

oko **16%**  
udio kratkoročnog duga potkraj rujna 2010.

veći od **70%**  
udio duga u stranoj valuti

INSTITUT ZA JAVNE FINACIJE

# Korak prema kvalitetnijem upravljanju javnim dugom

Za daljnji razvoj tržišta javnog duga Vlada bi trebala supstituirati postojeće kredite utrživim instrumentima. Iznimka mogu biti kreditna zaduživanja kod međunarodnih financijskih institucija

Vesna Antonić  
antoniac@privredni.hr

Glavni ciljevi upravljanja javnim dugom u razdoblju od 2011. do 2013. su: stabilizacija udjela javnog duga u BDP-u, produljenje prosječne ročnosti dospjeća i smanjenje udjela kratkoročnog duga u ukupnom iznosu duga, razvoj krivulje prinosa (omjer prinosa i vremena do dospjeća obveznice) na domaćem i vanjskim tržištima, uvođenje zaštite od valutnog rizika te razvoj i unaprjeđenje domaćeg tržišta vrijednosnih papira.

Iako na prvi pogled u Strategiji nedostaje nekoliko ciljeva postavljenih u 2006., primjerice transparentno i predvidivo zaduživanje i upravljanje dugom te objava kalendara zaduživanja, oni se nalaze i u novoj Strategiji u sklopu cilja koji je nazvan Kontinuirani razvoj

Zašto se odustalo od uvođenja aukcija za izdavanje obveznica i uspostavljanja sustava primarnih dilera, pitaju analitičari IJF-a

i unaprjeđenje domaćeg tržišta vrijednosnih papira. Ostaje otvoreno pitanje zbog čega se u Strategiji iz 2011. odustalo od uvođenja aukcija za izdavanje obveznica i uspostavljanja sustava primarnih dilera što bi mogao



biti značajan strateški prioritet Vlade u izgradnji učinkovitog tržišta vrijednosnih papira, smatraju analitičari Instituta za javne financije Ante Bajo i Marko Primorac u svojem osvrtu na Strategiju upravljanja javnim dugom.

## Neoptimalna valutna struktura

Dodaju kako su, u odnosu na ciljeve, strateške mete poželjne vrijednosti strukture javnog duga koje se uglavnom odnose na poželjne omjere duga: u domaćoj i inozemnoj valuti, dugoročnog i kratkoročnog, s fiksnom ili varijabilnom kamatom, te ciljanih valuta.

Strateške mete upravljanja javnim dugom iz 2006. djelomično su ostvarene, pa je tako udio kratkoročnog duga potkraj rujna 2010. bio oko 16 posto, prosječna ročnost dospjeća duga 4,6 godina, dok je

udio duga s promjenjivom kamatom manji od 19 posto. No valutna struktura duga još nije optimalna jer je udio duga u stranoj valuti bio veći od 70 posto. U novoj strategiji, pak, nisu detaljnije precizirane sve mete, nego samo one usmjerene na podešavanje ročne strukture, pa se tako predviđa smanjenje relativnog udjela kratkoročnog duga na 12 do 14 posto ukupnog duga.

Bajo i Primorac smatraju daje Vlada iz objektivnih razloga utvrdila ograničene strateške mete, ponajprije zbog stanja na domaćem i inozemnim financijskim tržištima, neujednačene dinamike prikupljanja proračunskih prihoda te izloženosti potencijalnim obvezama.

Najznačajniji poticaj unaprjeđenju upravljanja javnim dugom predviđen Strategijom 2011., smatraju oni, odnosi se na uvođenje zaštite od va-

## Proračunski deficit i javni dug

Deficit proračuna opće države smanjivao se od 2006. do 2008., da bi pod utjecajem financijske krize 2010. narastao na oko pet posto BDP-a, dok se njegovo postupno smanjivanje očekuje tek nakon 2012. Rast proračunskog deficita povećao je potrebe države za zaduživanjem na domaćem i inozemnom tržištu kapitala pa je javni dug narastao sa 29,3 posto u 2008. na 41,6 posto BDP-a u 2010. Idućih godina, pak, planira se njegov daljnji rast na 50 posto BDP-a. Vlada je u provedbi Strategije prepoznala rizike protestiranja državnih jamstava koja su lani dosegla 43,4 milijarde kuna i dug HBOR-a od 13,7 milijardi kuna. To pokazuje da će u idućem razdoblju pored izravnih, država biti izložena i uvjetnim obvezama po izdanim i još uvijek aktivnim financijskim jamstvima za zaduživanje javnih trgovačkih društava, naročito brodograđilišta. Prema PEP-u, testovi osjetljivosti javnog duga na promjene uvjetnih obveza (državnih jamstava) pokazuju da bi zbog njihovog mogućeg dospjeća javni dug mogao narasti na oko 50 posto BDP-a iduće godine.

lutnog rizika (valutna zamjena), kojom će se veći dio duga u dolarima (oko 13 posto državnog duga) zamijeniti dugom u eurima, zbog ublažavanja rizika većih promjena tečaja dolara.

Utrživi dug u 2010. čini oko 78, a krediti 22 posto državnog duga. Za daljnji razvoj tržišta javnog duga Vlada bi, naglašavaju, trebala supstituirati postojeće kredite utrživim instrumentima, tj. državnim obveznicama.

Iznimka mogu biti kreditna zaduživanja kod međunarodnih financijskih institucija (EBRD-a, EIB-a, Svjetske banke...), ističu analitičari IJF-a, koji ocjenjuju po-hvalnim objavu kalendara aukcija trezorskih zapisa koji "ukazuje na to da Vlada kontrolira kratkoročni dug i njegovu ročnost uskladuje sa stanjem likvidnosti te poduzima nužno upravljanje gotovi-

nom i likvidnošću usmjereno na uravnoteženje proračuna unutar godine".

## Viškovi na Tržište novca Zagreb

Prema njihovu mišljenju Vlada bi povremene viškove likvidnosti trebala plasirati na Tržište novca Zagreb. Time bi se Vlada izravno uključila u poticanje razvoja tržišta novca, ograničila bi međubankovnu trgovinu likvidnošću te bi vjerojatno pridonijela daljnjem smanjenju kratkoročnih kamata na tržištu novca i kamata na trezorske zapise Ministarstva financija.

Iako analitičari IJF-a smatraju kako bi bilo poželjno da Vlada sadašnjem ali i budućem strateški upravljanju javnim dugom pošalje u saborsku raspravu, ističu kako je i sama njena izrada značajan korak prema kvalitetnijem upravljanju javnim dugom. ■