

NEWSLETTER

Br. 42

Srpanj 2009.

ISSN 1333-4263

Institut za javne financije • 10000 Zagreb, Smičiklasova 21, Hrvatska
p.p. 320; tel: (385 1) 4886 444; fax: 4819 365; e-mail: ured@ijf.hr; www.ijf.hr

Srđan Tatomir*

Dug hrvatske središnje države: novi pogledi

Usred aktualne financijske krize mnoge su vlade odlučile spasiti svoje financijske sektore kombinacijom dokapitalizacije, kupnje tzv. toksične aktive i jamstva solventnosti bankarskog sektora. Međutim, kako se financijska kriza razvila u oštru svjetsku recesiju, mnoge su vlade odvojile dodatna sredstva za fiskalne poticaje. Te su mjere prouzročile vrlo jake pritiske na državne proračune stvarajući velike deficite. Očekuje se da će Velika Britanija zabilježiti deficit od 12% BDP-a, dok će francuski proračunski deficit u 2009. godini iznositi 5,6% BDP-a (UK HM Treasury, 2009; Ministere du Budget, 2009). Stoga ne iznenađuje da je dug središnje države vrlo aktualna tema koja se razmatra pažljivije nego prije.

U hrvatskim medijima često se pisalo o velikim proračunskim deficitima i javnom dugu, i to zbog opravdanih razloga. U posljednjih deset godina proračun je svake godine bio u deficitu te je, u apsolutnom smislu, hrvatski javni dug sada četiri puta veći nego što je bio prije deset godina (HNB, 2009b). Premda na početku krize Vlada nije reagirala, eventualni budući fiskalni poticaji, zajedno sa smanjenim poreznim prihodima, mogu povećati javni dug. Kako se taj dug bude akumulirao, način na koji se on financira i kako se njime upravlja postat će izrazito bitan. Također je važno znati kako stojimo u usporedbi s drugim zemljama da bismo mogli donijeti smislene zaključke.

Stoga usporedba dugova središnjih država primjenom OECD-ovih standarda može biti korisna zbog dva razlo-

ga. Kao prvo, takva usporedba nudi jasnije definirane i međunarodno usporedivije podatke nego MMF-ov Posebni standard statističkog izvješćivanja (IMF, 2007). Ona će staviti hrvatski javni dug u perspektivu suvremenih kretanja. Kao drugo, podaci o dugu hrvatske središnje države nisu dostupni u OECD-ovu formatu, pa bi ta usporedba mogla donijeti nove spoznaje o strukturi duga.

OECD-ov standard središnjega državnog duga

OECD je međunarodna organizacija koja postavlja standarde na mnogim područjima, među ostalim, i u javnim financijama. Podaci o dugovima središnjih država OECD-a redovito se objavljuju u izvješću *Dug središnje države: statistički godišnjak*. OECD-ova definicija duga središnje države obuhvaća sve aktualne i potencijalne obveze središnje države, ali isključuje dug lokalnih vlada, općina i fondova za socijalno osiguranje (OECD, 2006). Na primjer, kada Ministarstvo financija izda obveznice ili se zaduži kod banaka, to se smatra dugom središnje države. Jamstva izdana brodogradilištima, na primjer, također su takav dug. Međutim, obveze Grada Zagreba ne pripadaju dugu središnjih nego lokalnih vlasti. OECD-ov standard usredotočuje se na prikaz duga za potrebe analize i upravljanja dugom.

U OECD-ovu Statističkom godišnjaku dug je prikazan prema modelu kao u tablici 1.

* Institut za javne financije i Sveučilište u Amsterdamu.

Institut za javne financije bavi se ekonomskim istraživanjima i analizama vezanim uz razne vidove javnih financija poput proračuna, poreza i carina. Tom djelatnošću usmjeren je na ekonomske, pravne i institucionalne teme važne za zdrav dugoročni ekonomski razvoj Hrvatske. Kako bi se javnosti približile određene teme, u Newsletteru se povremeno objavljuju stručne i nezavisne analize ekonomskih pitanja. Stavovi u člancima objavljenim u Newsletteru izražavaju mišljenja autora koja ne moraju neminovno odražavati i mišljenje Instituta kao institucije. Potpuni tekst Newslettera na hrvatskom i na engleskom jeziku nalazi se i na Internet adresi: <http://www.ijf.hr/newsletter>.

Tablica 1. OECD, Dug središnje države

Utrživi dug
Instrumenti tržišta novca
Trezorski zapisi
Komercijalni zapisi
Ostalo
Obveznice
Obveznice s fiksnom kamatnom stopom
Kratkoročne
Srednjeročne
Dugoročne
Indeksirane obveznice
Obveznice s fluktuirajućim kamatnim stopama
Ostalo
Dodatak
Utrživi dug u stranom vlasništvu
Utrživi dug izdan u stranoj valuti
Ponderirano prosječno dospijeće utrživog duga
Ponderirani prosječni prinos utrživog duga
Neutrživi dug
Štedne obveznice
Ostalo
Dodatak
Neutrživi dug

Model nudi drugačiji pogled na državni dug u usporedbi s MMF-ovim smjernicama. Podjela duga na utržive i neutržive komponente pokazuje načine na koje država financira javni dug. Financiranje na tržištima transparentnije je i češće jeftinije nego izravno zaduživanje kod banaka. Međutim, na manje razvijenim tržištima kapitala bankovni zajam katkad može biti jeftiniji (Herring i Chatusripitak, 2000: 42-43).

Klasifikacija utrživog duga prema vrsti instrumenta daje uvid u strukturu utrživog duga. Na primjer, prikazuju se

iznosi duga s fluktuirajućim i fiksnim kamatnim stopama. Jednako tako utrživi je dug podijeljen prema roku dospijeća i u dodacima se prikazuju važne informacije kao što su dio utrživog duga u stranoj valuti, ponderirano prosječno dospijeće i ponderirani prosječni prinos, duracija itd. Te su statistike važne jer obavještavaju analitičare, ulagače i istraživače o relativnim rizicima promjena u kamatnim stopama, u teretu otplate, cijenama zaduživanja itd., koje imaju značajnu ulogu u državnim financijama.

Neutrživi dio duga slabije je definirana kategorija i obuhvaća razne instrumente financiranja poput bankovnih kredita, jamstava te katkad sadržava i dugove državnih poduzeća. Takvu vrstu duga teže je procijeniti jer njegova tržišna vrijednost nije lako dostupna te je stoga i manje transparentan. Dakle, veliki iznosi neutrživog duga, pogotovo u usporedbi s utrživim, mogu biti zabrinjavajući.

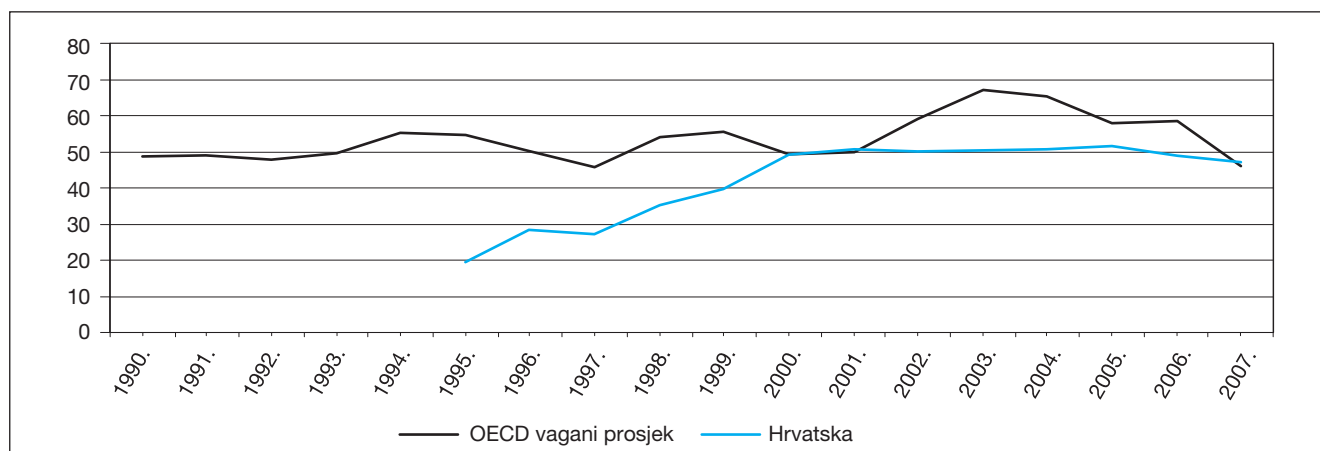
OECD-ov standard prikazivanja duga središnje države daje izravan i jasan uvid u dug i njegovu strukturu. To može biti vrlo korisno jer OECD održava bazu podataka dugova svojih zemalja članica s kojom se može usporediti dug hrvatske središnje države.

Međunarodna usporedba duga hrvatske središnje države

Za međunarodnu usporedbu hrvatskoga javnog duga podaci HNB-a o javnom dugu prevedeni su iz MMF-ova formata na OECD-ov standard. Zbog agregiranosti objavljenih podataka neke su informacije, poput količine obveznica s promjenjivom kamatom, ponderirana prosječna dospijeća i prinosi, ili ograničene ili nedostupne. Usprkos tome, međunarodna je usporedba ipak moguća.

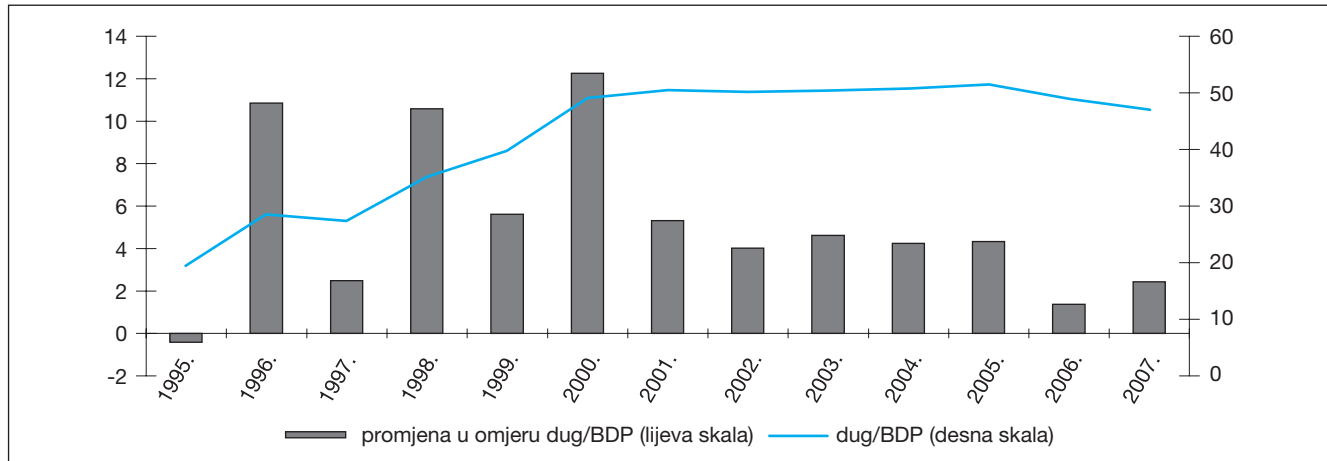
Kako Hrvatska stoji u usporedbi s drugim zemljama? Podaci o dugu zemalja OECD-a i Hrvatske prikazani su

Grafikon 1. Dug središnje države: OECD i Hrvatska (u % BDP-a)



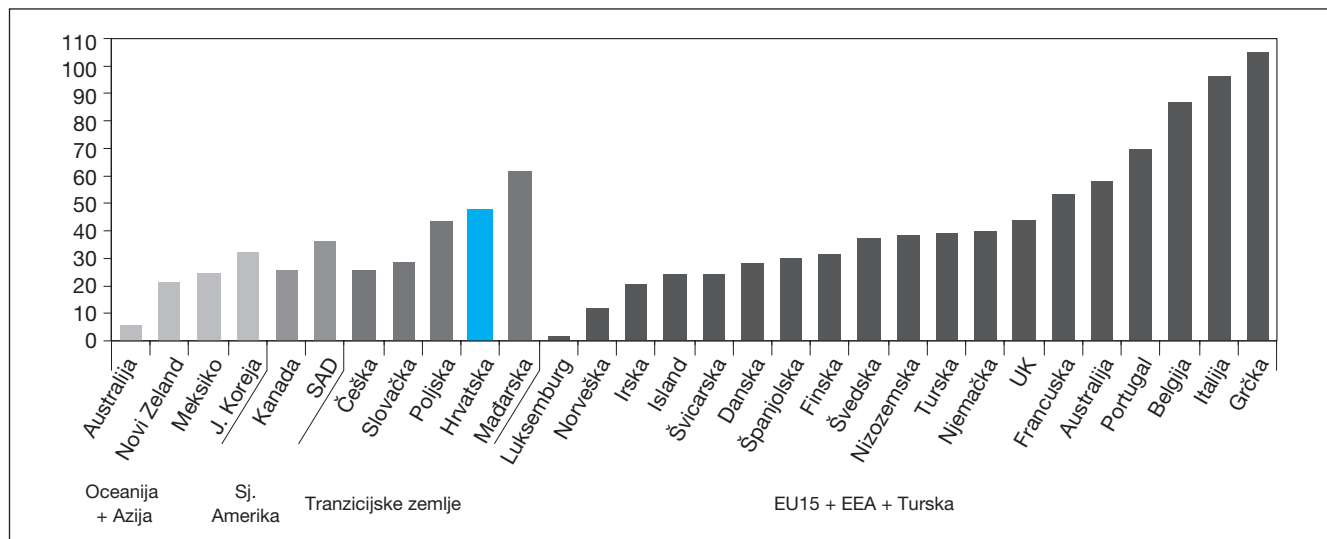
Izvor: Hrvatska narodna banka

Grafikon 2. Dug hrvatske središnje države (% BDP-a)



Izvor: Hrvatska narodna banka

Grafikon 3. Središnji državni dug po regijama u 2007. (% BDP-a)



Izvor: OECD, Hrvatska narodna banka

u grafikonima 1. i 2. Nakon rata, od 1996. nadalje, slika hrvatskoga javnog duga znatno se pogoršala. U 1997. omjer hrvatskog duga i BDP-a iznosio je 27,3% i bio je na desetome mjestu od 30 zemalja OECD-a.¹ Omjer javnog duga i BDP-a dosegnuo je najvišu razinu, 51,6%, u 2005. i bio je viši od istih omjera u 73% zemalja OECD-a. Odonda se smanjio na 47,1%, ali se rang Hrvatske pogoršao te je u 2007. omjer duga hrvatske središnje države i BDP-a bio viši nego u 75% zemalja OECD-a.

Zemlje s višim omjerom duga prema BDP-u od Hrvatske jesu Francuska, Austrija, Mađarska, Portugal, Belgija, Italija i Grčka.² Štoviše, ako su zemlje OECD-a prikazane prema regiji kao u grafikonu 3, onda je Hrvatska rangirana vrlo visoko među zemljama u tranziciji sred-

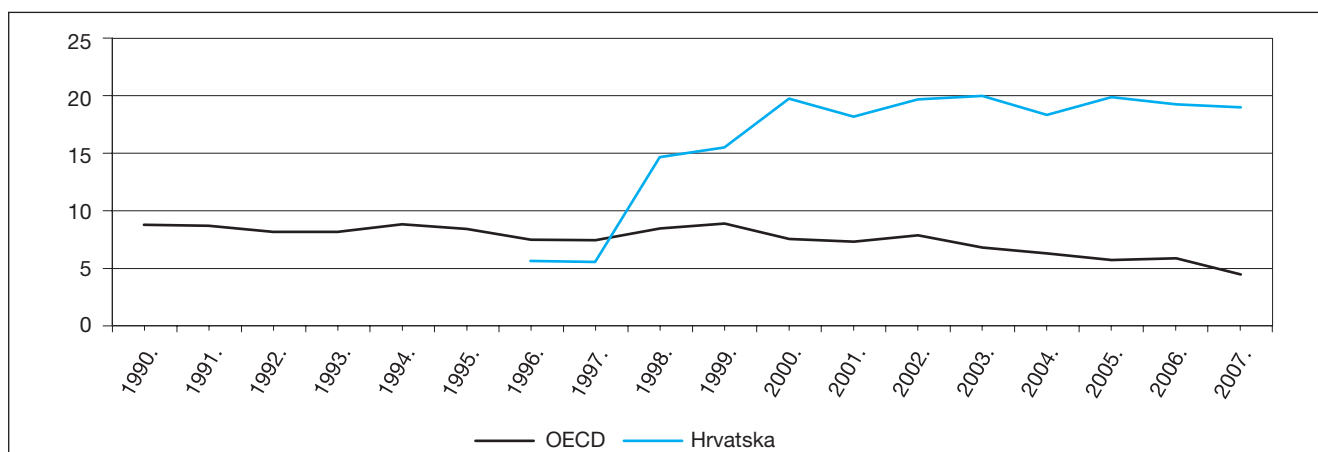
nje i istočne Europe. U tom smislu hrvatski je javni dug vrlo visok.

No taj rezultat može dovesti do pogrešnih zaključaka zbog barem dva razloga. Prvo, omjer duga prema BDP-u u visokozaduženim zemljama kreće se od 52,9% u Francuskoj do 104,7% u Grčkoj (v. grafikon 3). Zapravo, medijan OECD-ove skupine iznosi 34,1%, a prosječni omjer BDP-a je 39,4%. Dakle, čak i ako je omjer hrvatskoga javnog duga prema BDP-u viši od omjera 75% zemalja OECD-a, on ipak nije toliko visok. Drugo, omjeri duga i BDP-a dinamični su i aktualna će financijska kriza i globalna recesija u mnogim zemljama povećati iznose dugova i omjere duga prema BDP-u. Države diljem svijeta troše dosad neviđene iznose pokušavajući potaknuti svoja

¹ Viši rang označava niži omjer duga prema BDP-u.

² Japan je isključen zbog nedostatka podataka.

Grafikon 4. Neutrživi dug: OECD i Hrvatska (% BDP-a)



Izvor: OECD, Hrvatska narodna banka

gospodarstva. U kombinaciji sa smanjenim poreznim prihodima, što je tipično za recesije, proračunski deficiti u nekim zemljama OECD-a vrtoglavo se povećavaju. Na primjer, proračunski deficit u 2008. za Veliku Britaniju i Francusku iznosio je 2,7 i 3,2% te se procjenjuje da će iznositi 12 i 5,6% u 2009. (UK HM Treasury, 2009; Ministère du Budget, 2009). Hrvatski proračunski deficit za 2008. bio je 1,7% i procjenjuje se da će iznositi 3% prema HNB-ovu izvješću (2009b: 17). Dakle, podaci OECD-a sigurno će pokazati različitu sliku za 2008. i za 2009. godinu te se može očekivati da će Hrvatska u toj međunarodnoj usporedbi biti bolje rangirana.

Dok je omjer hrvatskoga javnog duga prema BDP-u u razdoblju od 1995. do 2001. brzo narastao te je u 2007. bio viši nego u većini zemalja OECD-a, on je ipak na dnu grupe velikih dužnika. Štoviše, zbog nedavnih velikih fiskalnih poticaja i pada u poreznim prihodima u nekim zemljama OECD-a, status Hrvatske u međunarodnoj usporedbi vjerojatno će se poboljšati.

Transparentnost: utrživi i neutrživi dug

Iznos duga, međutim, samo je dio cjelokupne slike državnih financija. Podjednako je bitan sastav tog duga, tj. način na koji je on financiran. OECD-ov standard središnjega državnog duga jedinstven je po tome što dijeli dug na njegove utržive i neutržive dijelove. Štoviše, on još preciznije prikazuje utrživi dug prema vrsti in-

strumenta. Ta je podjela važna radi transparentnosti. Informacije o utrživom dugu i vezanim rizicima same su po sebi dostupne javnosti. Suprotno tome, neutrživi je dug mnogo manje transparentan jer detalji ugovora bankovnih kredita, na primjer, nisu dostupni javnosti. Podjela koju nameće OECD-ov standard također je važna radi discipline koju pruža tržište. Utrživi dug neprestano je vrednovan i time može davati snažne signale državnoj fiskalnoj politici. Neutrživi je dio, međutim, kompliciranije shvatiti i mnogo je teže procijeniti njegovu vrijednost.

Kada se dug hrvatske središnje države podijeli na utržive i neutržive dijelove, usporedba sa zemljama OECD-a daje zanimljivi uvid. Dok se neutrživi dug kao postotak BDP-a u zemljama OECD-a općenito smanjivao, on se u Hrvatskoj vrlo brzo povećavao. Postigao je najvišu razinu od 20% BDP-a u 2003. te se od tada blago smanjivao do 19% u 2007. Još je zanimljivija činjenica da se omjer utrživog duga prema neutrživome od 1995. smanjivao te je od 2001. godine daleko niži nego u bilo kojoj zemlji OECD-a.

Kada se podaci pažljivo razmotre, može se jasno uočiti da je neutrživi dug rastao brže od utrživoga. Na primjer, u 2007. rast neutrživog duga bio je zaslužan za 59,5% rasta ukupnog duga, što se vidi u tablici 2. To upućuje na zaključak da je dug financiran i refinanciran pretežito izvantržišnim načinima poput bankovnih kredita, a ne na tržištu kapitala putem trezorskih zapisa i obveznica.

Tablica 2. Kretanje i struktura duga 1996-2007. (% BDP-a)

	1996.	1997.	1998.	1999.	2000.	2001.	2002.	2003.	2004.	2005.	2006.	2007.
ΔDug/BDP	10,9	2,5	10,6	5,6	12,3	5,3	4,0	4,6	4,2	4,3	1,4	2,4
Utrživi	72,8	74,4	8,4	77,3	56,1	100,4	23,5	56,1	103,0	34,0	33,9	40,5
Neutrživi	27,2	25,6	91,6	22,7	43,9	-0,4	76,5	43,9	-3,0	66,0	66,1	59,5
Jamstva	0	0	62,3	0,2	24,5	18,8	13,4	-7,5	-34,9	1,6	48,8	47,7

Izvor: Hrvatska narodna banka, autorov izračun

To je točno, iako su državna jamstva poduzećima katkad činila velik dio povećanja neutrživog duga. Na primjer, u 1998. izdana su jamstva bila zaslužna za 62,3% rasta duga te u 2006. činila 48,8% povećanja u ukupnom dugu središnje hrvatske države.

U tom smislu Hrvatska loše stoji u usporedbi s drugim zemljama OECD-a jer je njezin javni dug zapravo postajao sve manje transparentan. Kamatne stope bankovnih kredita i uvjeti banaka nisu lako dostupni javnosti, a jamstva, premda neke informacije o njima postoje na internetskim stranicama Ministarstva financija, mogu biti komplicirana za razumijevanje.

Usporedba sa zemljama OECD-a također pokazuje da se država mogla više potruditi oko razvoja domaćeg tržišta kapitala. Upravo je u *Strategiji upravljanja javnim dugom u 2007.* to jedan od prioriteta Ministarstva financija (str. 5). Međutim, u 2007. godini neutrživi je dug bio zaslužan za gotovo dvije trećine rasta u ukupnom dugu, dok je u prethodnim godinama taj udio bio malo manji od pola. Dakle, čini se da je razvoj domaćeg tržišta kapitala više bio prioritet na papiru nego u stvarnosti.

Prilike za napredak

U usporedbi s OECD-ovim središnjim državnim dugom, može se uočiti nekoliko drugih netransparentnih obilježja hrvatskoga javnog duga. Dodaci koje većina zemalja OECD-a objavljuje opisuju važna obilježja javnog duga. Neke od tih informacija objavljene su u publikaciji Ministarstva financija (2006). Na primjer, Ministarstvo prikazuje postotak i sastav duga denominiranoga u stranim valutama te postotak duga s promjenjivim kamatnim stopama (MF, 2006: 9-22). Međutim, nije jasno odnosi li se postotak duga s promjenjivim stopama na obveznice ili na bankovne kredite. Publikacija kratko spominje duraciju dužničkog portfelja, ali ne prikazuje ponderiranu prosječnu kamatnu stopu. Ta je informacija samo objavljena u publikaciji te povijesni podaci nisu raspoloživi. Štoviše, izvješće je zastarjelo i nije objavljeno u idućim godinama.

Važno je naglasiti da se transparentnost hrvatskih javnih financija s vremenom ipak poboljšala. Bajo (2003) u svom radu navodi nekoliko područja za mogući napredak i u nekima je doista ostvaren napredak. Na primjer, dostupne su bolje informacije o državnim jamstvima, uveden je kompjutorizirani sustav za praćenje javnog duga i usklađeni su računovodstveni standardi između Ministarstva financija i HNB-a. Pristup podacima o javnom dugu također je unaprijeđen. Međutim, još uvijek postoje mogućnosti za daljnji napredak.

Ministarstvo financija treba osigurati još bolje informacije o javnom dugu te ih redovito objavljivati radi transparentnosti rada i odgovornosti nadležnih vlasti. To znači dostupnost tabličnih prikaza povijesnih podataka i re-

dovitih izvješća na internetu. Kao dobar primjer mogu poslužiti internetske stranice Ministarstva financija Velike Britanije. Prema najnovijem *indeksu otvorenosti proračuna* Hrvatska još uvijek pripada grupi zemalja koje objavljuju “samo neke (proračunske) informacije”, premda je u tome došlo do napretka (Bađun i Urban, 2009). Za usporedbu, druge rangirane tranzicijske zemlje poput Češke Republike i Poljske klasificirane su kao zemlje koje objavljuju “značajne informacije” (OBI, 2008: 7).

Uspostavljanje izvršnog ureda za upravljanje javnim dugom po uzoru na OECD mogla bi znatno poboljšati upravljanje dugom. Doduše, Hrvatska već ima Ured za upravljanje javnim dugom, ali su ciljevi i operativne odgovornosti tog ureda nejasni. Stoga je odvajanje tog ureda od Ministarstva financija i uspostavljanje jasno definiranih ciljeva i odgovornosti nužno za sofisticiranije upravljanje raznim financijskim instrumentima i javnim dugom. Zasebni ured za upravljanje javnim dugom mogao bi lakše zaposliti i zadržati stručnjake višim plaćama koje ne bi podlijegale strukturi plaća u samom Ministarstvu (World Bank, 2007). Slični uredi u zemljama OECD-a, npr. u Švedskoj, stručno upravljaju gotovinom i izdanim jamstvima kao što su državna. To bi bilo osobito korisno za Hrvatsku, u kojoj državna jamstva čine visok udio u javnom dugu. Dobro utemeljen ured za upravljanje javnim dugom povećao bi transparentnost i odgovornost prema poreznim obveznicima (Blommestein, 2002: 17).

U tom smislu usporedba dugova prikazanih u OECD-ovu standardu upućuje na daljnja područja na kojima bi se moglo poraditi.

Zaključak

Dug središnje hrvatske države važna je tema, pogotovo u kontekstu globalne recesije i rekordno visokih proračunskih deficita u glavnim svjetskim gospodarstvima. Usporedba sa zemljama OECD-a prikazala je hrvatski javni dug u novom svjetlu i dala zanimljive uvide.

Prvi je uvid da je hrvatski javni dug kao postotak BDP-a relativno visok, no razina hrvatskog duga znatno se razlikuje od razine u drugim, vrlo zaduženim zemljama kao što su Portugal i Grčka. Položaj Hrvatske u međunarodnoj usporedbi u budućnosti će se vjerojatno poboljšati ako država uvede red u javne financije, dok će veliki proračunski deficiti drugih vlada povećati njihove javne dugove.

Drugi uvid usporedbe sa zemljama OECD-a otkriva zabrinjavajući aspekt hrvatskoga javnog duga. Naime, hrvatski dug uvelike se sastoji od neutrživog duga zbog državnog zaduživanja kod banaka i izdavanja jamstava poduzećima. Rezultat takve politike financiranja javnog duga dovodi do činjenice da je hrvatski neutrživi dug daleko najveći u usporedbi sa zemljama OECD-a i kao postotak BDP-a te u odnosu prema utrživom dugu. To može

biti zabrinjavajuće za transparentnost javnog duga jer je neutrživi dug apstraktniji i informacije o njemu nisu potpuno dostupne.

Usporedba također naglašava aspekte transparentnosti javnog duga koji se mogu poboljšati. To su:

- osnivanje zasebnog ureda za upravljanje javnim dugom izvan Ministarstva financija, s jasnim ciljevima i odgovornostima s obzirom na potrebe državnih financija
- širi i bolji pristup podacima o javnom dugu, što znači informacijama o ponderiranim prosječnim kamatnim stopama, prosječnom prinosu i duraciji dužničkog portfelja, te njihovo redovito objavljivanje
- dodatna izvješća prema OECD-ovu standardu koja omogućuju međunarodnu usporedbu.

Hrvatska vlada povećala je transparentnost javnih financija, ali još uvijek ima dosta prostora za napredak kako bi se taj trend održao u pozitivnom smjeru.

Literatura

Bađun, M. i Urban, I., 2009. "Open Budget Index 2008" [online]. *Aktualni osvrt*, 2 (8). Dostupno na: [<http://www.ijf.hr/osvrti/8.pdf>].

Bajo, A., 2003. "Stanje i kretanje hrvatskog javnog duga" [online]. *Newsletter*, 5 (12). Dostupno na: [<http://www.ijf.hr/newsletter/12.pdf>].

Blommestein, H., 2002. *Introduction and Overview of OECD Bond Markets*. Paris: OECD.

Herring, R. J. and Chatusripitak, N., 2000. *The Case of the missing market: the bond market and why it matter for financial development*. Pennsylvania : Wharton School Working Paper Series.

HNB, 2009a. *Izvješće o financijskoj stabilnosti*. Zagreb: Hrvatska narodna banka.

HNB, 2009b. *Statistika inozemnih stranih ulaganja* [online]. Zagreb: Hrvatska narodna banka. Dostupno na: [<http://www.hnb.hr/statistika/hstatistika.htm>].

IMF, 2007. *Special Data Dissemination Standard* [online]. Washington: International Monetary Fund. Available from: [<http://dsbb.imf.org/sddsindex.htm>].

MF, 2006. *Strategija upravljanja javnim dugom 2007*. [online]. Zagreb: Ministarstvo financija RH. Dostupno na: [www.mfin.hr/hr/javni-dug-1].

Ministère du Budget, des comptes publics et de la fonction publique, 2009. *Announcements* [online]. Available from: [<http://www.budget.gouv.fr/>].

OBI, 2008. *The Center on Budget and Policy Priorities* [online]. Available from: [<http://www.openbudgetindex.org/index.cfm?fa=rankings>].

OECD, 2006. *Statistics* [online]. Paris: OECD. Available from: [<http://stats.oecd.org/WBOS/index.aspx>].

UK HM Treasury, 2009. *Statistics* [online]. Available from: [http://www.hmtreasury.gov.uk/psf_statistics.htm].

World Bank, 2007. *Managing Public Debt* [online]. Washington: The World Bank. Available from: [www.worldbank.org/elibrary].



Institut za javne financije
Smičiklasova 21
Zagreb, Hrvatska
p.p. 320

INSTITUT ZA
JAVNE
FINANCIJE

Institute of Public Finance
Smičiklasova 21
Zagreb, Croatia
PO Box 320

**Poštarina plaćena
u poštanskom uredu
10000 ZAGREB**

TISKANICA