

SVEUČILIŠTE U SPLITU
EKONOMSKI FAKULTET

ZAVRŠNI RAD

EKONOMSKI ASPEKTI JAVNOG I VANJSKOG DUGA RH

Mentor:

dr. sc. Šimundić Blanka

Student:

Josipa Žorž

Split, rujan, 2017. Godine

Sadržaj

1. UVOD	1
1.1. Definicija problema istraživanja	1
1.2. Ciljevi rada	2
1.3. Struktura rada	2
2. POJAM I STRUKTURA JAVNOG DUGA	3
2.1. Pojam i značenje javnog duga	3
2.2. Klasifikacija javnog duga	8
2.3. Ciljevi upravljanja javnim dugom	10
3. STRUKTURA JAVNOG DUGA RH	12
3.1. Stanje Javnog duga RH	12
3.2. Državni dug u razdoblju od 2011 godine do 2016 godine	14
3.2.1. Valutna struktura državnog duga	14
3.2.2. Ročna struktura državnog duga	15
3.2.4. Kamatna struktura državnog duga	16
3.2.5. Struktura državnog duga prema vrsti instrumenata	16
3.3. Strategija upravljanja javnim dugom za razdoblje 2017-2019	20
3.3.1. Jačanje pravnog i institucionalnog okvira upravljanja javnim dugom	22
3.3.2. Ublažavanje rizika refinanciranja i smanjenja udjela kratkoročnog duga u ukupnom javnom dugu	23
3.3.3. Ublažavanje valutnog rizika javnog duga	23
3.3.4. Ublažavanje kamatnog rizika javnog duga	23
4. Pojam i struktura Vanjskog duga	24
4.1. Definicija i značenje vanjskog duga	24
4.2. Pokazatelj zaduženosti	27

4.2.1. Stanje.....	27
4.2.2. Tijek:	30
5. Struktura vanjskog duga RH.....	33
5.1. Kratak pregled nastanka vanjskog duga RH	33
5.2. Stanje vanjske zaduženosti RH	36
6. Zaključak	38
Literatura	39
Sažetak:	40
Summary:.....	40
Ključne riječi:	40

1. UVOD

1.1. Definicija problema istraživanja

Kriza koja je zahvatila svijet 2008. godine rezultirala je visokim javnim i vanjskim zaduživanjem, kako zemlja u EU, tako i izvan nje.

Mnoge zemlje svoje su prekomjerno zaduživanje pokušale zaustaviti raznim reformama u nadi da će se barem malo, ako ne u potpunosti, ublažiti negativni efekti doneseni ovom krizom.

Europska Unija, čiji je član i RH, se također suočila sa prekomjernom zaduženošću zemalja članica, stoga je preko određenih reformi točnije pomoću Maastrichtski kriterija, Pakt o stabilnosti i rastu koje služe zemljama članicama kao obrazac po kojem se sve članice trebaju ponašati, pokušala minimalizirati destabilizaciju gospodarstva.

Međutim, dosadašnja istraživanja pokazala su da javni odnosno vanjski dug može imati pozitivne ishode u pogledu gospodarskog rasta i stabilnosti pod uvjetom da se dug koristi za profitabilne ciljeve kao što su poticanje izvoza ili ulaganja u kapital.

Republiku Hrvatsku, kao i mnoge tranzicijske zemlje, prati konstantno povećanje javnog i vanjskog duga, stoga se kao osnovno pitanje postavlja može li Hrvatska svoj dug održavati.

Hrvatski javni pa tako i vanjski dug u konstantnom su porastu što radi krize koja je uzdrmala cijeli svijet što radi neefikasne i ne stručne vlade koja upravlja državom. Ovakvi čimbenici posljedice ostavljaju na razvoju transportnog tržišta, ali isto tako i na razvoju tehnologija. Radi ovako lošeg gospodarskog stanja Hrvatskoj prijeti sve skuplje zaduživanje na inozemnim tržištima što govori o sve većem produblivanju što javno što vanjskog duga.

Iz prethodno navedenog problema istraživanja, dobiveni predmet istraživanja biti će istraživanje održivosti javnog odnosno vanjskog duga, njihova struktura u Republici Hrvatskoj te strategija daljnjeg otplaćivanja.

1.2. Ciljevi rada

Cilj ovog rada je definirati i teorijski pojasniti pojmove javnog i vanjskog duga, te njihovu strukturu, održivost i važnost. Nadalje, aspekti javnog i vanjskog duga prikazani su i na primjeru Republike Hrvatske gdje na 'živom' primjeru analiziramo strukturu javnog i vanjskog duga RH, zašto je do njih došlo i jesu li održivi i na koji način.

1.3. Struktura rada

Rad se sastoji od pet poglavlja. U prvom poglavlju definira se problem samog istraživanja kao i ciljeve istog. Drugo poglavlje referirat će se na definiranje pojma javnog duga, njegovu klasifikaciju, te će se nadovezat na treće poglavlje gdje će se javni dug objasniti na primjeru RH. Također, kao i prethodna dva poglavlja, četvrto i peto poglavlje govorit će o definiciji pojma vanjskog duga, njegovoj strukturi, a nakon toga vanjski dug prikazat će se na primjeru RH.

2. POJAM I STRUKTURA JAVNOG DUGA

Javni dug može se definirati kao kumulativ potraživanja koja prema javnom sektoru imaju njegovi vjerovnici u određenom trenutku.¹

Zaduživanje države realizira se u onom trenutku kada država želi otplatiti postojeće dugove, provesti mjeru stabilizacijske politike, te ukoliko želi prikupiti sredstva za financiranje kapitalnih projekata, a nije u mogućnosti sama omogućiti financijska sredstva.

Kroz ovo poglavlje definirat će se pojam i klasifikaciju javnog duga, ali i strukturu i kretanje javnog duga u tranzicijskoj zemlji kao što je Hrvatska. Također će se teorijski analizirati značenje javnog duga u tranzicijskim zemljama kao što je Hrvatska te na koji način njime upravlja.

2.1. Pojam i značenje javnog duga

Kao što je prethodno navedeno, javni dug predstavlja kumulativ prošlih proračunskih deficita koji su nastali kao rezultat financiranja manjka u proračunu koji je nastao kao rezultat većih proračunskih rashoda od proračunskih prihoda tijekom određenog vremenskog perioda.

Postoje različite vrste deficita, ali prema GFS (Government Financial Statistics), metodologijom Međunarodnog monetarnog fonda, relevantan se smatra deficit konsolidirane opće države koji obuhvaća razliku konsolidiranih prihoda i rashoda središnje države, nižih razina vlasti i izvanproračunskih fondova.

Uravnoteženost prihoda i rashoda proračuna jedno je od osnovnih proračunskih načela, ali u praksi neostvarivo zbog raznih čimbenika koji na njih utječu, stoga država na različite načine mora prikazati nastalu razliku. Nastala razliku prihoda i rashoda navedena je u sljedećoj tablici:

¹ Andabak Badurina Ana, Bajo Anto, Pirmorac Marko : Osnove upravljanja javnim dugom , godina izdanja 2011.

Tablica 1: Razlika prihoda i rashoda proračuna

UKUPNI DEFICIT/SUFICIT	TEKUĆI DEFICIT/SUFICIT	DEFICIT/SUFICIT NEFINANCIJSKE IMOVINE	PRIMARNI DEFICIT/SUFICIT (PRIMARNI OPERATIVNI SALDO)
<ul style="list-style-type: none"> •Razlika ukupnih prihoda i rashoda proračuna. •Kada su prihodi veći od rashoda ta se mjera naziva neto pozajmiljivanje. Kad su rashodi veći od prihoda naziva se neto zaduživanje. 	<ul style="list-style-type: none"> •Razlika redovitih prihoda i rashoda poslovanja bez promijene u dugoročnoj nefinancijskoj imovini •Tekući proračunski deficit znak je slabe likvidnosti proračuna(država se treba zaduživati da bi uspjela financirati svoje rashode. •Tekući proračunski suficit znak je da je država sposobna svojim glavnim izvorima financirati javne rashode. 	<ul style="list-style-type: none"> •Razlika je prihoda od prodaje ne financijske imovine i rashoda za nabavu nefinancijske imovine •Deficit nefinancijske imovine rezultat je većih državnih investicija koje nije moguće financirati samo prihodima od prodaje nefinancijske imovine, već se uključuje suficit tekućeg proračuna te zaduživanje na domaćem i inozemnom financijskom tržištu 	<ul style="list-style-type: none"> •Razlika je prihoda i rashoda poslovanja države iz kojih su isključeni rashodi za kamate. •Pojava primarnog deficita državi daje znak da postoji potencijalni problem financiranja i ostalih tekućih rashoda.

Izvor: Andabak Badurina Ana, Bajo Anto, Pirmorac Marko : Osnove upravljanja javnim dugom , godina izdanja 2011.

Osim prikazivanja nastale razlike u proračunu bitno je navesti na koji način se proračunski deficit financira.

Naime, račun financiranja dio je proračuna koji nam govori na koji se način financira proračunski deficit odnosno kako se koristi proračunski suficit.

Isti nam ukazuje na primitke od financijske imovine i zaduživanja odnosno izdatke za financijsku imovinu i za otplatu kredita i zajmova.

Proračunski deficit moguće je financirati iz četiri izbora. Prvo zaduživanjem kod Središnje banke. Ovakvo zaduživanje vodi ka uzimanju kredita izravno od Središnje banke ili prodajom vrijednosnica istoj, međutim ova vrsta zaduživanja regulirana je zakonom radi očuvanja stabilnosti domaće valute i sprječavanja inflacije. Drugi izvor financiranja proračunskog deficita jest prodaja državne imovine. Naime ovakav način financiranja opravdan je u

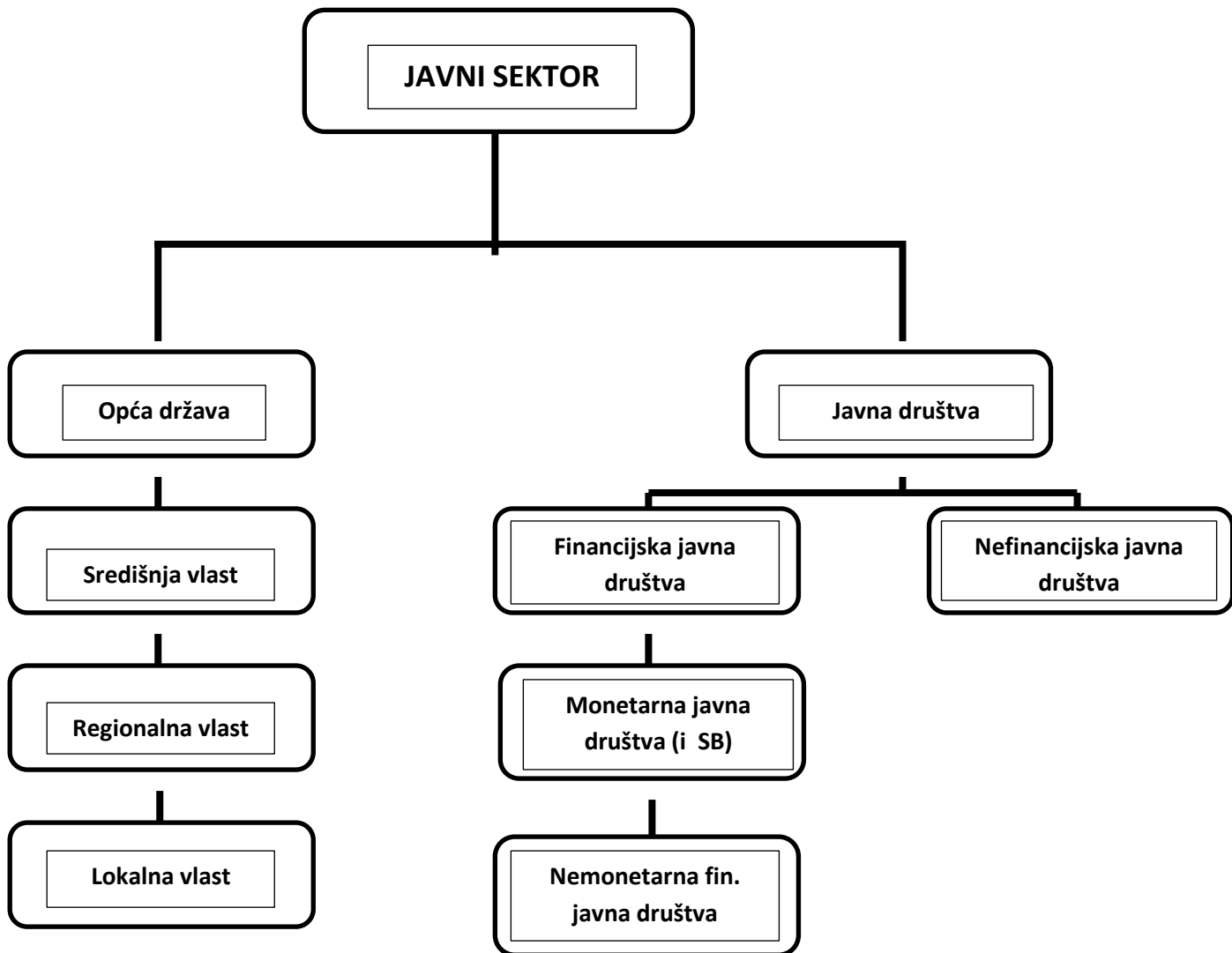
izvanrednim okolnostima, jer ukoliko se jednokratnim prihodima od prodaje javne imovine financira tekuća potrošnja a ne kapitalna investiranja umanjuje se vrijednost državnog bogatstva.

Ovakvi načini financiranja ne predstavlja značajnu stavku javnih prihoda kod razvijenih zemalja kao što predstavlja kod tranzicijskih zemalja poput Hrvatske. Sljedeća dva izvora preko kojih se financira proračunski deficit su zaduživanje na domaćem odnosno inozemnom tržištu. Na koji način će se zemlja financirati prije svega ovisi o uvjetima na financijskom tržištu kao primjerice visini kamatnih stopa, financijskim rizicima, koji imaju utjecaj na ukupne troškove zaduživanja države.

Nakon definiranja što je proračunski deficit i na koji način se on financira, definiran je i obuhvat javnog duga.

Obuhvat javnog duga ovisit će o definiciji i obuhvatu institucija pojedine zemlje, te će u svakoj zemlji biti različit. Naime, kako je nemoguće usporediti javni dug između zemalja, MMF (Međunarodni monetarni fond) razvio je Statistički sustav javnih financija koji nam relativno precizno definira javni sektor.

Tablica 2: Obuhvat javnog sektora



Izvor: Andabak Badurina Ana, Bajo Anto, Pirmorac Marko : Osnove upravljanja javnim dugom , godina izdanja 2011. (str18.)

Gore navedena ilustracija prikazuje kako MMF dijeli javni sektor na financijski javni sektor i nefinancijski javni sektor. Nadalje, MMF financijski javni sektor svrstava monetarne i državne financijske institucije dok u nemonetarni javni sektor svrstava središnju državu, regionalne i lokalne jedinice vlasti te nefinancijska državna poduzeća.

Kod takvog pristupa može se zaključiti da javni dug uključuje zaduživanje nefinancijskog sektora i zaduživanje financijskog javnog sektora kojemu je uvjet da ga pokrivaju državna jamstva.

No valja i istaknuti razliku kod definiranja javnog duga između MMF-a i Svjetske banke. Prema MMF-u, u javni dug ne ulazi dug Središnje banke i državno nezagarantirana zaduživanja depozitnih i nedepozitnih državnih financijskih institucija dok ulazi sve gore prethodno navedeno. No, to ne vrijedi i za Svjetsku banku jer prema Svjetskoj banci javni dug obuhvaća više institucija javnog sektora što znači da osim izravnih obveza uključuje i državno jamčeni dug. Prema Svjetskoj banci javni dug predstavlja sve domaće i inozemne obveze javnih dužnika koji uključuju središnju državu i njene agencije, niže razine vlasti i njihova tijela te autonomna javna tijela kao što su državna poduzeća i poduzeća u kojima država ima većinski i manjinski udio², dok državno jamčeni dug predstavlja, prema Svjetskoj banci, sve domaće i inozemne obveze privatnog sektora čiju otplatu jamči javno tijelo.

² A.Bajo, M.Primorac, A.Andabak; Osnove upravljanja javnim dugom

2.2. Klasifikacija javnog duga

Javni dug je moguće klasificirati prema više kriterija, međutim radi jasnijeg razumjevanja, isti se u praksi klasificira na šest načina:

Tablica 3: Klasifikacija javnog duga



Izvor: Izvor: Andabak Badurina Ana, Bajo Anto, Pirmorac Marko : Osnove upravljanja javnim dugom , godina izdanja 2011.

Kao prvi kriterij klasifikacije javnog duga uzet ćemo klasifikaciju prema institucionalnom obuhvatu. Ovaj kriterij razlikuje državni dug od javnog duga. Prema ovom kriteriju državni dug obuhvaća dug konsolidiranog proračuna središnje države (državni proračun i proračun izvanproračunskih korisnika), dok dug opće države, prema ovom kriteriju, obuhvaća konsolidirani dug proračuna središnje države i dug proračuna jedinica lokalne i područne samouprave.

Dug po podrijetlu, drugi klasifikacijski kriterij javnog duga, dijeli se na vanjski i unutarnji javni dug. Kako kriterij rezidentnosti vjerovnika nije primjenjiv, najčešće se kao kriterij za razlikovanja vanjskog i unutarnjeg duga uzima tržište nastanka duga. Stoga sukladno s gore navedenim, vanjski dug obuhvaća isključivo izravna inozemna zaduženja, dok unutarnji dug predstavlja izravne obveze države prema vjerovnicima kao što su primjerice banke, osiguravajuće kuće, itd.

Treći kriterij, kriterij ročne strukture, klasificira javni dug na kratkoročni, srednjoročni i dugoročni dug. Iako ne postoji konkretna definicija duga po ročnosti, u pravilu se smatra da je kratkoročni dug, dug s dospeljećem do jedne godine, dok se onaj s rokom dospeljeća od jedne do deset godina smatra srednjoročnim, a sve s rokom dospeljeća dužim od deset godina smatra se dugoročnim dugom. Važnost ovog kriterija ne očituje se samo zbog ujednačavanja vremenskog rasporeda tereta otplate duga, već zbog izgradnje referentne krivulje prinosa na državne vrijednosnice koja može biti od koristi kod vrednovanja ostalih financijskih instrumenata na tržištu.

Kriterij valutne strukture nam govori da javni dug može biti denominiran u domaćoj i inozemnoj valuti. Svaka od ovih dviju inačica ima svoje prednosti i mane. Izdavanje duga u domaćoj valuti uvelike podržava izgradnju referentne domaće krivulje prinosa, također prilikom izdavanja duga u domaćoj valuti jer ne postoji rizik od promjene tečaja. Međutim kako nije sve crno bijelo, cjelokupni javni dug denominiran u domaću valutu zbog više je razloga nepoželjan. Jedan od razloga leži u činjenici da se bi se tim postupkom moglo utjecati na stabilnost monetarnog sustava, odnosno povećana potražnja za kunama može dovesti do inflacije (rasta cijena, kamatnih stopa). Osim toga, podmirivanje svih potreba za financiranjem države na domaćem tržištu nije potpuna zbog učinka istiskivanja (eng. Crowding out) zaduživanja ostalih sektora³. Kod malih tranzicijskih zemalja, kao što je i Hrvatska, zaduživanje na inozemnom tržištu vrši se u stranoj valuti te se također sugerira i diversifikacija na više stranih valuta kako bi se izloženost tečajnog rizika sveo na minimum, dok bi veći dio duga bilo poželjno denominirati u valutu zemlje s kojom se ostvaruje glavnina deviznih prihoda od izvoza.

Prema kriteriju strukture kamatnih stopa razlikujemo dug s fiksnom i dug s varijabilnom kamatnom stopom. Dug s fiksnom kamatnom stopom propisuje fiksnu godišnju naknadu koju dužnik isplaćuje vjerovniku kao naknadu što je koristio njegova financijska sredstva. Ukoliko

³ Andabak Badurina Ana, Bajo Anto, Pirmorac Marko : Osnove upravljanja javnim dugom , godina izdanja 2011.

se vjerovnik želi zaštititi od porasta kamatnih stopa (jer veći dio vlastite aktive financira s varijabilnim kamatama pa bi mu se zarada smanjila ili bi bio u gubitku), on će dužniku ponuditi financijska sredstva uz varijabilnu kamatnu stopu.

Varijabilna kamatna stopa najčešće se određuje uz fiksnu premiju na jednu od referentnih kamatnih stopa (npr. LIBOR) na međunarodnom tržištu.

U slučaju zaduživanja države, ukoliko se očekuje smanjenje kamata trebala bi se zadužiti po varijabilnoj, odnosno ako se očekuje povećanje kamata stopa po fiksnoj kamatnoj stopi.

Zadnji kriterij klasifikacije javnog duga jest kriterij prema utrživosti instrumenata. Prema ovom kriteriju javni dug može biti utrživ odnosno neutrživ. Utrživ bi bio onaj javni dug koji obuhvaća instrumente javnog duga s kojima se može trgovati na financijskom tržištu kao što su to državne vrijednosnice. Također je važno razlikovati utrživi dug u inozemnom vlasništvu od utrživog duga u inozemnoj valuti, prvi se odnosi na postotak utrživog duga koji pripada ulagačima nerezidentima, dok se drugi odnosi na iznos duga izdanog posredstvom tržišta novca ili izdanjima obveznica s isplatom kamate i glavnice duga u inozemnoj valuti. Dok bi neutrživ javni dug bio onaj koji obuhvaća instrumente koji se drže do dospeljeća kao što su krediti.

2.3. Ciljevi upravljanja javnim dugom

Upravljanje javnim dugom je proces uspostave i provedbe strategije za upravljanje javnim dugom u cilju prikupljanja potrebnih financijskih sredstava za financiranje proračunskih deficita države, vodeći računa o odnosu troškova i rizika, te poticanja razvoja učinkovitog domaćeg tržišta državnih vrijednosnica.⁴

Ovim smo definirali glavni cilj upravljanja javnim dugom, međutim ciljevi i mogućnosti zemalja ipak su različiti, te su definirani različitim čimbenicima.

No kakav god bio stupanj razvijenosti, zemlje uvijek moraju težiti kvalitetnom sustavu upravljanja javnim dugom.

Državni portfelj duga jedan je od najvećih financijskih portfelja te je samim time i najrizičniji. Slabo strukturiran portfelj javnog duga izložen je viskom riziku stoga je jasno kolika je

⁴ Dr. sc. Anto Bajo, Ivana Pezer; Strategije i ciljevi upravljanja javnim dugom; Ciljevi i značaj upravljanja javnim dugom

odgovornost na onome koji njime upravlja. Vlada, kao glavni i odgovorni za upravljanje javnim dugom, treba težiti ka uspostavljanju održive razine javnog duga te dobrim i stručnim upravljanjem utjecati na smanjenje javnog duga. Loše strukturiran dug s aspekta dospijeca, valute ili kamatne stope može biti pokazatelj nastanka i razvoja ekonomske krize.⁵

Ukupni dug zemlje koji se sastoji od visokog udjela duga u inozemnoj valuti odnosno visokog udjela duga s promjenjivim kamatama izložena je promjenama na financijskom tržištu koji mogu biti učestali. Također slabo strukturiran portfelj duga osjetljiv je na vanjske sokove i krizu likvidnosti koja potom može ugroziti i privatni sektor.

Dobro strukturiran portfelj javnog duga nije bitan samo za razvijene zemlje već i za male zemlje u razvoju, kao što je i sama Hrvatska, jer se na taj način jaca domaće tržište državnih vrijednosnica.

Ukoliko zemlja nema domaće tržište javnog duga ona će se morat , zbog nemogućnosti emitiranja dugoročnog duga u domaćoj valuti s fiksnom kamatnom stopom, zaduživat kratkoročno u domaćoj valuti s promjenjivim kamatnim stopama ili dugoročno u inozemnoj valuti što iziskuje rizik.

U ovakvim, gore navedenim situacijama, transparentnost predstavlja osnovu jer su investitori osjetljivi na bilo kakve promjene makroekonomskih varijabli pogotovo u visoko zaduženim zemljama. Investitori nisu skloni ulagati u državne vrijednosnice ukoliko nisu pravodobno i jasno prikazane informacije o javnom dugu zemlje izdavatelja.⁶

Pojavom financijske krize pojavila se i potreba za većim zaduživanjem ali se i mogućnost financiranja ograničila. Radi financijske krize pojavila se potreba za domaćom štednjom kako bi se smanjila potreba za vanjskim financiranjem odnosno zaduživanje, no ovo predstavlja problem za male nerazvijene zemlje koje imaju nelikvidno domaće tržište. To nam govori da bi da bi izrada portfelja javnog duga morala voditi ka održivom razvoju javnog duga u dugom roku koja bi se mogla prilagoditi promjenama na financijskom tržištu

⁵ Dr. sc. Anto Bajo, Ivana Pezer; Strategije i ciljevi upravljanja javnim dugom

⁶ Dr. sc. Anto Bajo, Ivana Pezer; Strategije i ciljevi upravljanja javnim dugom

3. STRUKTURA JAVNOG DUGA RH

3.1. Stanje Javnog duga RH

Javni dug RH od 2008. godine do 2015. Povećao se sa 39,6% BDP-a na 86,7% BDP-a, odnosno javni dug za navedeno razdoblje narastao je za 152. milijarde kuna. Na ovakav rast javnog duga rezultirala je akumulacija proračunskih manjkova, ali i čimbenici koji se odnose na realizaciju potencijalnih rizika od poduzeća u državnom vlasništvu.

Osim prethodno navedenih čimbenika, snažan utjecaj na rast javnog duga ima reklasifikacija nekoliko visokozaduženih poduzeća u državnom vlasništvu u sektoru opće države, zbog čega je došlo zbog prijelaza na ESA 2010. Naime, subjekti koji su negativno pogodovali na javni dug prilikom njihovih uključenja su: HAC, ARZ i HAVOR.

Dug ovih subjekata u 2015. godini iznosio je 45,2 milijarde kuna.

Gore navedeni javni dug možemo raščlaniti na dug prema razinama državne vlasti, prema instrumentima zaduživanja odnosno prema valutnoj i ročnoj strukturi.

Promatran prema razinama državne vlasti, glavni dio javnog duga otpada na sektor središnje države u iznosu od 284,2 milijarde kuna (dug korisnika državnog proračuna, dug izvanproračunskih korisnika, dug subjekata u vlasništvu države), dug sektora lokalne države iznosi 5,4 milijarde kuna, dok se na sektor fondova socijalne sigurnosti odvaja tek negdje oko 1,9 milijardi kuna.

Prema instrumentima zaduživanja možemo reći da je najveći dio javnog duga nastao zaduživanjem putem obveznica i to oko 55% zaduženosti, zatim zaduživanjem putem kredita na koje otpada oko 35% zaduženosti te zaduživanjem preko kratkoročnih vrijednosnih papira koji čini malo manje od 7% zaduženosti.

Ročna struktura javnog duga ukazuje da je na kraju 2015 godine udio javnog duga s rokom dospjeća do godine dana u ukupnom dugu iznosio 6,7%, dok je udio javnog duga s rokom dospjeća od godine dana do pet godina iznosio 16,4%. Udio javnog duga s rokom dospjeća od pet do deset godina odnosno s rokom dospjeća iznad deset godina rezultirali su značajno višim zaduživanjem i to je svaki od njih iznosio preko 35%.

Valutna struktura javnog duga prikazuje kako je značajan dio duga denominiran u stranoj valuti pri čemu dug denominiran u eurima iznosi 74,4% , dug denominiran u kunama iznosi 21,4 %, dok u dolarima iznosi 4,1%.

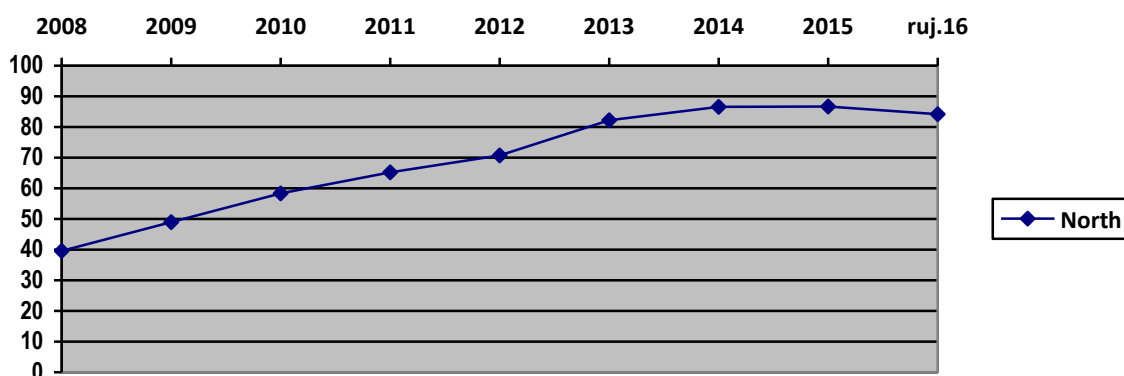
Slika 1: Stanje i struktura javnog duga u RH

Stanje i struktura javnog duga, mlrd. HRK	2013	2014	2015	2016
1. Unutarnji dug opće države*	156.405	165.868	171.462	179.347
1.1 Unutarnji dug središnje države	151.826	160.889	166.771	175.203
od čega:				
HAC	11.058	11.007	11.964	12.213
ARZ	1.405	1.760	1.759	1.804
HRT	343	407	349	336
HŽI	2.556	2.252	2.295	807
HBOR	3.416	747	747	921
HV	1.734	1.546	1.150	813
HC	6.468	7.459	7.886	7.468
DAB	0	0	0	0
FZOEU	0	0	0	101
HFP, AUDIO, DUUDI, CERP	852	1.174	999	952
JPP I KONCESIJE	216	215	213	212
1.2 Unutarnji dug fondova socijalne sigurnosti	1	4	2	1
1.3 Unutarnji dug lokalne države	4.761	5.174	9.956	4.435

Izvor: HNB

Prema podacima HNB-a, krajem rujna 2016 godine javni dug iznosio je 289,1 milijardu kuna odnosno 84,2% procijenjenog BDP-a za 2016, čime je zabilježeno smanjenje javnog duga u odnosu na kraj 2015 godine.

Grafikon 1: Kretanje javnog duga u BDP-u za razdoblje 2008-2016



Izvor: HNB, DZS

3.2. Državni dug u razdoblju od 2011 godine do 2016 godine

U nastavku ćemo detaljnije razraditi strukturu i obilježje duga državnog proračuna koje će, kao glavno polazište, realizacijom planiranog računa financiranja zadržat ili unaprijediti sva bitna obilježja ukupnog portfelja javnog duga.

Državni dug proračuna obuhvaća domaći i inozemni dug. Domaći dug se sastoji od obveznica koje su izdane na domaćem tržištu, trezorskih zapisa i kredita na domaćem tržištu kapitala, dok se inozemni dug sastoji od obveznica i kredita na međunarodnom financijskom tržištu.

3.2.1. Valutna struktura državnog duga

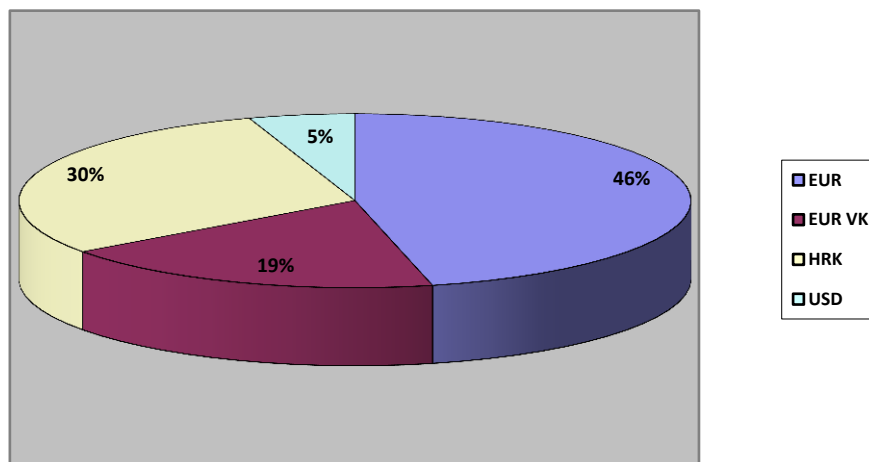
Krajem 2016 godine, valutna struktura ukazivala je na dominaciju dviju valuta u RH, eura i kune.

Udio duga denominiran u eurima iznosio je 65% ukupnog državnog duga te je najvećim dijelom rezultat izdavanja obveznica denominiranih u eurima odnosno korištenja projektnih zajmova međunarodnih financijskih institucija.

U djelu duga koji je denominiran u eurima jedan dio duga koji je izražen u eurima ali je plativ u kunama i on čini oko 18% ukupnog duga. Dug denominiran u kunama čini oko 30% ukupnog državnog duga te predstavlja orijentaciju zaduživanja na domaćem tržištu kapitala, što je ujedno pridonijelo razvoju dugoročne krivulje prinosa u nacionalnoj valuti. Osim eura i kuna, valutnu strukturu državnog duga RH čini i dolar.

Grafikon 2 : Valutna struktura državnog duga RH

East



Izvor: Ministarstvo financija

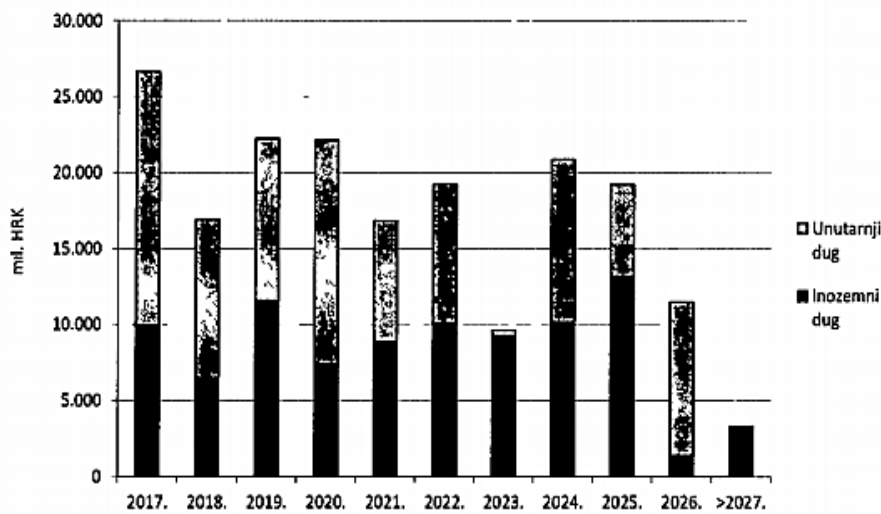
3.2.2. Ročna struktura državnog duga

Dolje prikazanim grafikonom, prikazali smo projekciju otplate glavnice i inozemnog duga za razdoblje 2017-2027.

Dana projekcija ne uključuje obveze po trezorskim zapisima koje su krajem prošlogodišnje godine iznosile nešto više od 28 milijardi kuna. Bez dospjeća trezorskih zapisa, u tekućoj 2017 godini potrebno je otplatiti dugoročnih obveza u iznosu od 27 milijardi kuna.

Na grafikonu je također vidljiv teret otplate duga u 2019. odnosno 2020. godini zbog dospjeća obveznica izdanih na domaćem i inozemnom tržištu.

Slika 2: Kamatna stopa na trezorske zapise u razdoblju od 2012 – 2016

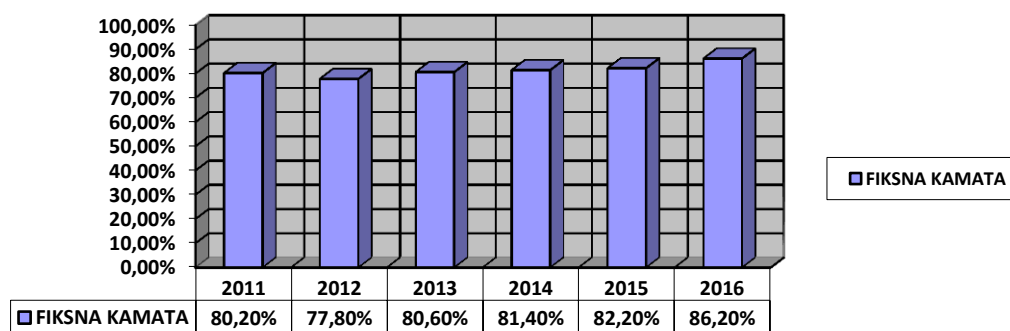


Izvor: Ministarstvo financija

3.2.4. Kamatna struktura državnog duga

Na dolje navedenom grafikonu vidimo da se udio duga s fiksnom kamatnom stopom u razdoblju od 2011 godine do kraja 2016 godine povećao oko 6%, a rezultat tom ishodu ležao je prvenstveno u izdavanju obveznica na domaćem i međunarodnom tržištu.

Grafikon 3: Kamatna struktura državnog duga RH



Izvor: Ministarstvo financija

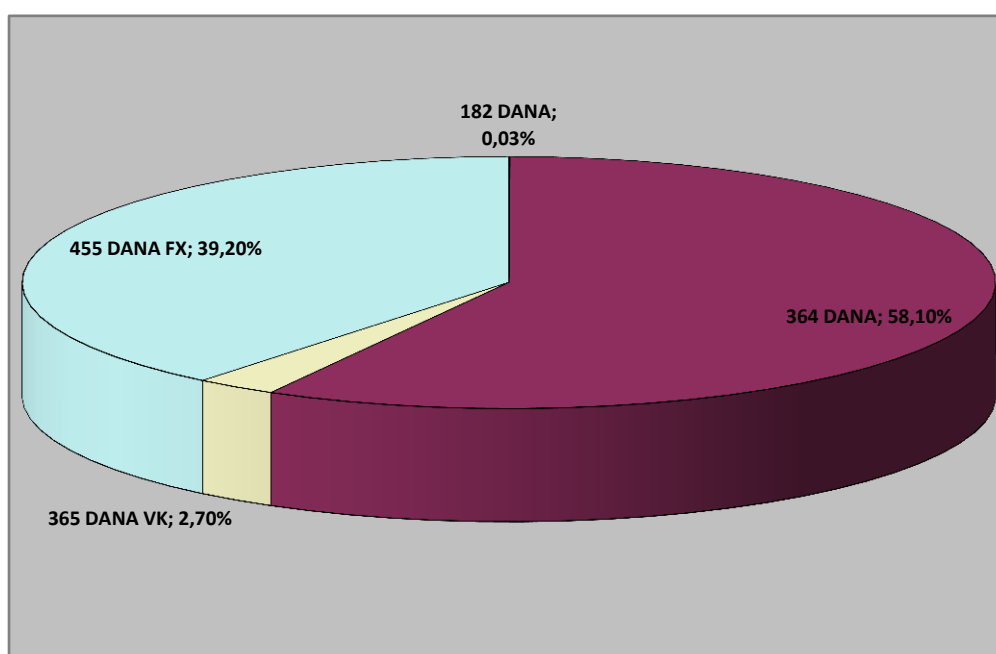
3.2.5. Struktura državnog duga prema vrsti instrumenata

Uspoređujući instrumente zaduživanja, možemo zaključiti da najveći dio državnog duga čini zaduživanje putem dugoročnih vrijednosnih papira, odnosno obveznica (71,4%), nakon njih slijedi zaduživanje putem kredita (15,4%) te kratkoročni vrijednosni papiri (13,2%)

Trezorski zapisi - Ministarstvo financija provodi aukciju trezorskih zapisa u skladu s Pravilima i uvjetima aukcija trezorskih zapisa koristeći se BAS sustavom.

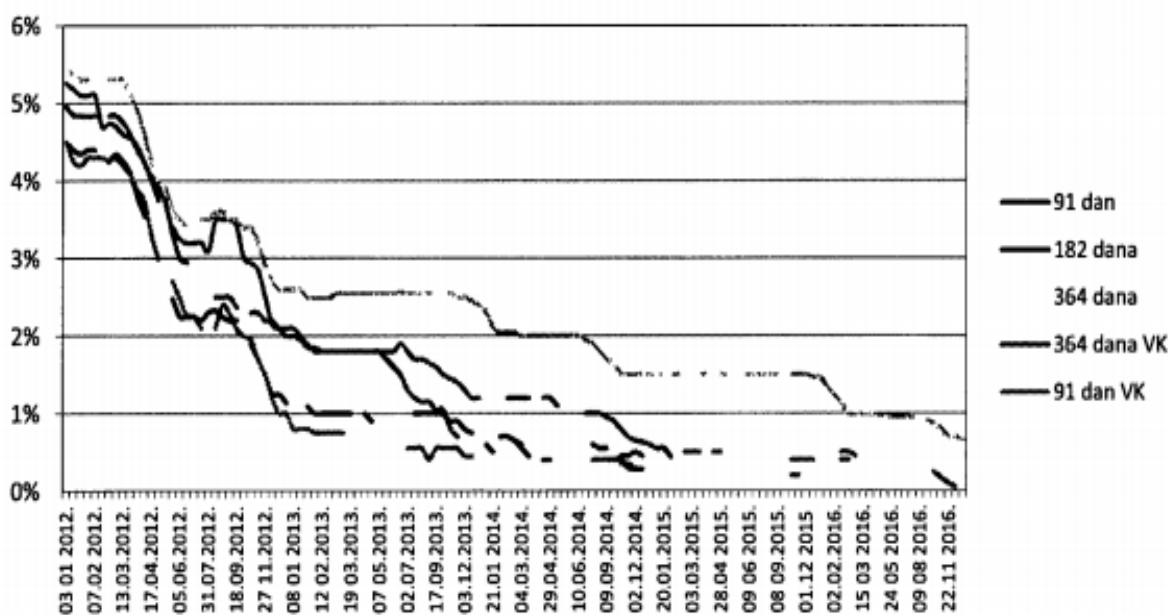
Prema navedenom grafikonu vidimo da je najveći interes za trezorske zapise s rokom dospjeća od 364 dana, tako da je sa stanjem na dan 31. prosinca 2016 godine u ukupnom nominalnom iznosu izdanih trezorskih zapisa 28,9 milijardi kuna. Nadalje, vidimo da udio trezorskih zapisa s rokom dospjeća od 455 dana iznosi nešto manje od 40%, dok je na rok dospjeća od 182 dana upisano tek 0,03% trezorskih zapisa

Grafikon 4: Prikaz izdavanja trezorskih zapisa u RH



Izvor: Ministarstvo financija

Slika 3 : Kamatna stopa na trezorske zapise u razdoblju od 2012 – 2016

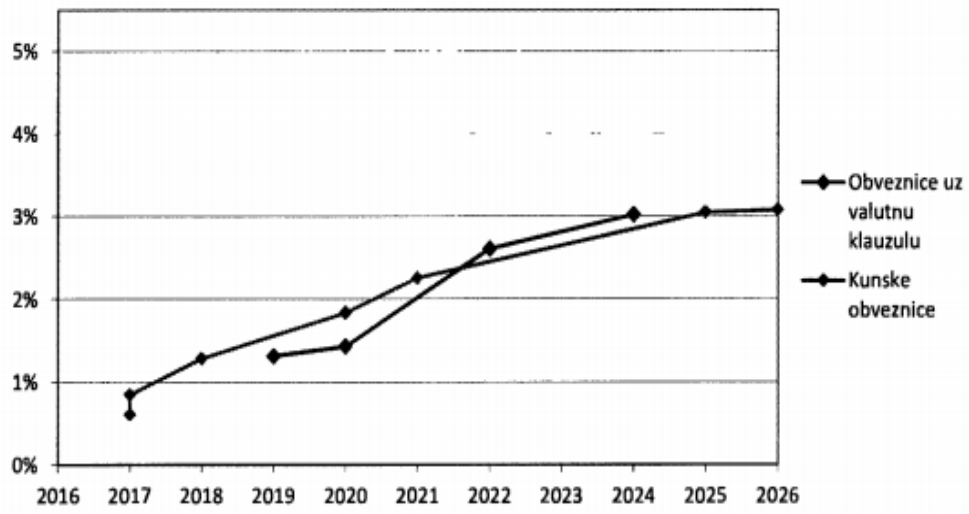


Izvor: Ministarstvo financija

Na gore navedenom grafikonu prikazano je kretanje kamatnih stopa na trezorske zapise Ministarstva financija u razdoblju od 2012 godine do 2016 godine. Od kraja 2012 godine dolazi do postupnog smanjenja kamatnih stopa na trezorske zapise po svim vrstama izdanja. Krajem 2016 godine kamatne stope na kunske trezorske zapise iznosile su 0.4% na 91 dan, 0.3% na 182 dana te 0.65% na 364 dana. Kamatne stope na trezorske zapise s valutnom klauzulom iznosile su 0.05% za 364 dana i 0.2% za 91 dan. Vidljivo je da kroz promatrana razdoblja potražnja za trezorskim zapisima prelazi iznose izdanih trezorskih zapisa, s time da je najočitiji trend povećane potražnje za trezorskim zapisima vidljiv krajem godine.

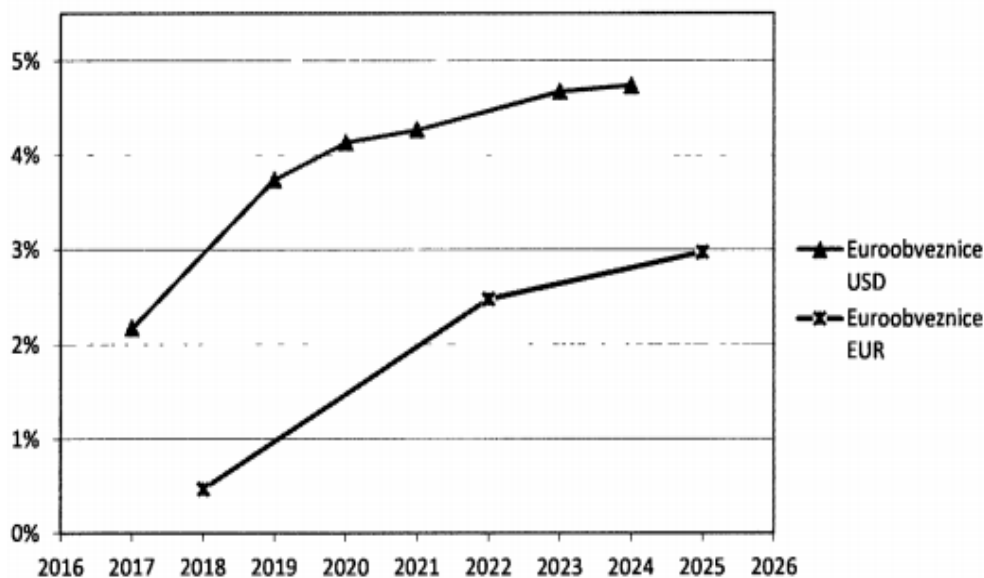
Obveznice - Priloženi grafikon prikazuje krivulje prinosa na domaće i inozemne obveznice. Za razdoblje od 2011 godine do 2016 godine dospjelo je i iskupljeno tri izdanja međunarodnih obveznica i šest izdanja obveznica koje su izdane na domaćem tržištu kapitala. Pri analizi i utvrđivanju izvora računa financiranja Državnog proračuna za prethodno navedeno razdoblje, RH izdala je 7 obveznica na inozemnom te 6 državnih obveznica na domaćem tržištu.

Slika 4: Krivulja prinosa domaćih obveznica



Izvor: Ministarstvo financija

Slika 5: Krivulja prinosa inozemnih obveznica



Izvor: Ministarstvo financija

3.3. Strategija upravljanja javnim dugom za razdoblje 2017-2019

Hrvatsko gospodarstvo kao glavni cilj ima ostvariti održivost javnog duga, odnosno ostvariti planiranu fiskalnu prilagodbu kojoj je cilj vratiti javni dug na održivi putanju. Stoga je Program Vlade RH za razdoblje 2017-2020 godine jačanje održivosti javnih financija kao temelja trajnog ekonomskog rasta ali i ukupne ekonomske stabilnosti, odnosno smanjivanje proračunskog manjka.

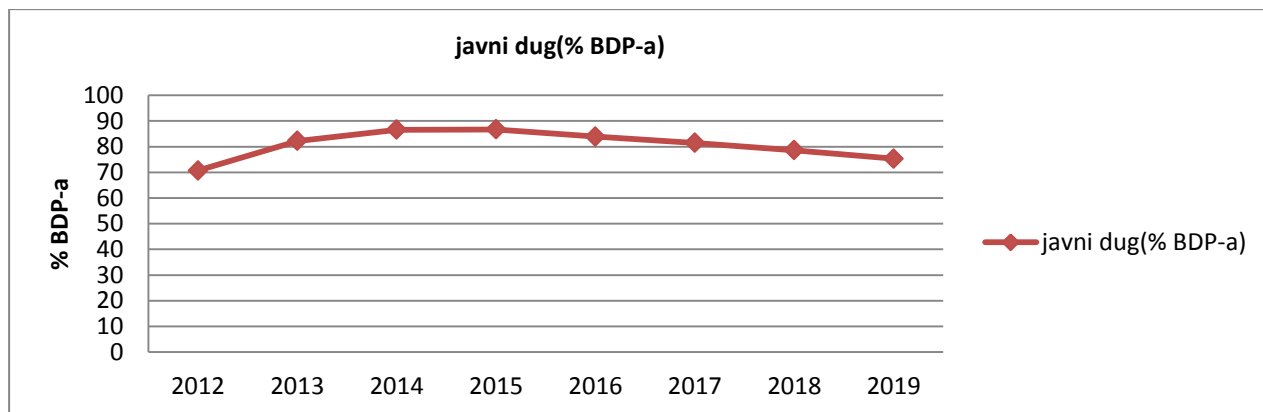
Slijedom navedenog, glavni cilj Vlade RH jest smanjivanje udjela javnog duga u BDP-u za više od 10 p.p. do kraja 2020 godine.

Pregledom postojećih financijskih projekcija državnog proračuna za razdoblje 2017-2019 te u skladu sa kretanjima prihoda i rashoda ostalih razina proračuna opće države očekuje se da će manjak opće države iznositi za 2017 godinu 1,6% BDP-a, 2018 godinu 1,0% BDP-a odnosno za 2019 godinu 0,6% BDP-a. Ovim stavkama ispunit će se pretpostavka za izlazak RH iz prekomjerne zaduženosti a uz nastavak vođenja održive i uravnotežene fiskalne politike osigurati će se povratak kreditnog rejtinga na investicijsku razinu te tako nastaviti sa smanjivanjem tereta duga.

Nadalje, kako smo i prikazali u grafikonima, provedbom fiskalne konsolidacije i smanjenjem proračuna opće države te prihodima od aktivacije državne imovine, udio javnog duga u BDP-u nastaviti će sa trendom smanjivanja pa će tako u 2017 godini biti na razini nešto više od 80%

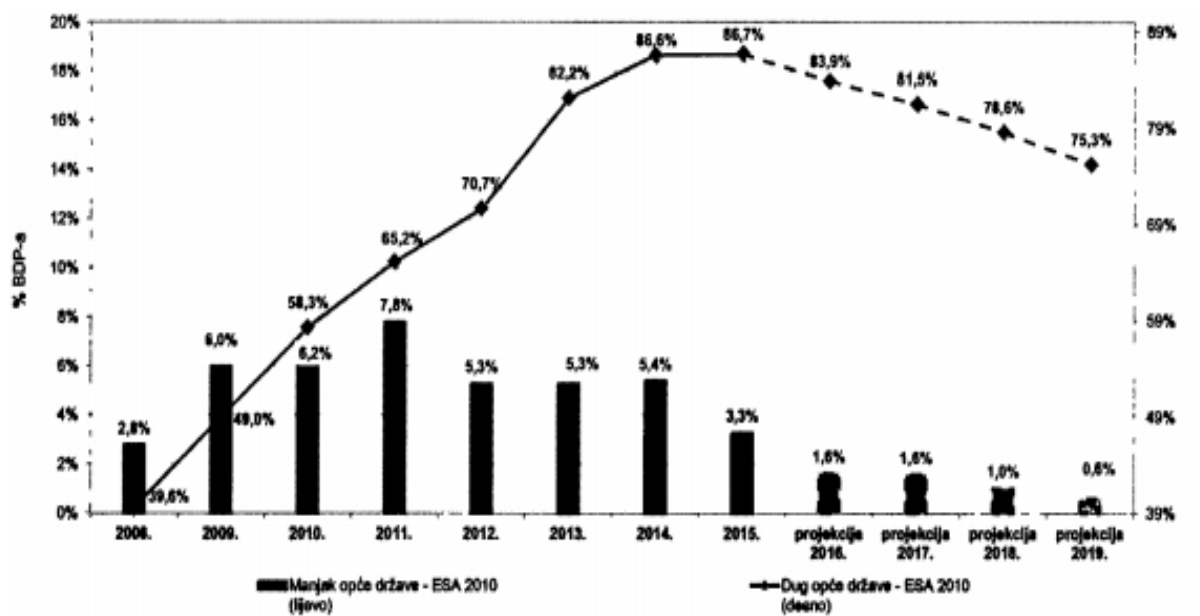
BDP-a, zatim u 2018 godini na razini od 78.6% BDP-a te u 2019 godini na razini od 75.3% BDP-a.

Grafikon 5: Kretanje javnog duga u RH za godinu 2012. – 2019.



Izvor: HNB, Ministarstvo financija

Slika 6: Kretanje javnog duga i manjka proračuna opće države



Izvor: Eurostat, Ministarstvo financija

Makroekonomske projekcije u kratkom roku sugeriraju ublažavanje rizika refinanciranja te reviziju višegodišnjeg trenda prekomjernih međugodišnjih stopa porasta udjela javnog duga u BDP-u. Stoga je kao osnovni cilj zaduživanja i upravljanja dugom osiguranje financijskih potreba državnog proračuna postizanjem minimalnog troška u kratkom i dugom roku.

Prilikom izvršavanja strategije upravljanja javnim dugom, uz osnovni cilj održivosti javnog duga i ublažavanja povezanih rizika, strategija identificira i provedbene rizike te načela njihovog ublažavanja i to s naglaskom na:

- jačanje pravnog i institucionalnog okvira upravljanja javnim dugom
- ublažavanje rizika refinanciranja i smanjenja udjela kratkoročnog duga u ukupnom javnom dugu
- ublažavanje valutnog rizika javnog duga
- ublažavanje kamatnog rizika javnog duga
- povećanje transparentnosti javnog duga i zaduživanja

3.3.1. Jačanje pravnog i institucionalnog okvira upravljanja javnim dugom

Trenutni Zakon o proračunu, glede upravljanja javnim dugom, pruža zadovoljavajuće provedbe i kontrolni okvir na razini središnjeg proračuna, izvanproračunskih korisnika i jedinica lokalne i regionalne samouprave. U narednom razdoblju stavit će se kao prioritet jačanje kontrole poslovanja javnih poduzeća koja su sukladno ESA 2010 uključene u sektor opće države.

Daljnjom analizom, Vijeće EU-a u okviru Europskog semestra predlaže da se donese novi Zakon o fiskalnoj odgovornosti.

Navedenim zakonom utvrdit će se numerička fiskalna pravila koja uključuju pravilo strukturnog salda, pravilo o rashodu te pravilo javnog duga, odnosno prema pravnim odredbama EU-a udio javnog duga biti će ograničen na referentnu vrijednost od 60% koju ne smije prijeći. Ukoliko ishod bude drugačiji, pa udio javnog duga u BDP-u prijeđe referentnu vrijednost od 60%, razlika između udjela javnog duga u BDP-u i referentne vrijednosti od 60% mora se smanjiti po prosječnoj stopi od jedne dvadesetine godišnje u naredne tri godine.

3.3.2. Ublažavanje rizika refinanciranja i smanjenja udjela kratkoročnog duga u ukupnom javnom dugu

"Postojeća razina javnog duga i utvrđena struktura godišnjih otplata glavnica generiraju potrebu znatnog refinanciranja u godišnjim iznosima i do 20% BDP-a." Postojeći povoljni uvjeti na financijskom tržištu omogućuju produženje prosječne ročnosti duga te uravnoteženje profila dospijea, uz smanjenje udjela kratkoročnog duga u ukupnom javnom dugu.

3.3.3. Ublažavanje valutnog rizika javnog duga

Prevladavajuća struktura ukupnog javnog duga RH denominirana je ili indeksirana u eurima, stoga ovaj valutni rizik nije moguće otkloniti u krćem roku. Međutim, uvjeti na domaćem tržištu kapitala omogućuju djelomićno ublažavanje s obzirom da su kunski izvori po svojem opsegu, dostupnoj ročnosti i cijeni kroz proteklih osamnaest mjeseci pružili adekvatnu alternativu valutno denominirana.

U budućnosti se predviđa daljnji rast udjela kunske komponente u ukupnom dugu kroz primarne emisije na domaćem tržištu, ali i mogućnost zamjene dijela postojećih valutnih instrumenata u kunske.

3.3.4. Ublažavanje kamatnog rizika javnog duga

Povećanje referentne tržišne kamatne stope u dugom roku predstavljalo bi znatan rizik u pogledu fiskalne održivosti odnosno generalno gledajući došlo bi do znatnog porasta javnog duga.

" U kratkom roku ova prijetnja je ublažena postojećom strukturom kamatnih stopa u kojoj na razini duga državnog proraćuna više od 86% dugoroćnih obveza ćine instrumenti s fiksnom kamatnom stopom. „Nadalje, gledajući stanje trenutnih tržišnih uvjet, u kratkom roku bi

trebali refinancirati dospjeća postojećih obveza uz nižu nominalnu kamatnu stopu u odnosu na onu koja je ugovorena.

U srednjem roku rizik se može ublažiti provedbom održive fiskalne politike odnosno unaprjeđenjem kreditnog rejtinga države.

4. Pojam i struktura Vanjskog duga

Bruto inozemni dug u bilo koje vrijeme, je nepotpлаćen iznos tekućih, nepotencijalnih obveza kojima se zahtjeva plaćanje kamata od strane dužnika u nekom momentu koji rezdinet duguju nerezidentu jedne države.⁷

4.1. Definicija i značenje vanjskog duga

Vanjska ili inozemna zaduženost neke zemlje predstavlja zaduženost svih sektora gospodarstva prema inozemstvu, a njih čine kućanstva, banke, poduzeća i država, uključujući i vanjski dio javnog duga.

Razlog vanjskog zaduživanja je neravnoteža između domaće štednje i investicija u gospodarstvu. Unutarnja neravnoteža između prethodne navedenih stavki dovodi do vanjske neravnoteže odnosno deficita platne bilance. Naime, zaduživanjem u inozemstvu radi uvoza robe i usluga zbog porasta osobne i javne državne potrošnje, stavlja se sve veći teret na otplatu vanjskog duga.

Međutim, inozemno zaduživanje nije uvijek loše ukoliko financijska sredstva plasirana na pravi način i to u svrhu financijskih investicijskih projekata koji su od velikog značenja za povećanje bruto domaćeg proizvoda (BDP-a), povećanja izvoza, povećanja zaposlenosti, ...

$$E + TR_I + TR_G + F_{51} + F_{52} + F_{53} + F_{54} = M + C^u + G^u + I_P^u + I_K^u + I_G^u$$

Prema matrici društvenog računovodstva kod koje sektor akumulacija razbijen na akumulaciju kućanstva, poduzeća, banke i države daje nam matricu financijskih tokova, gore navedena jednadžba predstavlja bilancu sektora inozemstva.

⁷ www.hnb.com

Privredne aktivnosti pojedinog sektora završavaju prihodima i rashodima svakog sektora zasebno, a nakon što se prihodi pojedinog sektora gledano kroz tekuće razdoblje umanje za rashode dobijemo štednju odnosno akumulacijom pojedinog sektora. Kao rezidualna stavka, štednja može biti pozitivna ili negativna, što znači ako je predznak pozitivan štednjom ćemo financirati investicije u domaćem gospodarstvu, odnosno ako je predznak negativan morat ćemo se zadužiti u inozemstvu da bi mogli investirati i na to ćemo plaćati određeni iznos naknade.

Akumulacija prema gore navedenoj jednadžbi, za svaki sektor posebno omogućuje nam uvid u udio inozemnog duga za svaki sektor posebno. Krenimo redom:

➤ Sektor poduzeća:

$$F_{51} = (I_P^d + I_P^u - S_P) + (F_{12} - F_{21}) + (F_{13} - F_{31}) + (F_{14} - F_{41}).$$

Neto zaduženost sektora poduzeća prema inozemstvu povećat će se onda ako su:

- Investicije poduzeća veće od njegove štednje (npr. domaće i inozemne)
- Financijski tokovi poduzeća prema kućanstvu (npr. dividende) veće od tokova kućanstva prema poduzeću (npr. kupovanje vrijednosnih papira)
- Financijski tokovi poduzeća prema državi veći (npr. kreditiranje države) od financijskih tokova države prema poduzeću (npr. subvencije)
- Financijski tokovi poduzeća prema bankarskom sektoru (npr. kupnja vrijednosnica banaka) veće od financijskih tokova banaka prema poduzeću (npr. krediti poduzećima)

➤ Sektor kućanstva:

$$F_{52} = (I_K^d + I_K^u - S_K) + (F_{21} - F_{12}) + (F_{23} - F_{32}) + (F_{24} - F_{42}).$$

Neto zaduženost sektora poduzeća prema inozemstvu povećat će se onda ako su:

- Investicije kućanstva (npr. investicija u izgradnju kuće) veće od njezine štednje
- Financijski tokovi kućanstva prema poduzeću (npr. ulaganje u kapital poduzeća) veći od tokova poduzeća prema kućanstvu (npr. potrošački kredit)
- Financijski tokovi kućanstva prema državi (npr. kupnja državnih vrijednosnica) veće nego financijski tokovi države prema kućanstvu (npr. subvencije)

- Financijski tokovi kućanstva prema bankama (npr. štednja) veći nego financijski tokovi banaka prema kućanstvu (npr. isplata kamata i renti)

➤ Javni sektor:

$$F_{53} = (I_G^d + I_G^u - S_G) + (F_{31} - F_{13}) + (F_{32} - F_{23}) + (F_{34} - F_{43}).$$

Neto zaduženost javnog sektora prema inozemstvu povećat će se onda ako su:

- doći će ako su investicije države (npr. domaće i inozemne, u infrastrukturu npr.) veće od štednje ukupne države
- financijski tokovi ukupne države prema poduzećima a (npr. ulaganja u kapital poduzeća) veći od tokova poduzeća prema državi
- financijski tokovi države prema kućanstvima (npr. subvencije) veći od financijskih tokova kućanstava prema državi npr. (kupnja državnih vrijednosnica)
- financijski tokovi države prema bankarskom sektoru (npr. ulaganja u financijske institucije u obliku depozita) veći od financijskih tokova banaka prema državi (npr. domaće financiranje države kod bankarskog sektora).

➤ Sektor banke

$$F_{54} = (F_{41} - F_{14}) + (F_{42} - F_{24}) + (F_{34} - F_{43}).$$

Neto zaduženost bankarsko sektora prema inozemstvu povećat će se onda ako se:

- Financijski tokovi sektora banke s ostalim sektorima negativni, odnosno ako su financijski tokovi banke prema poduzećima veći od financijskih tokova poduzeća prema bankama
- Financijski tokovi banaka prema kućanstvima(npr. Potrošački kredit kućanstva) veći od financijskih tokova kućanstva prema bankama (npr. Ulaganje u banke u obliku depozita)
- Financijski tokovi banaka prema državi (npr. Domaće financiranje države kod bankarskog sektora) veći od financijskih tokova države prema bankama (npr. ulaganje u financijske institucija u obliku štednje)

Zbroj povećanja svakog sektora, dakle, predstavlja ukupno povećanje neto zaduženosti domaćeg gospodarstva prema inozemstvu u tekućoj godini. Naravno, neki sektori mogu biti suficitarni prema inozemstvu dok neki mogu biti deficitarni, no suma neto zaduženja daje uvijek ukupno neto zaduženje gospodarstva u od određenom vremenu prema inozemstvu.

4.2. Pokazatelj zaduženosti

Pokazatelji zaduženosti dijele se na pokazatelje stanja i pokazatelje tijeka.

4.2.1. Stanje

Pokazatelj stanja duga dijeli se na neke od priloženih stavki danih u tablici koje cemo u daljnjem dijelu teksta teoretski razraditi te ih obrazložiti na prijmeru kada je 1980. godine svijet zahvatila velika kriza.

Tablica 3: Pokazatelji stanja duga

POKAZATELJI STANJA SU:
1. Odnos ukupnog duga i domaćeg proizvoda D/Y
2. Odnos ukupnog duga i izvoza robe i usluga D/E
3. Odnos međunarodnih rezervi i ukupnog duga RI/D
4. Odnos kratkoročnog duga i ukupnog duga kD/D
5. Odnos subvencioniranog (koncesionalnog) duga i ukupnog duga cD/D
6. Odnos multilateralnog duga prema ukupnom dugu mD/D .

Izvor: BABIĆ, Ante. VANJSKA ZADUŽENOST I POKAZATELJI ZADUŽENOSTI REPUBLIKE HRVATSKE 1994-96. Privredna kretanja i ekonomska politika, 1997, 7.61: 65-99.

1) Odnos ukupnog duga i domaćeg proizvoda:

Omjer duga i domaćeg proizvoda (TD/Y) govori o opterećenju nagomilanih obveza, odnosno dugu, tijekom prethodnog razdoblja za ekonomsku aktivnost koja se dogodila u tekućoj

godini koja se mjeri domaćim proizvodom. Odnos D/Y koji je veći od 30% ukazuje na veliki rizik insolventnosti. Kao što smo naveli na početku poglavlja pojasniti ćemo taj primjer na krizi iz 1980. godine. Naime početkom 1980. godine, nastupom velike svjetske krize, ovaj omjer jer kod grupe najzaduženijih zemalja prešao 30% i rastao i do nešto manje od 80%, drugim riječima ukupne obveze za navedeno razdoblje, odnosno dug, opterećivao je s oko 30% i više aktivnosti domaće privrede tih zemalja u jednoj godini. Što se sve više bližimo kraju razdoblja tako je i opterećenost opadala.

2) Odnos duga i izvoza

Omjer ukupnog duga i izvoza robe i usluga (TD/E) pokazuje nam koliko opterećenje predstavljaju nagomilane obveze za prethodno razdoblje za ekonomske tijekove s inozemstvom u tekućoj godini mjerene izvozom robe i usluge, koji ujedno predstavlja glavni izvor financiranja inozemnih sredstava za otplatu dugova. Drugim riječima, ako je pozitivan saldo roba i usluga vanjske trgovine (izvoz roba i usluga > uvoza roba i usluga) za tekuće razdoblje, njime se omogućuje financiranje otplate dijela duga za to razdoblje.

1980, kada je počela velika kriza, kod grupe zemalja s problemom otplate duga ovaj pokazatelj iznosio je 200% dok je kroz se kroz sredinu razdoblja poduplao. To je značilo da je opterećenost dugom kod ovih zemalja bila dva puta ako ne i tri puta veća od deviznog priljeva po osnovi izvoza robe i usluga u jednoj godini.

3) Odnos međunarodnih rezervi i ukupnog duga:

Omjer međunarodnih rezervi i ukupnog duga (RI/TD) tumači se na dva načina:

- 1) kolika je pokrivenost duga međunarodnim rezervama
- 2) kolika je neto zaduženost neke zemlje

Prva stavka, pokrivenost duga međunarodnim rezervama, govori o visini solventnosti i ocijeni boniteta zemlje prema inozemstvu. Naime, ako dužnik ne podmiruje svoje obveze one se dalje prebacuju na državu koja na kraju te obveze financira iz međunarodnih rezervi, razlog zbog kojeg zemlja ispunjava svoje 'obveze' je taj da se dodatno ne pogorša solventnost i bonitet zemlje prema inozemstvu koja može voditi do isključenja iz međunarodnog tržišta kapitala itd. , u suprotnom.

Druga stavka, nešto zaduženost, stavka je koja se dobije kada se od ukupnog duga oduzmu međunarodne rezerve. 1980. godine, nastupom velike svjetske krize, ovaj odnos je kod grupe najzaduženijih zemalja iznosio 20%, da bi potom padao na 10% te se spuštao sve do 7,9%, drugim riječima međunarodne rezerve su pokrivale prvo 20% ukupnog duga, a potom su padale na 10% odnosno 7,9%.

4) Odnos kratkoročnog duga i ukupnog duga:

Omjer kratkoročnog i dugoročnog duga (KD/TD) ukazuje na udio kratkoročnog duga u ukupnom. Ovaj je omjer važna zbog toga što daje jasnu sliku o tome kako izgleda kratkoročna pozicija zemlje prema inozemstvu. Kako u kratkoročni dug spadaju kratkoročni zajmovi, a u kratkoročne zajmove spadaju privatni kratkoročni zajmovi koji su vrlo osjetljivi i promjenjiviji te se ne mogu lako kontrolirati jasno je da vlada kao ekonomski nositelj politike želi znati koliki je udio tako nesigurnog kapitala. 1980-tih ovaj omjer kod grupe najzaduženijih zemalja iznosio je 27%, da bi potom pao na 10% 1986. i 1987. godine, a potom opet malo rastao do 14% krajem razdoblja.

5) Odnos subvencioniranog (koncesionalnog) duga i ukupnog duga:

Omjer subvencioniranog i ukupnog duga (CD/TD) ukazivao je na bonitet zemlje kod koncesionalnih vjerovnika. Taj omjer kod grupe najzaduženijih zemalja za vrijeme velike krize iznosio oko 11% da bi potom pomalo rastao na 13%.

6) Odnos multilateralnog duga prema ukupnom dugu:

Odnos multilateralnog duga i ukupnog (MD/TD) prikazuje bonitet zemlje kod multilateralnih vjerovnika. Taj je odnos 1980-tih kod najzaduženijih zemalja iznosio oko 6% da bi potom porastao do 13% uslijed multilateralnih zajmova radi rješavanja problema prezaduženosti i problema u bilanci plaćanja

4.2.2. Tijek:

Pokazatelj tijeka dijeli se na neke od priloženih stavki danih u tablici koje ćemo u daljnjem dijelu teksta teoretski razraditi te ih obrazložiti na primjeru kada je 1980. godine svijet zahvatila velika kriza.

Tablica 3: Pokazatelj tijeka duga

POKAZATELJI TIJEKA SU:
1. odnos otplate duga prema izvozu robe i usluga DS/E
2. odnos godišnje obveze po kamatama i izvoza robe i usluga INT/E
3. odnos otplate glavnice prema iskorištenim zajmovima GLVISK
4. odnos neto transfera financijskih sredstava i uvoza roba i usluga NFT/U
5. odnos neto transfera financijskih sredstava iz inozemstva i domaćeg proizvoda NFT/Y
6. odnos iskorištenih zajmova prema uvozu robe i usluga ISK/U
7. odnos godišnje obveze po kamatama i domaćeg proizvoda INT/Y

Izvor: BABIĆ, Ante. VANJSKA ZADUŽENOST I POKAZATELJI ZADUŽENOSTI REPUBLIKE HRVATSKE 1994-96. Privredna kretanja i ekonomska politika, 1997, 7.61: 65-99.

1) Debt service ratio

Odnos otplate duga prema izvozu robe i usluga odnosno debt service ratio (TDS/E) prikazuje godišnje opterećenje otplate duga na izvoz roba i usluga, kojim se uglavnom opskrbljuju devize za otplatu duga. Jednostavno rečeno, debt service ratio, prikazuje koliki dio uprihođenog novca od izvoza robe i usluga treba odvojiti za otplatu stvarnog duga. Na temelju zemalja koje su imale problem s otplatom duga, donijela se granica prihvatljivosti omjera otplate duga i tekućih prihoda a ona iznosi 10%, dok svaki omjer koji veći od 20% govorio o tome da je zemlja u opasnosti od problema s inozemnom likvidnošću. Početkom

velike dužničke krize 1980. godine omjer TDS/E je kod grupe najzaduženijih zemalja iznosio 30%-40% što je značilo da su te zemlje morale odvojiti isti toliki postotak od uprihođenih financijskih sredstava za otplatu vanjskog duga. Krajem 1980. Ovaj omjer pao je na 28%.

2) Odnos kamata i izvoza

Omjer godišnje obveze po kamatama i izvoza rada i usluga (NT/E) pokazuje koliki udio uprihođenih financijskih sredstva treba izdvojiti za plaćanje kamata na dug. Prikažimo to ponovno na primjeru velike dužničke krize 1980. godine kada su na početku razdoblja najzaduženije zemlje za trebale odvajati preko petine deviznog priljeva ostvarenog od Izvoza roba i usluga u jednoj godini, točnije iznos koji su najzaduženije zemlje trebale izdvajati iznosio je u početku oko 15% te rastao sve do 26%. Pri kraju krize ali i samo razdoblja najzaduženije zemlje trebale su odvajati oko 16% priljeva deviza od izvoza robe i usluga za otplatu kamata na dug.

3) Odnos glavnice i korištenja

Odnos otplate glavnice prema korištenjima (GL/ISK) prikazuje koliki je omjer otplate glavnice duga u prethodnom razdoblju prema korištenjima novih zajmova u godinu dana, odnosno 'šturo' rečeno ovaj omjer prikazuje u kolikoj mjeri je vanjski dug obnovljen. Početkom 80.-ih, rastom velike dužničke krize, ovaj odnos kod najzaduženijih zemalja iznosio je oko 40% da bi do kraja 1980 godine rasta sve do 80%. Iz navedenog možemo zaključiti da udio otplate glavnice u iskoristivim kreditima kod najzaduženijih zemalja iznosio 40%, odnosno 60% zajmova se obnavljalo.

4) Odnos neto financijskih trans/era i uvoza

Omjer (NFT/U) prikazuje raspoloživost neto posuđena sredstva iz inozemstva da bi se financirao uvoz te se na taj način prikazuje porast sposobnosti uvoza, drugim riječima ovim omjerom se prikazuje koliki se dio neto posuđenih financijskih sredstava koristi za financiranje uvoza umjesto za financiranje domaćih investicija. Referirajući se ponovno na krizu iz 1980. godine, ovaj je omjer kod najzaduženijih zemalja iznosio je između 16%-17% da bi na kraju razdoblja pao na svega 3%.

5) Odnos neto financijskih transfera i domaćeg proizvoda

Omjer NFT/Y , odnosno omjer neto financijskih transfera i domaćeg proizvoda, ukazuje na udio primarnih financijskih sredstava u ukupnoj aktivnosti domaćeg gospodarstva. Razlika obveza prema novouzetih zajmova i postojećih te domaćeg proizvoda Y ukazuju na doprinos vanjskog duga gospodarskom razvoju i rastu gospodarstva zemlje dužnika. Kod najzaduženijih zemalja ovaj omjer je početkom razdoblja iznosio 4% da bi pri kraju razdoblja pao na svega 1%.

6) Odnos korištenja i uvoza

Odnos korištenja zajmova u tekućoj godini prema uvozu prikazuje udio izravnog financiranja vanjskog duga zajmovima, odnosno ovaj odnos nam govori o ovisnosti zemlje o vanjskom financiranju uvoza zajmovima. Kod grupe Najzaduženijih zemalja iznosio 28%, odnosno čak 29%, da bi se potom smanjivao do 13% krajem 1980-tih.

7) Odnos kamata i domaćeg proizvoda

Odnos godišnjih obveza po kamatama i domaćeg proizvoda govori koliko od ukupne ekonomske aktivnosti treba odvojiti da se isplati kamata. Povećanje izdataka za kamate u odnosu na domaći proizvod dovodi u pitanje otplatu obveze po kamatama iz gospodarske aktivnosti.

8) Prosječni uvjeti novih zaduživanja

Prosječni uvjet novih zaduživanja pokazuje bonitet prema novim zaduživanjima, a ta zaduživanja izražena su u troškovima zajma, uglavnom u visini prosječnih kamata na novouzete zajmove.

5. Struktura vanjskog duga RH

Prema metodologiji HNB-a, koja je usklađena sa standardom izvješćivanja o inozemnoj zaduženosti od strane Svjetske banke i MMF-a, inozemni dug obuhvaća sve obveze rezidenata na osnovi: dužničkih vrijednosnih papira izdanih na inozemnom tržištima (po nominalnoj vrijednosti), kredita (uključujući repo ugovore) neovisno o ugovorenom dospijeću, depozita primljenih od stranih osoba te trgovinskih kredita primljenih od stranih osoba s ugovorenim dospijećem dužim od 180 dana, a od 2005. godine obuhvaća i obveze rezidenata na osnovi ulaganja nerezidenata u dužničke vrijednosne papire izdane na domaćem tržištu.

5.1. Kratak pregled nastanka vanjskog duga RH

Kroz ovo poglavlje kratko ćemo se osvrnuti na nastanak inozemnog duga RH odnosno na trendove koji su obilježili snažna rast inozemnog duga u proteklih desetak godina, pri čemu prve trendove inozemnog zaduživanja možemo 'zahvaliti' bivšoj SFRJ.

Naime, kada se raspala bivša država, ostao je otvoren problem glede otplate inozemnih obveza koji su nastali u bivšoj federaciji.

Problem otplate inozemnog duga bio je složen jer je dug obuhvaćao dio obveza koji su se na osnovu dokumenata mogli pripisati pojedinoj isljednici ali je isti tako prihvaćao i obveze za koje se nije znao krajnji izvršitelj odnosno korisnik duga. Stoga su inozemni kreditori, u strahu od mogućeg nepodmirenja duga kojeg je napravila bivša SFRJ, zabranili izdavanje kredita za sve zemlje sudionice pa tako i Hrvatskoj.

Ovo je predstavljalo značajne probleme RH s obzirom da se nalazila u tijeku najtežih ratnih godina, a nije imala pristup inozemnom tržištu kapitala.

1995 godine, položaj RH se na međunarodnoj monetarnoj sceni počinje mijenjati. Na prijedlog MMF-a, RH je sa zemljama članicama Pariškog kluba potpisala Usklađeni zapisnik o restrukturiranju duga. Na osnovu ovog zakona RH je preuzela inozemne obveze za koje su

jamčile pravne osobe s područja RH tzv. alocirani dug ali i obveze za koje je jamčila bivša SFRJ a nisu se mogle prepisati niti jednoj državi sljedbenici tzv. nelocirani dug.

Nakon toga bilateralnim sporazumom RH je reprogramirala 0,9 milijardi USD inozemnih obveza, koje će se otplaćivat kroz četrnestogodišnje razdoblje s dvije godine počeka.

Nakon Pariškog kluba, RH sklapa ugovor s članicama Londonskog kluba o visini preuzetog duga od 1,5 milijardi USD. Nakon sklapanja ugovora s Pariškim klubom odnosno bankom članica Londonskog klupa, RH počinje sa stvaranjem odnosa sa dosadašnjim inozemnim kreditorima odnosno počinje stvarati osnove za pristup međunarodnom tržištu kapitala.

Budući da su štednja i drugi izvori financiranja poput direktnih stranih ulaganja trenutno bila nedostupna zbog ratnih okolnosti kao nužnost nametnulo se inozemno zaduživanje pa je vlada već u listopadu '96 potpisala svoj prvi ugovor o indiciranom kreditu.

Tablica 1. Inozemni dug RH prema domaćim sektorima od 1998. do 2001. godine, u mil. EUR i %, stanja na kraju razdoblja

	1998.	(%)	1999.	(%)	2000.	(%)	2001.	(%)
1. Država	3.340	36,4	4.026	39,9	5.277	43,6	5.942	44,2
Kratkoročni dug	44	0,5	78	0,8	389	3,2	0	0,0
U čemu: Krediti	43	0,5	75	0,7	388	3,2	0	0,0
Dugoročni dug	3.297	35,9	3.949	39,1	4.888	40,4	5.942	44,2
U čemu: Obveznice	1.983	21,6	2.564	25,4	3.443	28,4	4.268	31,7
Krediti	1.312	14,3	1.384	13,7	1.445	11,9	1.673	12,4
2. Središnja banka (HNB)	244	2,7	218	2,2	215	1,8	215	1,6
Kratkoročni dug	0	0,0	21	0,2	44	0,4	75	0,6
U čemu: Krediti	0	0,0	21	0,2	44	0,4	75	0,6
Dugoročni dug	244	2,7	197	2,0	172	1,4	140	1,0
U čemu: Krediti	243	2,7	196	1,9	171	1,4	139	1,0
3. Banke	2.195	23,9	2.135	21,1	2.196	18,1	2.547	18,9
Kratkoročni dug	26	0,3	28	0,3	23	0,2	18	0,1
U čemu: Krediti	12	0,1	14	0,1	8	0,1	3	0,0
Dugoročni dug	2.169	23,6	2.107	20,9	2.173	17,9	2.529	18,8
U čemu: Krediti	1.644	17,9	1.572	15,6	1.708	14,1	1.811	13,5
Gotovina i depoziti	525	5,7	536	5,3	465	3,8	718	5,3
4. Ostali domaći sektori	3.154	34,4	3.361	33,3	3.709	30,6	3.662	27,2
Kratkoročni dug	440	4,8	499	4,9	426	3,5	435	3,2
U čemu: Instrumenti tržišta novca	7	0,1	17	0,2	10	0,1	31	0,2
Krediti	208	2,3	130	1,3	46	0,4	54	0,4
Kašnjenja otplate glavnice	134	1,5	275	2,7	310	2,6	293	2,2
Dugoročni dug	2.714	29,6	2.862	28,3	3.283	27,1	3.227	24,0
U čemu: Obveznice	0	0,0	31	0,3	31	0,3	31	0,2
Krediti	2.409	26,3	2.563	25,4	3.004	24,8	2.969	22,1
Trgovinski krediti	304	3,3	268	2,7	248	2,1	227	1,7
5. Izravna ulaganja	240	2,6	360	3,6	713	5,9	1.091	8,1
Kratkoročni dug	11	0,1	19	0,2	82	0,7	49	0,4
U čemu: Krediti	9	0,1	12	0,1	23	0,2	4	0,0
Kašnjenja otplate glavnice	3	0,0	5	0,0	15	0,1	42	0,3
Dugoročni dug	228	2,5	341	3,4	631	5,2	1.042	7,7
U čemu: Krediti	223	2,4	334	3,3	603	5,0	1.021	7,6
Trgovinski krediti	6	0,1	7	0,1	28	0,2	21	0,2
Ukupani inozemni dug (1+2+3+4+5)	9.173	100,0	10.101	100,0	12.109	100,0	13.458	100,0

Izvor: HNB

Analiziranjem strukture vanjskog duga prema danom razdoblju, možemo zaključiti da je u prvim godinama od kako je otvorila 'vrata' međunarodnom tržištu kapitala u RH najznačajnije rastao vanjski dug, a razlog tome su uglavnom bila financiranja restrukturiranju gospodarstva odnosno financiranje poslijeratne obnove.

Dug prema bankama i poduzećima sporije je rastao. U prvim mjesecima od otvaranja pristupa međunarodnom tržištu kapitala pa do kraja 2001. godine, vanjski dug RH financiran je

posudbama od strane domaćeg javnog sektora odnosno posudbom od strane privatnog sektora za kojeg jamči država. Istodobno, privatni kreditori odobravaju relativno malo zajmova koji nisu osiguranim jamstvima javnog sektora.

Tablica 2. Inozemni dug RH prema inozemnim kreditorima od 1998. do 2001. godine, u mil. EUR i %, stanja na kraju razdoblja

	1998.	(%)	1999.	(%)	2000.	(%)	2001.	(%)
1. Portfolio ulaganja	1.990	21,7	2.612	25,9	3.485	28,8	4.330	32,2
U tome: Dugoročni dug (Obveznice)	1.983	21,6	2.595	25,7	3.474	28,7	4.299	31,9
2. Gotovina i depoziti	526	5,7	536	5,3	466	3,8	720	5,3
3. Javni sektori	2.394	26,1	2.155	21,3	2.440	20,1	2.554	19,0
3.1. Međunarodne financijske institucije	1.202	13,1	1.045	10,3	1.222	10,1	1.335	9,9
Kratkoročni dug	0	0,0	1	0,0	5	0,0	6	0,0
Dugoročni dug	1.201	13,1	1.044	10,3	1.216	10,0	1.329	9,9
a) MMF	243	2,7	196	1,9	171	1,4	139	1,0
b) IBRD	362	3,9	397	3,9	452	3,7	536	4,0
c) IFC	27	0,3	36	0,4	75	0,6	96	0,7
d) EBRD	241	2,6	220	2,2	318	2,6	361	2,7
e) EUROFIMA	68	0,7	79	0,8	93	0,8	96	0,7
f) EIB	259	2,8	100	1,0	82	0,7	61	0,5
g) CEB	2	0,0	15	0,2	26	0,2	41	0,3
h) BIS	0	0,0	0	0,0	0	0,0	0	0,0
3.2. Vlade i vladine agencije	1.193	13,0	1.109	11,0	1.218	10,1	1.220	9,1
Kratkoročni dug	27	0,3	30	0,3	29	0,2	31	0,2
Dugoročni dug	1.165	12,7	1.080	10,7	1.188	9,8	1.189	8,8
U tome: Pariški klub	869	9,5	772	7,6	740	6,1	707	5,3
4. Privatni kreditori	4.263	46,5	4.798	47,5	5.719	47,2	5.854	43,5
4.1. Banke	3.254	35,5	3.705	36,7	4.339	35,8	4.501	33,4
Kratkoročni dug	286	3,1	349	3,5	655	5,4	286	2,1
Dugoročni dug	2.968	32,4	3.355	33,2	3.684	30,4	4.214	31,3
4.2. Ostali sektori	1.009	11,0	1.093	10,8	1.380	11,4	1.353	10,1
Kratkoročni dug	201	2,2	248	2,5	263	2,2	224	1,7
Dugoročni dug	808	8,8	845	8,4	1.117	9,2	1.129	8,4
Ukupan inozemni dug (1+2+3+4)	9.173	100,0	10.101	100,0	12.109	100,0	13.458	100,0

Izvor: HNB

Od 2002. Godine počinje novo razdoblje za RH, ali i šire, koje donosi ključne promjene. Tijekom razdoblja od 1999 do 2000. Godine bankarski sustav gotovo je u cijelosti privatiziran te je više od 90% aktive poslovnih banaka prešlo u inozemne ulagače. U RH se na ulazak inozemnog kapitala gledalo s naklonošću jer se smatralo da može znatno doprinijeti konsolidaciji financijskog sustava, pri čemu se prihodi od privatizacije banaka velikim dijelom bili upućeni u financiranje državnog proračuna.

U razdoblju od druge polovice 2001. godine u domaći bankarski sustav ulaze velike količine devizne domaće štednje, koju se do tada držalo izvan bankarskog sustava da bi se mogla bez naknade provesti konverzija u euro. Nadalje, tijekom 2002. godine banke se počinju značajno zaduživati kod svojih matičnih banaka u inozemstvu, a kako bi maksimalnu dobit istodobno snažno promiču svoje financijske proizvode na domaće tržište. Zakon koji je donesen 2003. godine gdje je izvršena gotovo potpuna liberalizacija tokova dugoročnog kapitala, odnosno kratkoročnog kapitala rezultirala je padom kamatnih stopa i stopa prinosa na kapital i državne obveznice, što je dodatno povećalo privlačnost hrvatskog tržišta za strane ulagače i plasmane stranih banaka.

Svi dosadašnji efekti rezultirali su porastom duga banaka za 4,8 milijardi EUR-a, što je rezultiralo samo još većim zaduživanjem za financijska sredstva iz inozemstva koja su potom plasirana sektoru stanovništva.

5.2. Stanje vanjske zaduženosti RH

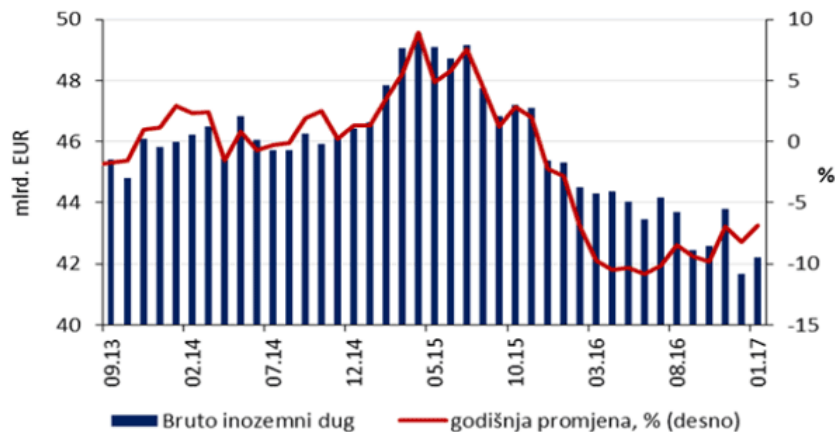
Uzroci visoke vanjske zaduženosti Republike Hrvatske rezultat su endogenih (unutrašnjih) i egzogenih (vanjskih) faktora zaduženosti. Unutrašnji, odnosno endogeni faktori zaduženosti nastaju kada se vodi neefikasna makroekonomska politika zemlje, dok su vanjski, egzogeni faktori zaduženosti rezultat vezan uz promjene uvjeta zaduživanja na svjetskim financijskim tržištima.

Endogeni faktori koji su imali najveći utjecaja na prekomjernu zaduženost RH su prekomjerno razina potrošnje (u najvećoj mjeri sektora stanovništva i nefinancijskih institucija), prekomjeran uvoz roba i usluga, zastarjeli tehnološki procesi, isključenost RH iz Paneuropskog sustava kumulacije podrijetla robe, te zbog nerealne razvojne politike zemlje koja se ogleda u višku investicija nad štednjom što dovodi do potrebe za inozemnim financiranjem, odnosno zaduživanjem u inozemnim zemljama.

Pored endogenih, egzogeni faktori koji su imali najveći utjecaj na visoku vanjsku zaduženost u RH su razlika u referentnim kamatnim stopama na zaduživanje u zemlji i inozemstvu, precijenjenost realnog efektivnog tečaja kune te utjecaj inozemne konkurencije na glavnim izvoznim tržištima.

Slika 8: Bruto inozemni dug RH

Bruto inozemni dug (ESA 2010)



Izvor: Reiffeisen banka

Na temelju istraživanja kojeg je provela Reiffeisen banka, prema podacima HNB-a inozemni dug RH na kraju prvog tromjesečja 2017 godine iznosio je 43,8 milijarde eura.

Temeljem ovog, vidimo da je inozemni dug u odnosu na lanjsku godinu porastao za 2,1 milijardu eura što je posljedica rasta obveza središnje banke na stavkama kratkoročnog kredita, rasta obveza opće države na stavkama dugoročnih vrijednosnih papira i kredita, obveza drugih monetarnih institucija na stavkama gotovane i depozita odnosno dužničkih obveza prema nerezidentnim izravnim ulaganjima.

Nadalje, bruto inozemni dug ostalih domaćih sektora koji čine oko 35% ukupnog bruto inozemnog duga iznosio je oko 15 milijardi eura. Iako je na razini mjeseca rastao, navedeni iznos duga u odnosu na lanjsku godinu manji je za 5,2 milijarde eura.

Razduživanje prema inozemnim vjerovnicima započeo je početkom 2016 godine, a pad na godišnjoj razini bilježimo od ožujka 2016 godine, i to u iznosu od 550 milijuna eura. Isti trend prati i početak 2017 godine.

Najveći pad na godišnjoj razini bilježe banke, kako je i očekivano, i to na razini od 20,5%. Ovakav pad bilježi se već dulji niz mjeseci. Banke su se razduživale zbog jeftinijih domaćih depozita, visoku likvidnost odnosno relativno male potražnje za kreditima. Istraživanjem se došlo do pretpostavke da je razduživanje banaka došlo kraju stoga bi se razina njihove inozemne zaduženosti trebala zadržati na trenutnoj razini.

6. Zaključak

Javna i vanjska zaduženost predstavljaju jedan od važnih makroekonomskih faktora, stoga kao bitni makroekonomski pojmovi dobivaju na sve većoj važnosti kao predmet istraživanja koji utječu na gospodarsku krizu.

Raspadom bivše države, Hrvatska je naslijedila dio financijskih obveza prema vanjskim vjerovnicima što je nesumnjivo dovelo do sve većeg 'produljenja' duga. Međutim, osim obveza koje je naslijedila od bivše države, Hrvatskoj spoj poslijeratnog stanja i tranzicije zadaje dodatni udarac na destabilizaciju gospodarstva i ponovno povećanje zaduženosti.

Za vrijeme velike ekonomske krize, rast javnog duga nije obilježen samo kod RH već i u mnogim drugim državama. Međutim daljnje djelovanje krize samo je još više zakompliciralo ionako loše gospodarsko stanje RH, pa se javni dug samo povećavao.

Veliki problem, konkretno vanjskog duga, vidi se u valutnoj strukturi gdje prevladavaju devize točnije euri. Pozitivan ishod u ovom slučaju bio bi uvođenje eura kao glavne valute koji bi barem malo trebao stabilizirati gospodarstvo.

Pored loše valutne strukture, Hrvatsku prati i loš kreditni rejting što znači da je RH u nemogućnosti podizanja novih kredita za financiranje vanjskog duga, ali i zaobilazanje investitora na ovom području.

Stoga možemo zaključiti da nas je neefikasna makroekonomska politika, ali i loša politika vlade kojoj je osnovni cilj stabilizacija javnog ali i vanjskog duga dovela do sve veće zaduženosti i gurnula nas u sve veću ekonomsku krizu.

Međutim, ako uračunamo malene pomake smanjivanja vanjskog i javnog duga možemo reći da postoje neke tendencije da će doći do oporavka gospodarstva, odnosno da će se povećati proizvodnja a samim time i izvoz koji bi jedini mogli RH izvući iz propasti.

Literatura

1. Analiza inozemne zaduženosti Republike Hrvatske, Hrvatska Narodna Banka, 11. travnja 2006, Zagreb
2. Andabak Badurina Ana, Bajo Anto, Pirmorac Marko : Osnove upravljanja javnim dugo , godina izdanja 2011.
3. BABIĆ, Ante. VANJSKA ZADUŽENOST I POKAZATELJI ZADUŽENOSTI REPUBLIKE HRVATSKE 1994-96. Privredna kretanja i ekonomska politika, 1997, 7.61: 65-99.
4. DZS, Raiffeisen istraživanje, 05.07.2017. godina
5. JOŠIĆ, Hrvoje; ANDRIJEVIĆ-MATOVAC, Vesna. Održivost vanjskog duga Republike Hrvatske. Zbornik Ekonomskog fakulteta u Zagrebu, 2010, 8.1: 193-209.
6. STRATEGIJA UPRAVLJANJA JAVNIM DUGOM ZA RAZDOBLJE 2017. - 2019., Ministarstvo financija, 25.01.2017
7. Zoran Bubaš, Institut za javne financije, Zagreb; Javni dug u Republici Hrvatskoj
8. www.hnb.com

Sažetak:

Rad se sastoji od šest cjelina te prikazuje analizu javnog i vanjskog duga RH.

U prvom dijelu rada objašnjava se sama bit i njezini glavni ciljevi, odnosno sastoji se od razrade problema istraživanja. Drugi dio rada pojmovno pojašnjava što je javni dug, njegovu strukturu i klasifikaciju, koju smo u trećem poglavlju proanalizirali na primjeru RH.

Četvrto poglavlje, slično kao i treće, daje pojmovnu definiciju vanjskog duga, njegove karakteristike te ih u petom poglavlju analiziramo kroz primjer RH. Na kraju samog rada donesen je zaključak, odnosno kratak osvrt na cijeli rad, te popis literature odnosno izvora na temelju kojeg smo izvršili istraživanje.

Ključne riječi:

Summary:

This paper is consist of six units shows the analysis of the public and external debt of the Republic of Croatia. The first part of the paper explains the essence and it's main goals, and it also consists of elaborating the problem of research.

The second part of the work explains the public debt, its stratification and classification, which we have analyzed in the third chapter on the example of the Republic of Croatia.

The fourth chapter, similar to the third, gives the conceptual definition of the external debt, its characteristics and its analysis trough the example of the Republic of Croatia that we have defined in the fifth chapter.

At the end of the work, we made a conclusion, which is a brief overview of the whole work, and a than we put list of the literature and source on which we conducted the research.

Ključne riječi:

javni dug, vanjski dug, struktura duga

