja HAC-a, ARZ-a i HBOR-a bio je najveći u Europskoj uniji (ESTAT, 2014: 6) te je prema navedenim podacima Ministarstva financija iznosio oko 44 milijarde kuna.

Vrlo značajan pokretač rasta javnoga duga prikazuje se i kroz stavku izvanproračunskih transakcija među kojima ključnu ulogu ima realizacija potencijalnih rizika povezanih s javnim poduzećima. Ukupan doprinos izvanproračunskih transakcija deficitu opće države u razdoblju od 2009. do 2014. godine Europska komisija i Ministarstvo financija procjenjuju na 12% BDP-a. Pri tome se 3,6% BDP-a odnosi na transfere i prilagodbe sektora opće države u skladu s ESA 2010 metodologijom te konverziju državnoga proračuna temeljenog na gotovinskom načelu prema Statistici državnih financija GFS 2001 Međunarodnoga monetarnog fonda u proračun temeljen na obračunskom načelu. Prevladavajući dio od 8,4% BDP-a otpada na aktiviranje državnih jamstava odobrenih javnim poduzećima te porast neto zaduživanja poduzeća u državnom vlasništvu klasificiranih u sektor opće države (Europska komisija, 2016: 15). Isključivanje državnih jamstava iz obuhvata javnoga duga imalo je višestruke negativne posljedice za visinu javnoga duga što se očitivalo nakon revizije podataka o dugu. Dio jamstava odobravao se i putem Sabora mimo utvrđenih godišnjih ograničenja, a ukupni iznosi izdanih državnih jamstava premašivali su zakonom propisane iznose (Bajo et al., 2010: 80). Dio izdanih jamstava se aktivirao pa su se tako, protestiranjem jamstava, potencijalne obveze pretvorile u izravne obveze države koje povećavaju javni dug. Konačno, primjenom ESA 2010 metodologije, dio javnih poduzeća reklasificiran je čime su njihova zaduženja pokrivena državnim jamstvima uključena u dug opće države.

5. Važnost učinkovitog upravljanja javnim dugom

Uvjeti po kojima se država zadužuje s jedne strane odražavaju makroekonomsko stanje gospodarstva, dok s druge strane ukazuju na kvalitetu upravljanja javnim dugom. Kreditna sposobnost države utječe na trošak financiranja države posebice na inozemnom tržištu, a upravljanjem javnim dugom nastoji se ostvariti najbolja struktura duga uz dane tržišne uvjete te doprinijeti smanjenju troškova servisiranja duga. Troškovi otplate duga sve su značajnija stavka rashoda državnog proračuna što se ogleda u rastu udjela financijskih rashoda s 4,6% na 8,2% ukupnih rashoda poslovanja u razdoblju od 2008. do 2014. godine. Istodobno, iznos plaćenih kamata za izdane vrijednosne papire i primljene zajmove bilježi rast s oko 4,7 na 9,9 milijardi te se više nego udvostručio (Tablica 4.). Visina troškova zaduživanja države odražava se i na strukturu javnih rashoda gdje je očito smanjenje udjela rashoda za zaposlene s 18,7% na 17,1% odnosno financijski rashodi

koji su prije bili na razini od 25% izdataka za zaposlene porasli su na 48% u 2014. godini. Navedeno ukazuje na potrebu dugoročnog restrukturiranja javnoga duga kako bi se tekuće obveze servisiranja duga svele u održive okvire. Porastom rashoda za otplatu duga sužava se prostor fiskalne politike za raspodjelu sredstava u produktivne svrhe.

Tablica 4.

USPOREDBA PRIHODA I RASHODA DRŽAVNOGA PRORAČUNA
 U 2008. I 2014. GODINI (U KUNAMA)

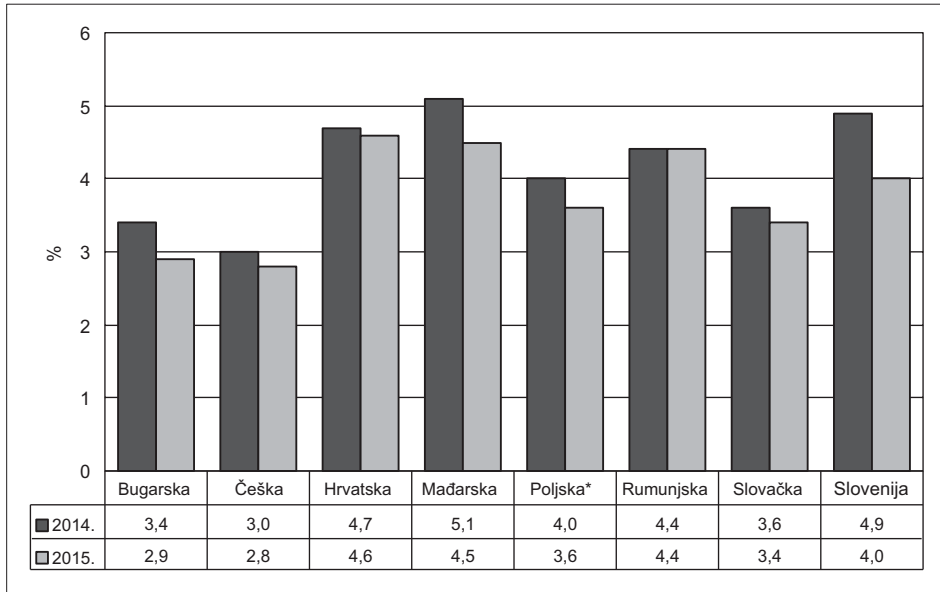
	2008.	2014.	Indeks 2014./2008.
PRIHODI POSLOVANJA	115.772.654.807,01	114.044.484.836,99	98,5
RASHODI POSLOVANJA	115.292.426.173,10	125.689.498.238,84	109,0
Rashodi za zaposlene	21.594.258.767,68	21.453.235.277,70	99,3
Financijski rashodi	5.347.997.348,78	10.357.362.532,13	193,7
Kamate za izdane vrijednosne papire	3.519.355.582,48	8.172.004.514,46	232,2
Kamate za primljene zajmove	1.163.863.730,86	1.739.058.191,60	149,4
Ostali financijski rashodi	664.778.035,44	446.299.826,07	67,1

Izvor: Ministarstvo financija (2016)

Prikazani podaci su samo agregatni iskazi te upućuju na složenost gospodarskih procesa koji rezultiraju rastućim javnim dugom. Početni uzročnik je svakako stagnacija odnosno pad BDP-a praćen visokom nezaposlenošću u dugom razdoblju te time prouzročen nedostatak potražnje kućanstava kao temeljni činitelj agregatne potražnje, a time i proračunskih prihoda. Nakon izbijanja gospodarske krize, troškovi otplate duga postaju sve veći teret za javne financije i države nastoje smanjiti trošak zaduživanja koristeći povoljnije uvjete zaduživanja na tržištu. Prosječan trošak duga (engl. *apparent average cost of central government debt*) predstavlja dospjeli iznos kamata izražen kao postotak prosječnog neotplaćenog duga te pokazuje razlike među državama u smislu uvjeta pristupanja financijskom tržištu (Eurostat, 2016b). U 2015. godini većina zemalja Europske unije je uspjela sniziti prosječan trošak zaduživanja središnje države u odnosu na prethodnu godinu, a to je uspjela i Hrvatska za 0.1 postotni bod. Alarmantan je podatak da je 2015. godine Hrvatska imala najviši prosječan trošak duga središnje države od 4,6%, ne samo u odnosu na zemlje usporedivih značajki, već i na razini cjelokupne Unije (Slika 6.).

Slika 6.

**PROSJEČAN TROŠAK DUGA SREDIŠNJE DRŽAVE
U USPOREDIVIM ZEMLJAMA EUROPSKE UNIJE**



Napomena: Podaci za Poljsku odnose se na prosječan trošak duga opće države.

Izvor: Eurostat (2016a)

Stalan porast javnoga duga u Hrvatskoj praćen je naglim rastom rashoda za financiranje otplate duga i sve većim udjelom financijskih rashoda u tekućim proračunskim rashodima. Hrvatska se tako nalazi u začaranome krugu u kojemu deficit povećava javni dug, a dug svojim rastom povećava deficit i dovodi u pitanje održivost javnoga duga. Ovakvi problemi se javljaju kada nositelji ekonomske politike ne poklanjaju dovoljno pozornosti razumnoj strategiji upravljanja dugom odnosno u uvjetima slaboga makroekonomskog upravljanja koje rezultira prekomjernim razinama javnoga duga (IMF, World Bank, 2003: 5). U navedenim okolnostima nužno je i moguće bitno poboljšati upravljanje javnim dugom. Naime, kretanje deficita opće države je u domeni fiskalne politike te bi se doprinos kvalitetnog upravljanja javnim dugom trebao ogledati na rashodovnoj strani proračuna u vidu smanjenja troškova za kamate.

Upravljanje javnim dugom u Hrvatskoj moguće je unaprijediti s institucionalnog, organizacijskog i tržišnog aspekta. Transparentno definiran institucio-

nalni okvir jedna je od temeljnih pretpostavki učinkovitog upravljanja javnim dugom što je posebno specificirano u „Revidiranim smjernicama za upravljanje javnim dugom“ Međunarodnog monetarnog fonda (IMF, World Bank, 2014: 9). Institucionalne slabosti se ogledaju u nepostojanju zakona o javnome dugu i disperziranosti propisa koji reguliraju materiju zaduživanja države. Cilj i svrha zaduživanja propisana je Zakonom o proračunu (NN 87/08, 136/12, 15/15) kojim je utvrđeno da se visina zaduživanja i izdavanja jamstava donosi u skladu s iznosima i namjenama utvrđenima godišnjim proračunom i zakonom o izvršavanju državnog proračuna. Vlada nije snosila odgovornost za izdavanje jamstava iznad zakonom propisanih iznosa, a prekomjerno izdavanje državnih jamstava nelikvidnim dužnicima postalo je dodatan teret za državne financije. Materiju upravljanja javnim dugom potrebno je stoga transparentnije regulirati i utvrditi odgovornosti tijela za upravljanje javnim dugom. Potrebno je utvrditi i odgovornost institucija za zaduživanje i izdavanje državnih jamstava iznad propisanih iznosa odnosno iznimne okolnosti u kojima propisana ograničenja mogu biti prekoračena.

S organizacijskog aspekta bitno je naglasiti da upravljanje javnim dugom nije u operativnom smislu odvojeno od fiskalne politike. Odluku o zaduživanju donosi Ministar financija, a tijelo zaduženo za upravljanje javnim dugom ustrojeno je unutar Ministarstva financija⁷ pa postoji neizravna umjesto izravne odgovornosti Vladi. Iako je Služba za upravljanje javnim dugom ustrojena prema funkcijskim linijama (front, middle i back office)⁸ odnosno podijeljena je na Odjel za zaduživanja, Odjel za upravljanje javnim dugom i rizicima i Odjel za evidenciju javnog duga (Vlada Republike Hrvatske, 2014), poslovi upravljanja javnim dugom još uvijek su tek formalno uspostavljeni jer u praksi nedostaje transparentno i učinkovito upravljanje javnim dugom (Andabaka, 2007: 105). Kako bi se osigurala operativna neovisnost tijela zaduženog za upravljanje dugom, potrebno je osnovati Ured za upravljanje javnim dugom kao izdvojenu agenciju koja bi upravljala portfeljem državnih obveza nastalih zaduživanjem, optimizirala strukturu duga i trošak zaduživanja. Slabosti u upravljanju javnim dugom odnosno nedostatak odgovarajućih resursa rezultira nepostojanjem srednjoročne i dugoročne strategije upravljanja javnim dugom čija je objava odgođena za kraj 2016. (Europska komisija, 2016: 97), a zadnja strategija objavljena je za razdoblje od 2011. do 2013. godine (Ministarstvo financija, 2011).

⁷ Sektor za upravljanje javnim dugom ustrojen je unutar Državne riznice te je podijeljen na Službu za upravljanje javnim dugom i Službu za državna jamstva, financijske obveze i potraživanja po javnom dugu.

⁸ Front office je uobičajeno zadužen za zaduživanje i ponekad operacije trgovanja, dok je middle office odgovoran za analizu i savjetovanje o strategiji upravljanja dugom te za kontrolu rizika. Back office je zadužen za namiru transakcija te evidenciju duga i otplata (Currie et al., 2003:22).

(Ne)tržišni aspekt bitan je element upravljanja javnim dugom u Hrvatskoj. Iako utrživi instrumenti duga prevladavaju u strukturi duga, država se još uvijek u značajnoj mjeri oslanja i na netržišne instrumente financiranja posebice kredite banaka. Za razliku od zemalja Europske unije s razvijenim sustavom upravljanja javnim dugom, u Hrvatskoj za vrijeme krize nije došlo do diverzifikacije instrumenata kratkoročnog financiranja, već je ojačala orijentacija na netržišne instrumente financiranja (Andabaka Badurina, Švaljek, 2012: 82,95). Čak i kada je zaduživanje bilo moguće izdavanjem trezorskih zapisa, država se odlučila za financiranje dospjeloga dijela duga putem kredita poslovnih banaka (Tablica 5).

Tablica 5.

RAZLIKA U TROŠKOVIMA KREDITNOGA ZADUŽENJA U EURIMA I
ZADUŽENJA IZDAVANJEM TREZORSKIH ZAPISA DENOMINIRANIH U
KUNAMA U VELJAČI 2011. GODINE

Banka	Iznos kredita (u eurima)	Rok dospijeća	Kamatna stopa na kredit (%)	Trošak kreditnog zaduženja	Kamatna stopa na trezorske zapise (%)	Trošak zaduženja trezorskim zapisima	Razlika u troškovima zaduženja (u eurima)
Zagrebačka banka	350,000,000	1 godina	4.872	17,052,000	3.98	13,930,000	3,122,000
Raiffeisen banka	175,000,000	6 mjeseci	4.172	3,640,499	3.625	3,163,185	477,314
Hypo banka	150,000,000	6 mjeseci	4.172	3,120,427	3.625	2,711,301	409,126
Ukupno	675,000,000			23,812,926		19,804,486	4,008,440

Napomena: Krediti Erste&Steiermärkische banke nisu uzeti u obzir jer nije poznato dospijeće kreditne obveze.

Izvor: Andabaka Badurina (2012: 166)

Vidljivo je da su troškovi kreditnoga zaduživanja znatno veći u odnosu na zaduživanje izdavanjem trezorskih zapisa, a uključivanjem nepovoljnih tečajnih kretanja troškovi su još veći. Primjerice, odabirom utrživih kunskih instrumenata zaduživanja država je na troškovima zaduživanja, u uvjetima nepromijenjenoga nominalnog deviznog tečaja, mogla uštedjeti četiri milijuna eura da se u veljači 2011. godine zadužila izdavanjem trezorskih zapisa. S obzirom na to da je u promatranom razdoblju došlo do porasta tečaja eura, zaduživanjem u kunama ostvarila bi se dodatna prednost eliminiranja valutnog rizika koji se u konkretnom slučaju realizirao. Izdavanje trezorskih zapisa denominiranih u eurima s rokom dospijeća

od 364 dana, također bi bila značajno povoljnija alternativa zaduživanju kreditima istoga dospjeća budući da je uz isti povezani valutni rizik njihova prosječna kamata u veljači 2011. iznosila 2,92% (Andabaka Badurina, 2012: 166-167).

Upravljanje javnim dugom treba temeljiti na tržišnim principima vodeći računa o odnosu troškova i rizika povezanih s postojećom strukturom duga te korištenjem instrumenata zaštite od rizika. Trošak zaštite od valutnih rizika vrlo je nizak u usporedbi s negativnim tečajnim razlikama koje povećavaju financijske rashode države te uzrokuju značajnu prilagodbu stanja i tokova. S ciljem smanjenja troškova zaduživanja i stabilizacije javnoga duga, potrebno je utjecati na sve tri komponente premije rizika odnosno valutnu, kreditnu i premiju likvidnosti. Valutna premija proizlazi iz valutnoga rizika te naglašava potrebu oslanjanja na središnju banku da održava stabilan tečaj eura. Kreditna premija odražava kreditni rizik države koji proizlazi iz makroekonomske situacije te je obuhvaćen i kreditnim rejtingom, pri čemu značajnu ulogu ima fiskalna pozicija države. Premija likvidnosti je pod utjecajem politike upravljanja javnim dugom koja povećanjem iznosa izdanja te usmjerenjem na manji broj većih i referentnih izdanja može povećati likvidnost državnih obveznica i djelovati na smanjenje rizika likvidnosti (Andabaka Badurina, 2012: 181). Stabilizacija udjela duga u BDP-u tako je moguća samo uz odgovarajuću ekonomsku politiku koja će potaknuti gospodarski rast i razvoj te prepoznati značaj upravljanja javnim dugom.

6. Zaključak

Gospodarska kriza u Hrvatskoj odrazila se na pogoršanje proračunskih pozicija koje su rezultirale visokim deficitom i povećanom potrebom za zaduživanjem države. Primjenom nove statističke metodologije (ESA 2010) revidirani su podaci o iznosu javnoga duga, a njegovom povećanju dodatno je doprinijela reklasifikacija javnih poduzeća i aktiviranje značajnih iznosa izdanih državnih jamstava. Rezultati analize pokazuju da je u promatranome razdoblju, od 2008. do 2014. godine, došlo do realizacije temeljnih rizika koji prijete održivosti javnoga duga. Analiza porasta javnoga duga u apsolutnome iznosu ukazuje da je deficit državnoga proračuna bio tek jedna od stavki snažnoga povećanja duga. Preostali pokretači javnoga duga, uslijed primjene novog metodološkog okvira nacionalnih računa, imali su zajedno puno veći efekt na povećanje duga opće države u Hrvatskoj. Ukupno povećanje udjela javnoga duga u BDP-u iznosilo je čak 47 postotnih bodova, pri čemu je najveći doprinos imao efekt lavine (20,6 postotnih bodova) koji objedinjuje utjecaj povećanja rashoda za kamate i kontrakcije gospodarstva na promjenu javnoga duga. Primarni deficit imao je slabiji utjecaj (18 postotnih bodova) te je u jednakoj mjeri „zaslužan“ za porast javnoga duga kao i rashodi za kamate.

Značajan doprinos povećanju javnoga duga imala je i prilagodba stanja i tokova (8,4 postotnih bodova) što ističe važnost toga čimbenika kreiranja duga koji nika-ko ne smije biti zanemaren.

Hrvatska je tako 2015. godine visinom duga premašila prosjek Europske uni-je te istodobno bilježila najviši prosječan trošak duga središnje države na razini Unije. Izraženi rast financijskih rashoda postaje sve veći teret za državne finan-cije te dovodi u pitanje održivost proračunskog servisiranja financijskih obveza po osnovi javnog duga. Opisana fiskalna pozicija Hrvatske upućuje na potrebu pažljivog odabira mjera fiskalne konsolidacije, poboljšanja upravljanja dugom i restrukturiranja javnoga duga kako bi se osigurala održivost javnih financija, od-nosno prekinuo začarani krug deficita koji povećava javni dug i duga koji svojim rastom povećava deficit.

LITERATURA

1. Andabaka Badurina, A. (2012). *Makroekonomski aspekti upravljanja javnim du-gom u kontekstu pristupanja Europskoj uniji*. Doktorski rad. Zagreb: Ekonomski fakultet Zagreb.
2. Andabaka Badurina, A., Švaljek, S. (2012). „Public debt management before, during and after the crisis“, *Financial Theory and Practice*, 36, (1): 73-100.
3. Andabaka, A. (2007). *Institucionalna infrastruktura kao temelj za učinkovito upravljanje javnim dugom*. Magistarski rad. Zagreb: Ekonomski fakultet Zagreb.
4. Babić, A., et al. (2004). „Dinamička analiza održivosti javnog i vanjskog duga Hrvatske“, *Privredna kretanja i ekonomska politika*, 13, (97): 77-126.
5. Bajo, A., Primorac, M. (2011). „Government guarantees and public debt in Croatia“, *Financial Theory and Practice*, 35, (3): 253-276.
6. Bajo, A., Primorac, M., Andabaka Badurina, A. (2010). *Osnove upravljanja javnim dugom*. Zagreb: Institut za javne financije.
7. Blommestein, H. J. (2006). *The Growing Importance of Transparency in Debt Management & Government Securities Markets*. Amsterdam: 16th OECD Global Forum on Public Debt Management, pristupljeno 13. prosinca 2016., <http://www.oecd.org/finance/public-debt/37858231.pdf>.
8. Blommestein, H. J. (2010). Public Debt Management and Sovereign Risk during the Worst Financial Crisis on Record: Experiences and Lessons from the OECD area, u: C. A. Primo Braga i G. A. Vincelette (ur.), *Sovereign Debt and the Financial Crisis* (str. 449-465). Washington: World Bank
9. Buturac, G. (2017). „Ekonomija u uvjetima visoke zaduženosti: slučaj Hrvatske“, *Ekonomski pregled*, 68, (1): 3-31.

10. Currie, E., Dethier, J. J., Togo, E. (2003). „Institutional Arrangements for Public Debt Management“, *Policy Research Working Papers*, No. 3021, World Bank.
11. Čeh Časni, A., Andabaka Badurina, A., Basarac Sertić, M. (2014). „Public debt and growth: evidence from Central, Eastern and Southeastern European countries“, *Zbornik radova Ekonomskog fakulteta u Rijeci*, 32, (1), 35-51.
12. Das, U.S., et al. (2010). „Managing Public Debt and its Financial Stability Implication“, *IMF Working Paper*, No. 10/280. Washington: International Monetary Fund.
13. Debrun, X., Kinda, T. (2013). „That Squeezing Feeling: The Interest Burden and Public Debt Stabilization“, *IMF Working Paper*, br. 13/25. Washington: International Monetary Fund.
14. ESTAT (2014). „Revisions to government deficit and debt of EU Member States for 2010-2013“, pristupljeno 15. prosinca 2016., <http://ec.europa.eu/eurostat/documents/1015035/2041365/Revisions-gov-deficit-debt-2010-2013.pdf/fc0ffbbe-9439-4458-98aa-017fe7835937>
15. European Central Bank (2012). „Analysing Government Debt Sustainability in the Euro Area“, *ECB Monthly Bulletin*, April, pristupljeno 17. listopada 2017., https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/art1_mb201204en_pp55-69en.pdf?a0bd8a47aec044938c8701e8439d52b2
16. European Central Bank (2016). „Government debt reduction strategies in the euro area“, *ECB Economic Bulletin*, Issue 3, pristupljeno 17. listopada 2017., https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/eb201603_article02.en.pdf
17. European Commission (2015). *Assessment of the 2015 Convergence Programme for CROATIA*, pristupljeno 7. srpnja 2017., https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/file_import/11_hr_scp_en_2.pdf
18. European Commission (2017) *General Government Data: General Government Revenue, Expenditure, Balances and Gross Debt, Part I: Tables by country*, pristupljeno 7. srpnja 2017., https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/gen_gov_data_part_i_spring_2017.pdf
19. Europska komisija (2016). *Radni dokument službi Komisije – Izvješće za Hrvatsku 2016. S detaljnim preispitivanjem o sprječavanju i ispravljanju makroekonomskih neravnoteža*. Bruxelles: Europska komisija, pristupljeno 15. rujna 2016., http://ec.europa.eu/europe2020/pdf/csr2016/cr2016_croatia_hr.pdf
20. Eurostat (2016a). *National accounts (including GDP)*, pristupljeno 12. prosinca 2016., <http://ec.europa.eu/eurostat/web/national-accounts/data/database>
21. Eurostat (2016b). *Statistics Explained*, pristupljeno 5. listopada 2016., http://ec.europa.eu/eurostat/statistics-explained/index.php/Main_Page
22. Fastenrath, F., Schwan, M. Trampusch, C. (2016). „Where states and markets meet: the financialization of sovereign debt management“, *New Political Economy*, DOI: 10.1080/13563467.2017.1232708
23. Flassbeck, H., Panizza, U. (2008). „Debt Sustainability and Debt Composition“, *Workshop on Debt, Finance and Emerging Issues in Financial Integration*, pri-

- stupljeno 19. listopada 2017., <http://www.un.org/esa/ffd/events/2008debtworkshop/papers/Flassbeck-Panizza-Paper.pdf>
24. Globan, T., Matošec, M. (2016). „Public debt-to-GDP ratio in new EU member states: cut the numerator or increase the denominator?“, *Romanian Journal of Economic Forecasting*, 19, (3): 57-72.
 25. Hrvatska narodna banka (2016). Dug opće države (ESA 2010), pristupljeno 5. listopada 2016., <https://www.hnb.hr/statistika/statisticki-podaci/opca-drzava/dug-opce-drzave>
 26. IMF, World Bank (2003). *Guidelines for Public Debt Management: Accompanying Document and Selected Case Studies*. Washington: International Monetary Fund.
 27. IMF, World Bank (2014). „Revised Guidelines for Public Debt Management“, *IMF Policy Paper*. Washington: International Monetary Fund.
 28. Laubach, T. (2009). „New Evidence on the Interest Rate Effects of Budget Deficits and Debt“, *Journal of the European Economic Association*, 7, (4): 858-885.
 29. Mihaljek, D. (2003). „Analiza održivosti javnog i vanjskog duga Hrvatske pomoću standardnih financijskih pokazatelja“, *Privredna kretanja i ekonomska politika*, 13, (97): 29-75.
 30. Ministarstvo financija (2011). *Strategija upravljanja javnim dugom za razdoblje 2011.-2013.* Zagreb: Ministarstvo financija, pristupljeno 1. listopada 2016., [http://www.mfin.hr/adminmax/docs/108-1.1\[1\].pdf](http://www.mfin.hr/adminmax/docs/108-1.1[1].pdf)
 31. Ministarstvo financija (2015). *Smjernice ekonomske i fiskalne politike za razdoblje 2016. – 2018.* Zagreb: Ministarstvo financija, pristupljeno 5. listopada 2016., [http://www.mfin.hr/adminmax/docs/Smjernice%20ekonomske%20i%20fiskalne%20politike%202016.%20-%202018.\(29.7.2\).pdf](http://www.mfin.hr/adminmax/docs/Smjernice%20ekonomske%20i%20fiskalne%20politike%202016.%20-%202018.(29.7.2).pdf)
 32. Ministarstvo financija (2016). Godišnji izvještaji o izvršenju Državnog proračuna Republike Hrvatske. Zagreb: Ministarstvo financija, pristupljeno 8. prosinca 2016., <http://www.mfin.hr/hr/izvjestaji-o-izvršenju-drzavnog-proracuna>
 33. NN (2003). *Zakon o proračunu*, Zagreb: Narodne novine d.d., 96/03.
 34. NN (2015). *Zakon o proračunu*, Zagreb: Narodne novine d.d., 87/08, 136/12, 15/15.
 35. Panizza, U. (2008). „Domestic and External Public Debt in Developing Countries“, *UNCTAD Discussion Papers*, No. 188. Geneva: United Nations Conference on Trade and Development.
 36. Reinhart, C. M., Reinhart, V. R., Rogoff, K. S. (2012). „Debt Overhangs: Past and Present“, *NBER Working Paper Series*, No. 18015. Cambridge: National Bureau of Economic Research.
 37. Rossi, J. (2016). „Sovereign Debt Restructuring, National Development and Human Rights“, *SUR – International Journal on Human Rights*, (13), 23: 185-196.
 38. Storkey, I. (2006). „Sound practice“ u: M. Williams i P. Brione (ur.), *Government Debt Management: New Trends and Challenges*. London: Central Banking Publications Ltd.

39. Stubelj, I., Dolenc, P. (2010). „Fiscal Sustainability of EU Member States in the Context of Current Financial Crisis“, *Ekonomska istraživanja*, 23, (4): 37-62.
40. Švaljek, S., Vizek, M., Mervar, A. (2009). „Ciklički prilagođeni proračunski saldo: primjer Hrvatske“, *Privredna kretanja i ekonomska politika*, 120, 49-81.
41. Vlada Republike Hrvatske (2014). *Uredba o unutarnjem ustrojstvu Ministarstva financija*, Zagreb: Narodne novine d.d., 32/12, 67/12, 124/12, 78/13, 102/13, 24/14, 134/14, 154/14

DRIVERS OF PUBLIC DEBT IN CROATIA

Summary

Due to methodological changes in national accounts statistics and reclassification within the general government sector institutions, public debt data in Croatia varied significantly over the last decade. The aim of this paper is to analyse the contribution of key drivers of general government indebtedness during the period 2008-2014 based on statistical data provided by European Commission, Ministry of Finance, and Croatian National Bank. The analysis shows that central government deficit was merely one of the drivers of state indebtedness during the observed period while the contribution of other drivers were exceptionally high. The insight into drivers of public debt presents the foundation for both fiscal policy and public debt management policy formulation that can contribute to reduction of government borrowing costs and public finance sustainability.

Keywords: public debt, drivers of indebtedness, public (sovereign) debt management