

# AKTUALNI OSVRTI

## Strategija upravljanja javnim dugom

dr. sc. ANTO BAJO, Institut za javne financije, Zagreb  
univ. spec. oec. MARKO PRIMORAC, Ekonomski fakultet, Zagreb

Vlada je na sjednici 10. veljače 2011. donijela Strategiju upravljanja javnim dugom za razdoblje 2011-2013.<sup>1</sup> To je nakon 2006. druga Strategija upravljanja javnim dugom. Koncem siječnja 2011. Vlada je raspravljala i o prijedlogu Predpristupnog ekonomskog programa 2011-2013.<sup>2</sup>, a aktualna Strategija upravljanja javnim dugom upotpunila je mozaik u provedbi ciljeva Programa gospodarskog oporavka.<sup>3</sup>

Strategija upravljanja javnim dugom plan je postizanja željene strukture portfelja javnog duga kojim Vlada pokušava umanjiti troškove i rizike zaduživanja. U nastavku se ukratko objašnjavaju kretanja proračunskog deficita i javnog duga te glavni ciljevi i mete strategija upravljanja javnim dugom iz 2006. i 2011.

### Proračunski deficit i javni dug

Deficit proračuna opće države smanjivao se u razdoblju 2006-08., da bi pod utjecajem financijske krize 2010. narastao na oko 5% BDP-a. Njegovo postupno smanjivanje očekuje se tek nakon 2012. Rast proračunskog deficita povećao je potrebe države za zaduživanjem na domaćem i inozemnom tržištu kapitala, pa je javni dug narastao s 29,3% 2008. na 41,6% BDP-a 2010. U idućim godinama planira se njegov daljnji rast na 50% BDP-a.

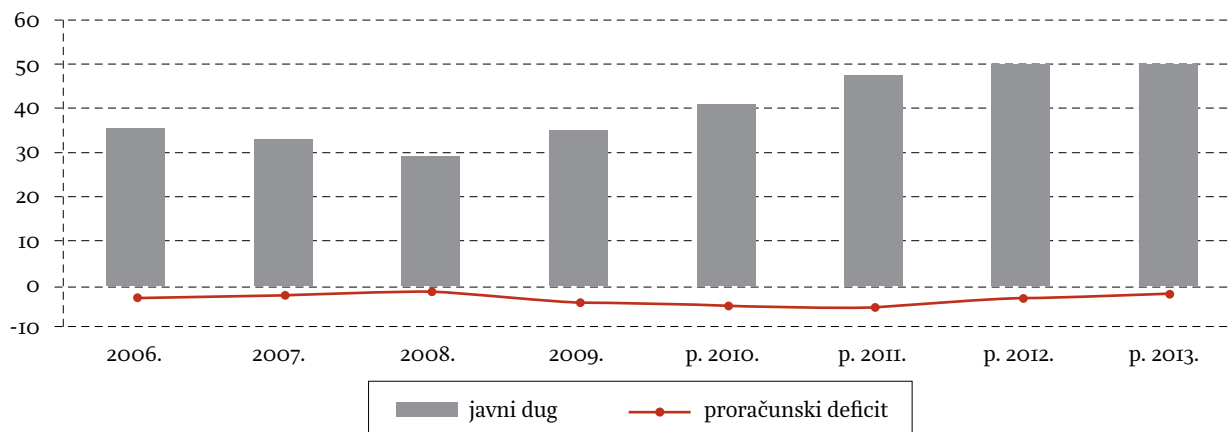
Od 2011. do 2013. dospijevaju na naplatu glavnice dviju izdanih obveznica na domaćem tržištu (u eurima i kunama) te jedna na inozemnom u eurima. Očekuje se da će se od 2011. financiranje proračunskog deficita, nakon dužeg vremena, osiguravati i primicima od privatizacije (0,5% BDP-a 2011. i po 0,2% BDP-a 2012. i 2013.). Za financiranje proračunskog deficita, odnosno za otplate obveznica u 2011., pored prihoda od privatizacija, Vladi su dostupni i primici od prodaje državnih obveznica u 2010. deponirani na jedinstvenom računu riznice u HNB-u. Istina, primici od zaduživanja i privatizacija iz 2010. neće biti dovoljni za financiranje proračunskog deficita 2011. pa se očekuju nova zaduživanja na domaćem i inozemnom tržištu kapitala.

1 [http://www.vlada.hr/hr/naslovnica/sjednice\\_i\\_odluke\\_vlade\\_rh/2011/108\\_sjednica\\_vlade\\_republike\\_hrvatske](http://www.vlada.hr/hr/naslovnica/sjednice_i_odluke_vlade_rh/2011/108_sjednica_vlade_republike_hrvatske)

2 [http://www.vlada.hr/hr/naslovnica/sjednice\\_i\\_odluke\\_vlade\\_rh/2011/105\\_sjednica\\_vlade\\_republike\\_hrvatske](http://www.vlada.hr/hr/naslovnica/sjednice_i_odluke_vlade_rh/2011/105_sjednica_vlade_republike_hrvatske)

3 [http://www.vlada.hr/en/naslovnica/novosti\\_i\\_najave/2010/travanj/predsjednica\\_vlade\\_predstavila\\_program\\_gospodarskog\\_oporavka](http://www.vlada.hr/en/naslovnica/novosti_i_najave/2010/travanj/predsjednica_vlade_predstavila_program_gospodarskog_oporavka)

**Grafikon 1.** Deficit proračuna opće države i javni dug, 2006-13., (% BDP-a)



Izvor: Vlada RH, 2011. Strategija upravljanja javnim dugom za razdoblje 2011-2013. i Predpristupni ekonomski program za razdoblje 2011-2013.

Vlada je u provedbi Strategije dobro prepoznala rizike protestiranja državnih jamstava koja su porasla s 12,4 u 2005. na 43,4 mlrd. kuna u 2010. Tomu treba dodati i dug HBOR-a - jamči ga država solidarno i u cijelosti - koji je rastao sa 7,6 u 2005. na 13,7 mlrd. kuna u 2010. To pokazuje da će u narednom razdoblju pored izravnih, država biti izložena i uvjetnim obvezama po izdanim i još uvijek aktivnim financijskim jamstvima za zaduživanje javnih trgovačkih društava naročito brodogradilišta. Prema informacijama iz Predpristupnog ekonomskog programa testovi osjetljivosti javnog duga na promjene uvjetnih obveza (državnih jamstava) pokazuju da bi zbog njihovog mogućeg dospijeca javni dug mogao narasti na oko 50% BDP-a 2012. To ukazuje na potrebu iscrpne analize dospijeca aktivnih državnih jamstava s projekcijama do 2020. Napomenimo da je Vlada radi eliminiranja rizika dospijeca jamstava na račun jamstvene pričuve u Državnom proračunu za 2010. ostavila 1 mlrd. kuna, a isti iznos rezerviran je i u Državnom proračunu za 2011. Jamstvenu pričuvu Vlada koristiti kada izvorni dužnik (javno poduzeće) u roku ne podmiri dospjelu kreditnu obvezu. Ukoliko se ta obveza ne podmiri ona utječe na rast javnog duga.

### Strateški ciljevi i mete upravljanja javim dugom

Glavni ciljevi upravljanja javnim dugom u razdoblju 2011-13. su: stabilizacija udjela javnog duga u BDP-u; produljenje prosječne ročnosti dospijeca i smanjenje udjela kratkoročnog duga u ukupnom iznosu duga; razvoj krivulje prinosa<sup>4</sup> na domaćem i vanjskim tržištima; uvođenje zaštite od valutnog rizika te razvoj i unapređenje domaćeg tržišta vrijednosnih papira.

Strateški ciljevi usklađeni su s ciljevima utvrđenim u Godišnjem izvješću i strategiji upravljanja javnim dugom iz 2006.

4 Krivulja prinosa je omjer prinosa i vremena do dospijeca obveznice. Pruža informaciju o očekivanom prinosu koji investitor može očekivati ukoliko posjeduje obveznicu i namjerava je držati do roka dospijeca. Razvoj krivulje prinosa obuhvaća izdavanje obveznica onih rokova dospijeca koji trenutno nisu zastupljeni na tržištu. Tako se popunjavaju postojeće (nepotpune) krivulje prinosa novim izdanjima obveznica.

**Tablica 1.** Ciljevi upravljanja javnim dugom

Godišnje izvješće i strategija upravljanja javnim dugom (2006) 2007-09.	Strategija upravljanja javnim dugom (2011) 2011-13.
Razborito i oprezno upravljanje dugom (optimiziranje ročne i valutne strukture duga).	Doprinos stabilizaciji udjela javnog duga u BDP-u.
Transparentno i predvidivo zaduživanje i upravljanje dugom.	Produljenje prosječne ročnosti dospeljeća i smanjenje udjela kratkoročnog duga u ukupnom iznosu duga.
Izgradnja referentne domaće krivulje prinosa.	Razvoj krivulje prinosa na domaćem i vanjskim tržištima.
Uvođenje aukcija za izdavanje obveznica.	Uvođenje zaštite od valutnog rizika.
Objava kalendara izdavanja i tromjesečnih planova zaduživanja.	Kontinuirani razvoj i unapređenje domaćeg tržišta vrijednosnih papira.
Uvođenje sustava primarnih dilera	

Izvor: Ministarstvo financija RH, 2006. "Godišnje izvješće i strategija upravljanja javnim dugom" i Vlada RH, 2011. Prijedlog "Strategija upravljanja javnim dugom 2011-2013. godine"

Iako na prvi pogled u Strategiji iz 2011. nedostaje nekoliko ciljeva postavljenih u 2006., *transparentno i predvidivo zaduživanje i upravljanje dugom* te *objava kalendara zaduživanja*, oni se nalaze i u novoj Strategiji u sklopu cilja *kontinuirani razvoj i unapređenje 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.

U odnosu na ciljeve, strateške mete su poželjne vrijednosti strukture javnog duga. Uglavnom se odnose na poželjne omjere duga: u domaćoj i inozemnoj valuti, dugoročnog i kratkoročnog, s fiksnom ili varijabilnom kamatnom stopom, te ciljanih valuta.

**Tablica 2.** Strateške mete za upravljanje javnim dugom

Strateške mete 2006-09.	Strateške mete 2011-13.
Udio duga u stranoj valuti do 2009. smanjiti na oko 40%.	Smanjiti relativni udio kratkoročnog duga na 12-14% ukupnog duga te produžiti prosječnu ročnost dospeljeća.
Smanjiti udio duga koji dospeljeva u idućih 12 mjeseci na 33% ukupnog duga i zadržati prosječno dospeljeće duga iznad 3 godine.	
Smanjiti udio duga s promjenjivom kamatnom stopom na 33% ukupnog duga.	

Izvor: Ministarstvo financija RH, 2006. "Godišnje izvješće i strategija upravljanja javnim dugom" i Vlada RH, 2011. Prijedlog "Strategija upravljanja javnim dugom 2011-2013. godine"

*Strateške mete* upravljanja javnim dugom iz 2006. djelomično su ostvarene:

- udio kratkoročnog duga krajem rujna 2010. čini oko 16% ukupnog državnog duga (meta maksimum 33%);
- prosječna ročnost dospeljeća duga iznosi 4,6 godina (meta iznad 3 godine);
- udio duga s promjenjivom kamatnom stopom iznosi nešto manje od 19% (meta maksimum 33%).

Međutim, valutna struktura duga još uvijek nije optimalna jer je u rujnu 2010. udio duga u stranoj valuti veći od 70% (meta maksimum 40%).

U prijedlogu nove Strategije nisu detaljnije precizirane sve mete, već samo one usmjerene na podešavanje ročne strukture duga, pa se tako predviđa smanjenje relativnog udjela kratkoročnog duga na 12-14% ukupnog duga.

Postoje objektivni razlozi zbog kojih je Vlada utvrdila ograničene strateške mete, a to su: turbulentno stanje na domaćem i inozemnim financijskim tržištima, neujednačena dinamika prikupljanja proračunskih prihoda i izloženost potencijalnim obvezama.

Najznačajniji poticaj unapređenju upravljanja javnim dugom, predviđen novom Strategijom, odnosi se na uvođenje zaštite od valutnog rizika (valutna zamjena), kojom će se veći dio duga u dolarima (oko 13% državnog duga) zamijeniti s dugom u eurima, zbog ublažavanja rizika većih promjena tečaja dolara.

Utrživi dug u 2010. čini oko 78%, a krediti 22% državnog duga. Za daljnji razvoj tržišta javnog duga Vlada bi trebala supstituirati postojeće kredite utrživim instrumentima, tj. državnim obveznicama. Izuzetak mogu biti kreditna zaduživanja kod međunarodnih financijskih institucija (Svjetske banke, EBRD-a, EIB-a itd.).

I više nego pohvalna je objava kalendara aukcija trezorskih zapisa koji ukazuje da Vlada kontrolira kratkoročni dug i njegovu ročnost usklađuje sa stanjem likvidnosti te poduzima nužno upravljanje gotovinom i likvidnošću usmjereno na uravnoteženje proračuna unutar godine. Na Vladi ostaje zadatak da povremene - dnevne, tjedne ili mjesečne - viškove likvidnosti, umjesto na depozite u poslovnim bankama i na jedinstvenom računu riznice u HNB-u, plasira na organizirano Tržište novca Zagreb. Time bi se Vlada izravno uključila u poticanje razvoja tržišta novca, ograničila međubankovnu trgovinu likvidnošću te vjerojatno pridonijela daljnjem smanjenju kratkoročnih kamatnih stopa na tržištu novca i kamatnih stopa na trezorske zapise Ministarstva financija.

Iako su strategije upravljanja javnim dugom uglavnom usmjerene na izravne državne obveze, u iznimnim situacijama (kao što je to slučaj s jamstvima države brodogradnji), razborite strategije obuhvaćaju i potencijalne obveze za koje postoji izvjesnost pretvaranja u izravne obveze. Uključivanje informacija o strukturi i dospijeću državnih jamstava u strategije omogućilo bi bolje upravljanje javnim dugom i umanjilo rizike vezane uz visinu i strukturu duga.

Bilo bi poželjno da Vlada sadašnju, ali i buduće strategije upravljanja javnim dugom pošalje na raspravu i na formalno odobrenje Saboru. No i sama izrada Strategije - koja bi mogla poboljšati uvjete zaduživanja i kreditni rejting Republike Hrvatske - već je značajan korak ka kvalitetnijem upravljanju javnim dugom. Nadamo se da će kontinuirana izrada godišnjih ažuriranih strategija javnog duga zaživjeti u praksi hrvatskih državnih financija.