



HRVATSKA GOSPODARSKA KOMORA

Sektor za financijske institucije, poslovne informacije i  
ekonomske analize

# Održivost javnog duga

- Uvodno
- Pojam javnog duga
- Kretanje javnog duga
- Položaj Hrvatske u odnosu na druge zemlje
- Održivost javnog duga
- Putevi smanjivanja javnog duga
- Zaključno



Svibanj 2015.

## Uvodno

U posljednje se vrijeme problematika javnog duga u Hrvatskoj nameće kao jedna od središnjih tema makroekonomske politike. Dosegnuta razina javnog duga, a još više dinamika njegova rasta, poprimaju zabrinjavajuće razmjere potičući nositelje ekonomske politike na traženje mogućih rješenja koja bi zaustavila nepovoljne trendove, tim više što se pokazatelji zaduženosti države i formalno sve jasnije etabliraju kao činitelji čije je rješavanje preduvjet gospodarskog napretka. Tako je u Hrvatskoj, u okviru procedura Europske unije, identificirano postojanje prekomjernih makroekonomskih neravnoteža te potreba smanjivanja prekomjernog proračunskog manjka, velikim dijelom i zbog previsoke razine javnog duga, a prekoračenje mastrichtske granice veličine duga opće države od 60% BDP-a nameće se i kao značajna prepreka za mogućnost skorijeg uvođenja eura. Uz to, razina javnog duga i brzina pogoršanja situacije nalazi se i među bitnim razlozima pada kreditnog rejtinga zemlje na raznu ispod investicijskog (*Fitch „BB“, Moody`s „Ba1“, Standard & Poor`s „BB“*) s posljedicom visokih troškova zaduživanja, znatno viših od nama sličnih tranzicijskih zemalja unutar Europske unije.

Hrvatska gospodarska komora od samog je početka problematici javnog duga posvećivala posebnu pozornost zbog činjenice da teret sređivanja situacije, odnosno otplate obveza, na kraju velikim dijelom padne na teret gospodarskih subjekata putem povećanog fiskalnog i parafiskalnog opterećenja. Tako je u početku Komora upozoravala na nepotpun obuhvat javnog duga s obzirom na postojanje znatnih potencijalnih obveza države koje su se kasnije prelile u javni dug, potom je upozoravala na dugoročno neodrživu dinamiku zaduživanja države koja je prvo prijetila dosežanjem, a onda i prešla razinu mastrichtskih kriterija, da bi u konačnici, uz zabrinutost za dosegnutu razinu i dinamiku rasta duga, Komora upozoravala i na nepovoljne demografske trendove u zemlji, koji će imati svoj odraz na veličinu javnog duga u budućnosti, posebno putem kretanja u mirovinskom i zdravstvenom sustavu.

Javni je dug područje u kojem se prožima djelovanje odluka iz prošlosti i sadašnjosti te determiniraju odluke u budućnosti pa zbog te vremenske dimenzije zahtijeva strateško promišljanje i dugoročno planiranje. Teret stvorenih obveza prenosi se na buduće generacije, ograničavajući im širinu odlučivanja o razvojnim pitanjima i namećući im dodatni porezni napor. Na žalost, Hrvatska nije kvalitetno definirala strateške odrednice svog razvoja niti se bavi dugoročnijim sagledavanjem razvojnih pitanja, što bi onda dalo temelje i za kvalitetnije upravljanje javnim dugom.

## Pojam javnog duga

Odredbom članka 3. Zakona o proračunu, javni je dug definiran kao dug općeg proračuna. Stoga se u nastavku pojam javni dug koristi kao sinonim duga opće države. Javni dug predstavlja ukupnu zaduženost opće države prema domaćim i stranim vjerovnicima na određeni dan. Pritom opća država obuhvaća središnju državu, regionalnu i lokalnu državu te fondove socijalne sigurnosti. Naizgled jednostavna definicija javnog duga, u provedbi se komplicira s obzirom na činjenicu da nije u svim slučajevima lako utvrditi što sve spada u središnju, lokalnu državu i fondove socijalne sigurnosti, a potrebno je i detaljno definirati principe knjiženja pojedinih obveza, posebno kada se radi o specifičnim oblicima financiranja

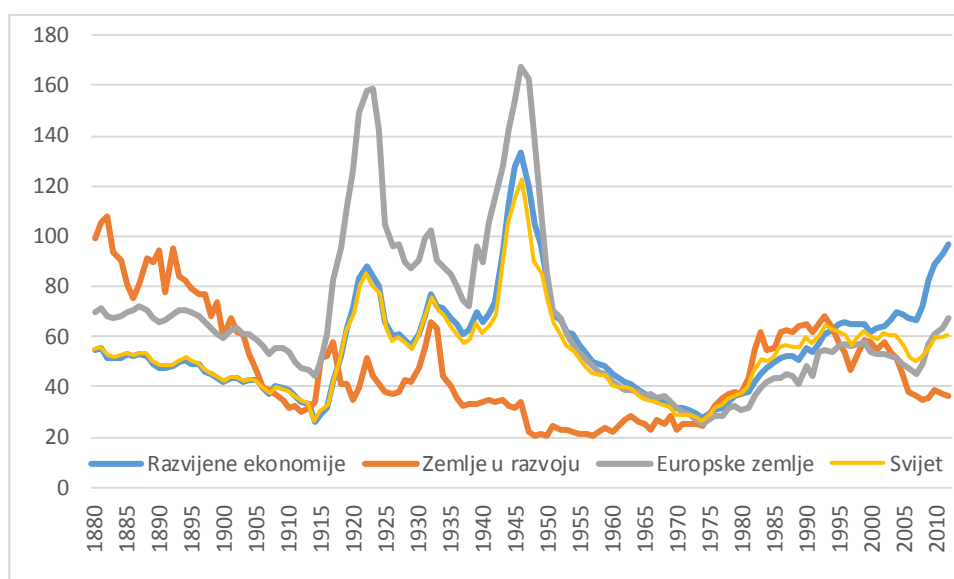
i različitim valutama. Najčešće se u usporedbama zemalja koriste podaci o veličini duga opće države, dobiveni korištenjem metodologija MMF-a ili EUROSTAT-a koje se ipak međusobno u određenoj mjeri razlikuju pa su i rezultati različiti. Za Hrvatsku je važna primjena EUROSTAT-ove ESA 2010 metodologije s obzirom na činjenicu da se na temelju nje utvrđuju elementi zajedničke europske politike, odnosno da se na temelju nje utvrđuje zadovoljavanje kriterija za ulazak u europsku monetarnu uniju te se pokreće poduzimanje korektivnih mjera povezanih s prekomjernom makroekonomskom neravnotežom i prekomjernim proračunskim manjkom.

ESA 2010 definira dug opće države kao ukupni konsolidirani bruto dug po nominalnoj vrijednosti koji se odnosi na obveze države vezane uz valutu i depozite, dužničke vrijednosne papire i zajmove. Prema navedenoj metodologiji, koja je u nas za javni dug primijenjena ove godine, sektor opće države obuhvaća: državni proračun i korisnike državnog proračuna, izvanproračunske korisnike (HV, HC, FEUZO, HFP, AUDIO, CERP, DUUDI), javna poduzeća (HRT, HŽI, HAC, ARZ), lokalne proračune i korisnike lokalnih proračuna, izvanproračunske fondove (HZZO, HZMO, HZZ) te javne institucije (HBOR, DAB, HROTE). U odnosu na ranija rješenja (ESA 95) povećan je obuhvat opće države, pri čemu je uključivanje javnih poduzeća iz cestovnog prometa (HAC i ARZ) u sektor opće države povećalo u razdoblju od 2008. do 2013. udio duga u BDP-u u prosjeku za devet postotnih bodova, dok je reklasifikacija HBOR-a u dug opće države povećala javni dug za dodatnih 4,4% BDP-a. I dalje ostaje upitno da li je to potpun obuhvat sektora države u nas, s obzirom na to da metodologija u sektor države svrstava jedinice koje se pretežitim dijelom ne financiraju na tržištu i jedinice koje kontrolira država pa vjerojatno postoji još jedinica, posebno onih na razini lokalne države, koje bi mogle ući u obuhvat obračuna javnog duga.

## **Kretanje javnog duga**

Javni dug u svojoj biti predstavlja kumulativ dosadašnjih proračunskih deficita, stoga na određeni način predstavlja sumar vođenja fiskalne politike. Smatra se da bi zemlja trebala voditi anticikličnu fiskalnu politiku, što znači da bi u vrijeme gospodarskog uzleta trebala kumulirati proračunske suficite koje bi koristila u vrijeme recesije, kada bi bilježila proračunske deficite. U skladu s tim, javnom su dugu imanentne oscilacije povezane s fazama gospodarskog ciklusa, ali i povremena odstupanja visokog intenziteta povezana s velikim poremećajima koji se odnose na svjetske gospodarske krize, ratove ili prirodne katastrofe. Tako je iz sljedećega grafikona vidljivo da su povijesni maksimumi udjela javnog duga u BDP-u dosežani u vrijeme velike gospodarske krize 1929. - 1933., u vrijeme II. svjetskog rata te prilikom recentne gospodarske krize. Nakon izuzetnih događaja u pravilu je slijedila stabilizacija razine javnog duga koju bi potaknula uspostava dinamičnijega gospodarskog rasta. Specifičnost posljednje gospodarske krize proizlazi iz činjenice da je oporavak gospodarske aktivnosti i zapošljavanja i dalje izuzetno spor i neizvjestan, što zahtijeva postupnost u prilagodbi fiskalne politike i nastavak provedbe ekspanzivne monetarne politike, čime se odgađa i snažniji pritisak na smanjivanje relativne razine javnog duga. Od devedesetih godina prošlog stoljeća problematika rasta javnog duga postaje zabrinjavajuća u razvijenim ekonomijama, dok zemlje u razvoju uspijevaju zadržavati ili čak smanjivati udio javnog duga u BDP-u. Dio razloga za takva kretanja povezan je s različitim dinamikama gospodarskog rasta u razvijenim ekonomijama i zemljama u razvoju.

### UDIO DUGA U BDP-U - ponderirani prosjeci u % -



Izvor: MMF; Obrada: HGK

Kada se radi o Hrvatskoj, podaci o javnom dugu nedostatni su i ne cjeloviti za kompletno razdoblje do 2000. godine, pri čemu je posebno teško rekonstruirati situaciju do 1994. godine. U nemogućnosti inozemnog zaduživanja do 1996. godine, odnosno do preuzimanja naslijeđenih obveza iz bivše države, Hrvatska se mogla osloniti samo na zaduživanje na domaćem tržištu upotrebljavajući rezerve i štednju u sektoru stanovništva, poduzeća i bankarskom sektoru te time prebacujući stvorene obveze na buduća razdoblja. Kumulirani problemi isplate devizne štednje stanovništvu, neplaćenih obveza tvrtki prema bankama i krize bankarskog sektora rješavali su se formiranjem javnog duga, tj. izdavanjem obveznica naplativih u budućnosti ili iskoristivih u procesu privatizacije tvrtki i otkupu tzv. društvenih stanova. Tako se već 1991. godine izdaju obveznice stare devizne štednje i tzv. velike obveznice, od 1993. godine na to se nadovezuju obveznice za obnovu, a do 1996. godine deficiti i dubioze kumulirani su u bankarskom sektoru čije se restrukturiranje rješavalo izdavanjem obveznica Agencije za restrukturiranje banaka. Do reguliranja odnosa s vladama članicama Pariškoga kluba i komercijalnim bankama članicama Londonskoga kluba, inozemni javni dug Hrvatske bio je zanemariv. Nakon preuzimanja obveza prema 15 država vjerovnica Pariškoga kluba u ožujku 1995. godine u iznosu od 1.086.900.000 USD i prema bankama članicama Londonskoga kluba u 1996. godini, u ukupnom iznosu od 1.462.222.000 USD, ukupan javni dug RH u 1996. godini narastao je na oko 30% bruto domaćeg proizvoda. Pritom treba imati u vidu i činjenicu da do 1999. godine nije bila poznata stvarna slika o veličini duga države. Naime, tek je tada napravljena cjelovitija analiza stvorenih, a neplaćenih obveza države, kojom je utvrđeno da je kao posljedica zbivanja u ranijim godinama ostalo ukupno 9,6 milijardi kuna nepodmirenih obveza. Stoga metodološki usporediva serija podataka o javnom dugu Hrvatske obuhvaća podatke od kraja 1999. godine do danas.

Prema navedenim podacima, javni je dug od 1999. godine do 2014. godine povećan za 231,1 milijardu kuna ili za gotovo šest puta, pri čemu je udio javnog duga u BDP-u

#### HRVATSKA GOSPODARSKA KOMORA

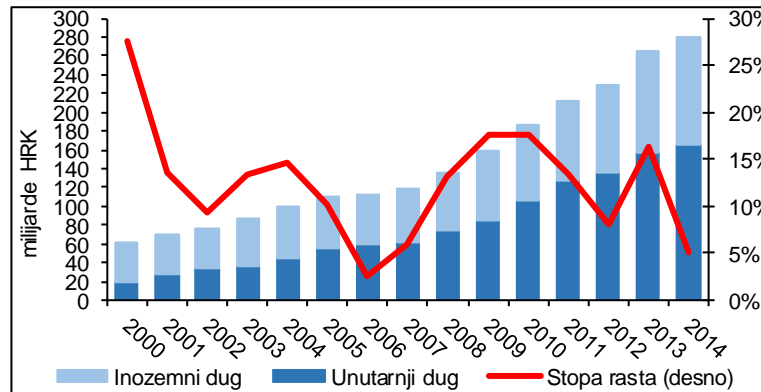
Sektor za financijske institucije, poslovne informacije i ekonomske analize

Odjel za makroekonomske analize

Tel. 01/4828-373; email: [makroekonomija@hgk.hr](mailto:makroekonomija@hgk.hr)

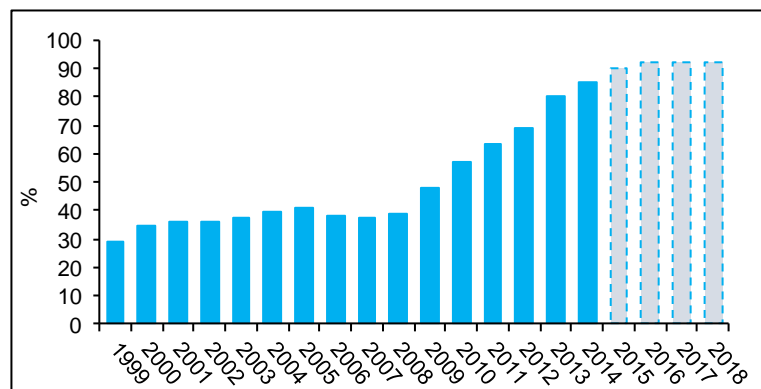
narastao sa 29,1% na 85,0%. Prosječan godišnji rast javnog duga u promatranih petnaest godina iznosio je 12,4%. Riječ je o izrazito visokoj i kontinuiranoj dinamici rasta pri kojoj je u čak deset godina bilježen dvoznamenkasti rast (najviši u 2000. godini, kada je dosegao 27,5%, te na vrhuncu djelovanja krize u 2009. i 2010. godini, kada je iznosio 17,6%).

### VISINA I KRETANJE JAVNOG DUGA U HRVATSKOJ



Izv or: HNB; obrada: HGK

### UDIO DUGA OPĆE DRŽAVE U BDP-u (%)



Izv or: HNB i Ministarstvo financija; obrada: HGK

Na kretanje javnog duga određeni su utjecaj imale promjene u obuhvatu i klasifikaciji izvještajnih jedinica (primjena ESA 95 te ESA 2010 metodologija) te procesi restrukturiranja poduzeća (brodogradnja, avioprijevoz, željeznica), tijekom kojih je znatan dio obveza prebačen u javni dug. Također, dio državnih jamstava, koja poduzeća nisu na vrijeme platili, prema pravilu trećeg poziva prebačen je u javni dug. U načelu, formiranju ukupnog javnog duga u Hrvatskoj, uz kumuliranje konstantno visokoga proračunskog deficita, pridonijeli su i financiranje izgradnje cestovne infrastrukture, od države sponzorirani procesi restrukturiranja poduzeća i banaka, preuzimanje obveza države prema građanima (stara devizna štednja) te efektuiranje izdašno izdanih državnih jamstava.

#### HRVATSKA GOSPODARSKA KOMORA

Sektor za financijske institucije, poslovne informacije i ekonomske analize

Odjel za makroekonomske analize

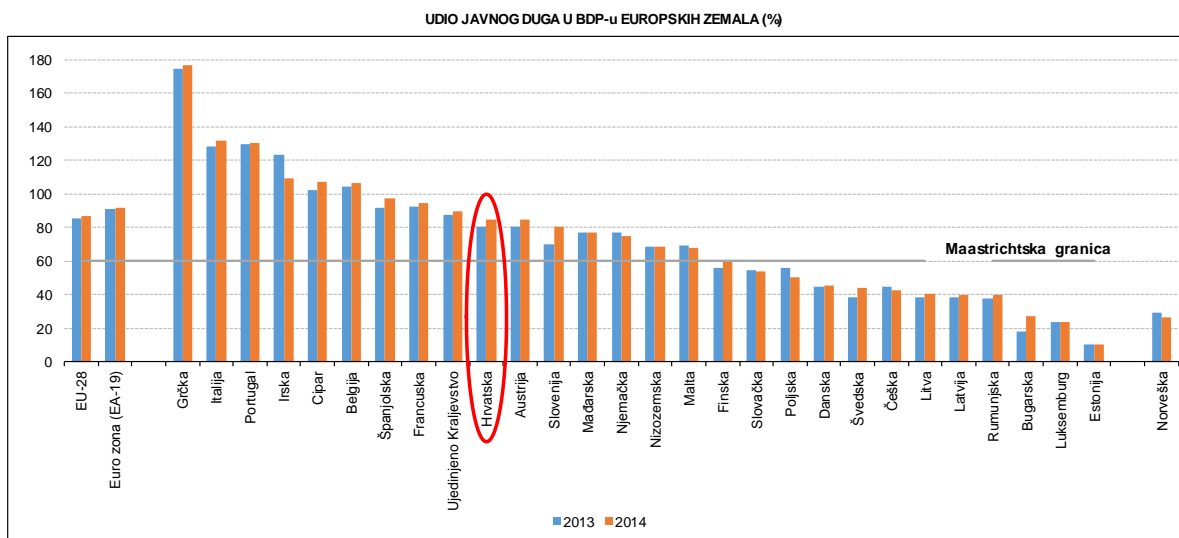
Tel. 01/4828-373; email: [makroekonomija@hgk.hr](mailto:makroekonomija@hgk.hr)

## Položaj Hrvatske u odnosu na druge zemlje

S dosegnutom razinom javnog duga od 85% BDP-a u 2014. godini, Hrvatska se pozicionirala gotovo na razinu prosjeka Europske unije (86,8% BDP-a), a na znatno je višoj razini od većine sličnih tranzicijskih zemalja (Bugarska 27,6%, Rumunjska 39,8%, Češka 42,6%, Poljska 50,1%). Najnižu razinu udjela javnog duga u BDP-u bilježe Estonija (10,6%) i Luksemburg (23,6%), dok je razina javnog duga najviša u Portugalu (130,2%), Italiji (132,1%) i Grčkoj (177,1%). U posljednjih godinu dana Hrvatska je udio javnog duga u BDP-u povećala za 4,4 postotna boda, u čemu ju je nadmašilo tek pet zemalja članica Europske unije (Švedska, Cipar, Španjolska, Bugarska i Slovenija).

Situacija se bitno ne mijenja ni ako se promatra širi vremenski horizont, odnosno razdoblje od početka djelovanja krize do danas. U tom su razdoblju europske zemlje povećale razinu javnog duga, posebno zbog potrebe sanacije posrnuloga bankarskog sektora. Iako Hrvatska nije imala potrebu saniranja bankarskog sektora, udio javnog duga u BDP-u u razdoblju od 2008. do 2014. godine povećan je za 46,1 postotni bod, u čemu su je nadmašile tek periferne europske zemlje najsnažnije pogođene krizom (Španjolska, Portugal, Cipar, Irska) te Slovenija koja je posljednjih godina rješavala problem svoga bankarskog sektora.

Maastrichtski kriterij maksimalnog udjela javnog duga u BDP-u od 60% Hrvatska ne zadovoljava od 2011. godine, a u 2014. godini navedeni kriterij ne zadovoljava ni 16 zemalja članice Europske unije, uključujući i Hrvatsku.



Izvor: EUROSTAT; Obrada: HGK

Očito je da se Hrvatska ističe po negativnim kretanjima, kako po visini javnog duga u odnosu na dosegnuti stupanj gospodarske razvijenosti, tako i po dinamici njegova rasta. Potvrđuju to i podaci MMF-a koji Hrvatsku u svom Fiscal Monitoru svrstava među zemlje tržišta u nastajanju, sa srednjom razinom dohotka, procjenjujući da je prosječna razina udjela javnog duga u BDP-u za takve zemlje 43,9% - dakle, znatno niža od razine koju bilježi Hrvatska.

### HRVATSKA GOSPODARSKA KOMORA

Sektor za financijske institucije, poslovne informacije i ekonomske analize

Odjel za makroekonomske analize

Tel. 01/4828-373; email: [makroekonomija@hgk.hr](mailto:makroekonomija@hgk.hr)

## Održivost javnog duga

MMF u svojoj metodologiji analize održivosti javnog duga („*debt sustainability analysis*“ - DSA) smatra da je dug održiv kada dužnik može nastaviti servisirati svoje dugove bez nerealno velike korekcije u bilanci prihoda i rashoda. Održivost duga, po MMF-u, odražava solventnost, likvidnost i sposobnost prilagodbe zemlje. Zemlja je solventna ako sadašnja vrijednost tekućih i budućih primarnih rashoda (bez kamata) nije veća od sadašnje vrijednosti budućih tokova dohotka. Zemlja je likvidna ako može na regularan način refinancirati svoje dospjele obveze. Pritom ocjena održivosti duga uvažava i činjenicu da postoje društvene i političke granice prilagodbe u potrošnji i prihodima koje (za razliku od ekonomske sposobnosti) određuju spremnost pojedine zemlje da plati svoje obveze.

Na žalost, u Hrvatskoj je to slučaj već godinama, a ni projekcije za naredno razdoblje ne pružaju nadu u povoljniji scenarij. Prema relativno optimističnim projekcijama iz Programa konvergencije Republike Hrvatske za razdoblje 2015. - 2018. u ovoj će se godini zadržati visok proračunski deficit, i to na razini od 5,0% BDP-a, što će i visinu javnog duga do kraja godine dovesti do već alarmantne razine od 90% BDP-a. Navedeni Program predviđa rast javnog duga sve do razine od 92,5% BDP-a u 2017. godini, nakon čega bi njegov udio u BDP-u trebao stagnirati i početi opadati. Sličnu nepovoljnu sliku pružaju i proljetne prognoze Europske komisije, prema kojima bi udio javnog duga u BDP-u ove godine dosegao 90,5%, a u 2016. bi godini narastao na 93,9%. Problem je i u tome što bi istodobno gospodarski rast iznosio tek 0,3% u 2015. i 1,2% u 2016. godini prema procjenama Europske komisije, odnosno 0,4% u 2015., 1,0% u 2016., 1,2% u 2017. te 1,5% u 2018. godini prema Programu konvergencije Vlade Republike Hrvatske. Očito je da ni pri povijesno niskim troškovima zaduživanja na svjetskim financijskim tržištima Hrvatska ne može izbjeći efekt „grude snijega“, s obzirom na činjenicu da nizak gospodarski rast i dalje neće nadmašivati troškove zaduživanja vezane uz nepovoljan kreditni rejting zemlje. U načelu, prirast novododane vrijednosti koristit će se za servisiranje stvorenih obveza, a ne za razvoj zemlje.

Kalkulacije pokazuju da bi zadržavanje prošlogodišnje razine javnog duga od 85% BDP-a i u ovoj godini, pri projekciji gospodarske aktivnosti iz Programa konvergencije, zahtijevalo da u ovoj godini proračunski deficit iznosi svega 0,5% BDP-a (umjesto planiranih 5% BDP-a). Drugim riječima, u takvom bi scenariju primarni fiskalni saldo (proračunski višak / manjak bez rashoda za kamate) trebao biti pozitivan i iznositi 3,2% BDP-a (planiran je primarni manjak od 1,4% BDP-a). Odnosno, sumarno, ovogodišnji bi proračunski manjak trebao biti 4,5 postotnih bodova BDP-a manji, a primarni fiskalni saldo 4,6 postotnih bodova BDP-a povoljniji da bi se javni dug stabilizirao na razini od 85% BDP-a. Očito je da već i zaustavljanje relativnog rasta javnog duga zahtijeva kratkoročno prevelik fiskalni napor pa je, u tom kontekstu, njegovo vraćanje na maastrihtsku razinu od 60% BDP-a za sada tek daleki horizont.

Uobičajeno se smatra da bi granica udjela javnog duga u BDP-u za zemlju stupnja razvijenosti Hrvatske trebala iznositi oko 40% do 50%. Gornja granica za zemlje Europske unije postavljena je na 60% BDP-a, smatrajući da bi to, uz proračunski deficit do 3% BDP-a, omogućilo ostvarivanje usklađene fiskalne politike i stabilnost zajedničke valute. Međutim, ta je granica računata u okolnostima kada se kalkuliralo s gospodarskim rastom u rasponu između 2,5% i 5% pa je nakon recentne gospodarske krize i sagledivo niskih stopa rasta u srednjoročnom razdoblju sve jasnije da bi granicu javnog duga trebalo pomaknuti na gore.



Na temelju istraživanja povijesnih činjenica utvrđeno je da se zemlje, kada prijeđu određenu visinu javnog duga (90% BDP-a prema istraživanju K. Rogoff i C. Reinhart), suočavaju s oštrim smanjenjem stope gospodarskog rasta. Istraživanja MMF-a, rađena u vrijeme posljednje gospodarske krize, utvrdila su da u slučaju razvijenih zemalja povećanje udjela javnog duga u BDP-u za deset postotnih bodova rezultira povećanjem realne kamate za 0,5 baznih bodova, smanjenjem realne stope rasta BDP-a za 0,2 postotna boda te smanjenjem udjela investicija u BDP-u za 0,4 postotna boda. Procjenjuje se da je negativan efekt koji proizvodi povećanje javnog duga u zemljama u razvoju još izraženiji.

#### DEFICIT POTREBAN ZA STABILIZACIJU JAVNOG DUGA

	2012	2013	2014	2015
Ukupni javni dug (% od BDP-a)	69,2%	80,6%	85,0%	89,8%
Nominalni rast BDP-a	-0,6%	-0,1%	-0,4%	0,5%
Realni rast BDP-a	-2,2%	-0,9%	-0,4%	0,4%
Ostvareni deficit opće države (% od BDP-a)	-5,3%	-5,4%	-5,7%	-5,0%
Deficit potreban za stabilizaciju javnog duga (% BDP-a)	0,4%	0,1%	0,3%	-0,5%
Ukupno potreban fiskalni napor	5,7%	5,5%	6,0%	4,5%

#### PRIMARNI DEFICIT POTREBAN ZA STABILIZACIJU JAVNOG DUGA

	2012	2013	2014	2015
Plaćanje kamata (u % od BDP-a)	3,4%	3,5%	3,5%	3,6%
Nominalna kamatna stopa (%)	5,3%	5,0%	4,3%	4,3%
Ostvareni primarni višak/manjak (% BDP-a)	-1,9%	-1,9%	-2,2%	-1,4%
Primarni višak/manjak potreban za stabilizaciju javnog duga (% BDP-a)	3,8%	3,5%	3,8%	3,2%
Potreban fiskalni napor (% BDP-a)	5,7%	5,4%	6,0%	4,6%

Izvor: Ministarstvo financija, DZS; obrada: HGK

Sve navedeno sugerira da je visina javnog duga u Hrvatskoj previsoka i zahtijeva hitno donošenje strategije upravljanja javnim dugom, koja bi definirala rokove i načine dovođenja duga na održivu putanju. Pri sadašnjem stanju duga i predvidivim kretanjima, Hrvatska je izložena snažno izraženim rizicima pa je ranjiva na promjene situacije u okolini, posebno povezano s vrlo vjerojatnim rastom kamatnih stopa u srednjoročnom razdoblju, promjenama u međuvalutarnim odnosima te izostankom snažnijeg gospodarskog rasta. Iskustva drugih zemalja pokazuju da nemogućnost servisiranja obveza može nastupiti i na puno nižoj razini udjela javnog duga u BDP-u od one koja se smatra rizičnom. Tako rezultati nekih istraživanja (Mendoza i Ostry) sugeriraju da pri omjeru javnog duga i BDP-a višim od 50% nastupaju u zemljama u razvoju problemi s održavanjem fiskalne solventnosti. Nasuprot tome, prije nego li je 1998. godine Rusija proglasila 90-dnevni moratorij na svoje obveze, bilježila je udio duga u BDP-u od svega 30%. Istraživanje MMF-a iz 2003. godine pokazalo je da je u proteklih 30 godina u 55% slučajeva, kada država nije mogla podmiriti svoje obveze, razina ukupnoga javnog duga bila niža od 60% BDP-a, a u čak 35% slučajeva niža od 40 posto BDP-a.

Do sada je Hrvatska donijela dvije strategije upravljanja javnim dugom. U prvoj: „Godišnje izvješće i strategija upravljanja javnim dugom,“ iz 2006. godine osnovni su ciljevi upravljanja javnim dugom bili: zadovoljavanje financijskih potreba države, uključujući podmirivanje dospjelih obveza; postizanje najnižega srednjoročnog i dugoročnog troška financiranja uz prihvatljivu razinu rizika te promicanje razvoja domaćeg tržišta kapitala. U narednom materijalu: „Strategija upravljanja javnim dugom za razdoblje 2011. – 2013.“

#### HRVATSKA GOSPODARSKA KOMORA

Sektor za financijske institucije, poslovne informacije i ekonomske analize

Odjel za makroekonomske analize

Tel. 01/4828 –373; email: [makroekonomija@hgk.hr](mailto:makroekonomija@hgk.hr)



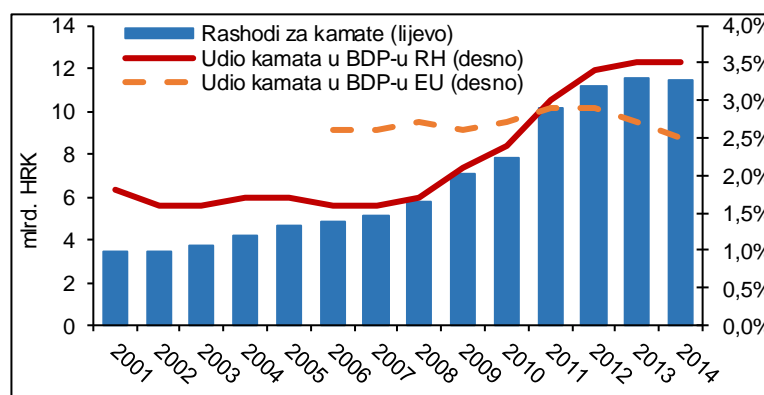
definirani su sljedeći osnovni ciljevi: doprinos stabilizaciji udjela javnog duga u BDP-u; produljenje prosječne ročnosti dospelja i smanjenje udjela kratkoročnog duga u ukupnom iznosu duga; uvođenje mehanizama zaštite od valutnog rizika; razvoj krivulje prinosa na domaćem i vanjskim tržištima; kontinuirani razvoj i unapređenje domaćeg tržišta vrijednosnih papira. Nakon što je navedenim dokumentom pitanje održivosti javnog duga stidljivo otvoreno kroz cilj stabilizacije udjela javnog duga u BDP-u, u narednim se godinama zaboravilo na potrebu donošenja nove strategije, a aktivnosti povezane sa zaduživanjem svele su se tek na izbor povoljnog trenutka emitiranja državnih obveznica te na uvođenje valutne zaštite u slučaju najvećeg dijela obveznica izdanih u američkim dolarima.

Uz ostalo, strategija upravljanja javnim dugom trebala bi optimizirati odnos unutarnjeg i inozemnog zaduživanja. Zaduzivanje države na domaćem tržištu ima vrlo često negativne učinke u vezi s istiskivanjem (*crowding out*) subjekata realnog sektora, djeluje na povećanje kamatnih stopa te na rast vanjske zaduzenosti drugih subjekata. S druge strane, s domaćim su zaduzivanjem u vezi manji rizici, a posebno su niži valutni i kamatni rizik. Tako se Japan ne smatra prezaduzenom zemljom, iako mu je javni dug izuzetno visok (čak 246% BDP-a) s obzirom na to da se prvenstveno zadužuje na domaćem tržištu i glavni su mu vjerovnici središnja banka, pošta i mirovinski fondovi.

U slučaju Hrvatske, udio unutarnjeg duga u ukupnom javnom dugu povećan je sa 37,1% u 1999. na 59,3% u 2014. godini. Glavnina rasta unutarnjeg duga dogodila se nakon 2004., kada se u okviru stabilizacije javnih financija država snažnije orijentirala na domaće tržište. Efekti stabilizacije bili su vidljivi do 2008. godine, odnosno do početka krize, s obzirom na to da se udio ukupnog javnog duga tijekom tih pet godina uspijeva održavati na razini od oko 40% BDP-a. Tijekom tog razdoblja, inozemna komponenta duga zabilježila je u 2005. i 2006. godini čak smanjenje u apsolutnom iznosu. Međutim, početkom krize i unutarnji i inozemni javni dug porasli su po visokim i neodrživim stopama rasta pa je na kraju 2014. godini unutarnji dug dosegao razinu od 50,4% BDP-a, a inozemni javni dug od 34,6% BDP-a.

Preveliko oslanjanje na domaće tržište formira i određene rizike povezane s previsokim sudjelovanjem bankarskog sektora u financiranju države (bilo preko kredita, bilo kupnjom državnih obveznica) te fondovske industrije (investicijski i mirovinski fondovi), čiji prinosi u tom slučaju previše ovise o aktivnosti državnog sektora.

### VISINA I KRETANJE RASHODA ZA KAMATE



Izv or: HNB; obrada: HGK

#### HRVATSKA GOSPODARSKA KOMORA

Sektor za financijske institucije, poslovne informacije i ekonomske analize

Odjel za makroekonomske analize

Tel. 01/4828-373; email: [makroekonomija@hgk.hr](mailto:makroekonomija@hgk.hr)

Uz odnos između kamatne stope i dinamike gospodarskog rasta, za održivost javnog duga bitna je i veličina rashoda za kamate koja opterećuje državni proračun. Udio rashoda za kamate u BDP-u u Hrvatskoj je do 2011. godine bio povoljniji od onog koji je prosječno ostvarivan u EU. Međutim, nakon toga udio kamata u BDP-u u Hrvatskoj je narastao na 3,5% u 2014. godini, dok je na razini Europske unije smanjen na 2,5%, zahvaljujući usporenom rastu javnog duga, ali još više, zahvaljujući padu troškova novog zaduživanja pri provedbi ekspanzivne monetarne politike. Razina rashoda za kamate ovisi o veličini javnog duga te o visini kamatne stope, a u slučaju Hrvatske obje se sastavnice već dulje vrijeme kreću u nepovoljnom smjeru. Veličina duga snažno raste, a kamata na dug kreće se na višim razinama nego u nama sličnim zemljama. U takvim se okolnostima u 2014. godini već 11,5 milijardi kuna ili 7,3% ukupnih rashoda proračuna opće države moralo odvojiti za servisiranje troškova kamata, što je jedan postotni bod više nego u 2011. godini.

### **Putevi smanjivanja javnog duga**

Previsok udio javnog duga u BDP-u i njegovo svođenje na održive razine može se postići, s jedne strane, povećanjem gospodarskog rasta (odnosno BDP-a), a s druge strane, djelovanjem na dinamiku i veličinu javnog duga, odnosno kombinacijom obaju pristupa. Povijesna iskustva pokazuju da se povoljni rezultati brže i lakše postižu pri solidnom gospodarskom rastu. Stoga će i svođenje javnog duga na održivu razinu u Hrvatskoj biti izvodivo tek pri uspostavi održivog gospodarskog rasta po stopama višima od 3,5% godišnje. To pretpostavlja i djelovanje na smanjenje troška financiranja (poboljšanje kreditnog rejtinga) te kredibilan srednjoročni plan fiskalne konsolidacije koji bi uvjerio kreditore i investitore u povoljne perspektive gospodarskog oporavka i time omogućio da stopa gospodarskog rasta nadmaši visinu kamatne stope po kojoj se vrši zaduživanje.

Na samu veličinu javnog duga primaran utjecaj ima veličina proračunskog deficita pa je njegovo smanjenje preduvjet uspostavljanja održivosti javnog duga. To znači da se rješenja nalaze u održivom smanjenju proračunskih rashoda, odnosno u efikasnijem pristupu i drugačijoj strukturi javne potrošnje, a to pretpostavlja provedbu dubokih strukturnih reformi. Manji proračunski deficit, a stoga i usporeniji rast javnog duga, može se postići i povećanjem poreza, ali to nije dobro rješenje u zemlji poput Hrvatske koju obilježava visoka razina poreznog opterećenja, što urušava konkurentnost gospodarstva.

Stoga, u načelu, kredibilnu fiskalnu konsolidaciju i unutar nje doseganje održive razine javnog duga moguće je obavljati u okviru trokuta koji čine rast BDP-a, smanjivanje proračunskih rashoda i povećanje poreza, i to tako da se pronađe optimalna kombinacija primjenjiva na specifičnu situaciju u pojedinoj zemlji. Smanjenju razine javnog duga u kraćem razdoblju mogu pomoći i jednokratne mjere koje se odnose na prihode od privatizacije, prodaje državne imovine ili drugih oblika monetizacije imovine, ali primjena takvih mjera osigurava tek kratkoročni predah, a ne i dugoročnu stabilizaciju stanja javnih financija.

Rješenje uspostave održivosti javnog duga u Hrvatskoj trebalo bi tražiti u provedbi strukturnih reformi koje bi omogućile promjenu strukture potrošnje, u kvalitetnom planiranju i kontroli obavljanja proračuna, u novoj strategiji i unapređenju upravljanja javnim dugom te u osmišljenoj strategiji gospodarskog razvoja, koja bi omogućila usmjeravanje vlastitih i posuđenih sredstava u područja i projekte čija će dodana vrijednost osigurati dostatna sredstva za povrat zaduženja.

## Zaključno

Pogrešna razvojna politika temeljena na zapostavljanju proizvodnje i izvoza te poticanju potrošnje i uvoza rezultirala je, među ostalim, i visokom zaduženosti države, tvrtki i stanovništva. Recentna gospodarska kriza samo je učinila vidljivijima učinke pogrešnih razvojnih odluka. Kroz niz godina prisutan kontinuiran *twin deficit* (deficit vanjskotrgovinske bilance i proračunski deficit) bili su tek znakovi upozorenja neodrživosti takve ekonomske politike, ali zbog interesnih lobija te privida rasta i ekonomske stabilnosti nije se kreirala dostatna volja za promjenom takvog stanja. Razlog je bio u prividu relativno održive situacije u kojoj je povećani uvoz putem potrošačkih poreza punio državni proračun, dok je financiranje potrošnje inozemnim zaduživanjem putem ponude deviza osiguravalo stabilnost tečaja, a jednako tako i cijena. Granice takve ekonomske politike određene su kumuliranjem dugova i u konačnici nemogućnošću plaćanja stvorenih obveza.

S javnim dugom koji se približava razini od 90% BDP-a i bruto inozemnim dugom desetak posto višim od ostvarenog BDP-a praktički su dosegnute granice održive zaduženosti države. To se trenutno ne percipira adekvatno jer se pri povijesno niskim troškovima zaduživanja na svjetskom financijskom tržištu i dalje ne osjećaju izraženiji problemi u servisiranju i refinanciranju obveza. Međutim, izuzetno veliki rizici, uz kreditni rejting na razini „smeća“, zahtijevaju hitnu i radikalnu promjenu razvojne politike kako se ti rizici ne bi materijalizirali te kako bi se otvorio prostor za gospodarski rast. S troškom kamata na javni dug koji se približava razini od 4% BDP-a gospodarski rast niži od 4-5% praktički ne znači razvoj, nego se novododana vrijednost troši na plaćanje obveza. Stoga je prijetecu dugogodišnju stagnaciju gospodarstva moguće riješiti tek drugačijom razvojnom politikom temeljenoj na poticanju proizvodnje, izvoza i zapošljavanja uz povećano ulaganje u znanost, obrazovanje i inovacije. U tom kontekstu, mora se adekvatnom fiskalnom politikom stvoriti prostor za smanjenje razine javnog duga (u smislu njegova nižeg udjela u BDP-u), ali i promijeniti njegova struktura, u smislu da se iz budućnosti posuđena sredstva koriste za ulaganje u područja koja će podići potencijale rasta i unaprijediti buduću konkurentnost, umjesto da se zadužujemo za financiranje prekomjerne potrošnje. Na žalost, vrijeme za prilagodbu i promjenu pristupa izuzetno je ograničeno jer utjecaj nepovoljne dobne strukture, odnosno proces starenja stanovništva, već počinje donositi pred ekonomsku politiku nove izazove.

Opće napomene:

Ovu analizu izrađuje i za nju je odgovoran HGK. Informacije, mišljenja, analize i zaključci koji se iznose temelje se na javnim statističkim i ostalim informacijama što potječu iz izvora u čiju se potpunost i točnost HGK pouzdaje, ali za koje ne jamči. Utoliko su informacije, mišljenja, analize i zaključci izneseni u ovoj publikaciji podložni promjenama koje ovise o promjenama izvora informacija, kao i o promjenama koje nastupe od trenutka pisanja teksta do njegova čitanja. Ova publikacija ili njeni dijelovi ne mogu se kopirati ili na bilo koji drugi način reproducirati bez navođenja izvora.

### HRVATSKA GOSPODARSKA KOMORA

Sektor za financijske institucije, poslovne informacije i ekonomske analize

Odjel za makroekonomske analize

Tel. 01/4828 –373; email: [makroekonomija@hgk.hr](mailto:makroekonomija@hgk.hr)