

# Zaduženost i gospodarski rast u u Hrvatskoj

---

Rušec, Ines

Master's thesis / Diplomski rad

2018

Degree Grantor / Ustanova koja je dodijelila akademski / stručni stupanj: **University North / Sveučilište Sjever**

Permanent link / Trajna poveznica: <https://um.nsk.hr/um:nbn:hr:122:758483>

Rights / Prava: [In copyright](#)/[Zaštićeno autorskim pravom.](#)

Download date / Datum preuzimanja: **2024-07-11**

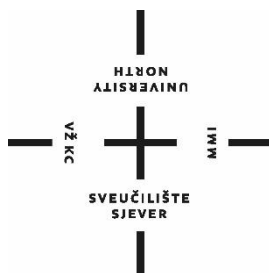


Repository / Repozitorij:

[University North Digital Repository](#)



**SVEUČILIŠTE SJEVER  
SVEUČILIŠNI CENTAR VARAŽDIN**



DIPLOMSKI RAD br. 234/PE/2018

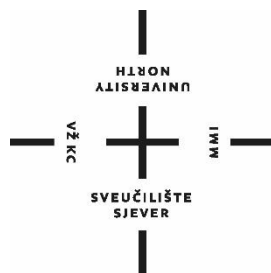
**ZADUŽENOST I GOSPODARSKI RAST U  
HRVATSKOJ**

Ines Rušec

Varaždin, ožujak 2018.

**SVEUČILIŠTE SJEVER**  
**SVEUČILIŠNI CENTAR VARAŽDIN**

Studij: Poslovna ekonomija



DIPLOMSKI RAD br. 234/PE/2018

**ZADUŽENOST I GOSPODARSKI RAST U  
HRVATSKOJ**

Student:

Ines Rušec 0393/336D

Mentor:

doc.dr.sc. Damira Đukec

Varaždin, ožujak 2018.

# Prijava diplomskog rada

studentata iv. semestra diplomskog studija  
Poslovna ekonomija

IME I PREZIME STUDENTA	Ines Rušec	MATIČNI BROJ	0393/336D
NASLOV RADA	Zaduženost i gospodarski rast u Hrvatskoj		
NASLOV RADA NA ENGL. JEZIKU	Indebtedness and economic growth in Croatia		
KOLEGIJ	Ekonomski rast i makroekonomsko modeliranje		
MENTOR	doc.dr.sc. Damira Đukec		
ČLANOVI POVJERENSTVA	1. izv. prof. dr. sc. Ante Rončević 2. doc. dr. sc. Dinko Primorac 3. doc. dr. sc. Damira Đukec 4. izv. prof. dr. sc. Anica Hunjet		

## Zadatak diplomskog rada

BROJ	234/PE/2018
OPIS	

U ovom diplomskom radu će se prikazati korelacija između javnog duga i gospodarskog rasta. Javni dug Republike Hrvatske je do 2016. godine bio u stalnom porastu, a razlog tome je rastući deficit, odnosno iskazani veći državni rashodi od državnih prihoda te se država morala financirati zaduživanjem. Javni dug se razlikuje ovisno o tome da li se država zadužuje kod domaćih vjerovnika, tako zvani unutarnji dug ili na inozemnom tržištu te tada govorimo o vanjskom dugu. Ukupni javni dug uključuje vanjski dug i domaći dug. Država se najčešće prilikom zaduživanja koristi izdavanjem državnih obveznica, kao instrument za dobivanje likvidnih sredstava. Veličina javnog duga važan je čimbenik dinamike i strukture gospodarskog rasta svake zemlje. Što se država više zadužuje i što je javni dug veći, to se gospodarstvo zemlje usporava jer se prihodi dobiveni iz privrede koriste za financiranje cijene javnog duga te se sve manje ulaže u razvitak i unapređenje gospodarstva. Cilj diplomskog rada je prikazati kako zaduženost utječe na rast bruto društvenih proizvod odnosno na gospodarski rast. Teorijskim dijelom će se objasniti makroekonomski pojmovi javni dug i gospodarski rast, a analizom na temelju prikupljenih podataka prikazati korelacija između zaduženosti i BDP-a. Za dokazivanje osnovne istraživačke hipoteze (H0) koristit će se statistički podaci prikupljeni na vremenskom periodu od 2000.-2017. godine, pri čemu će se uzeti kvartalni podaci. Bruto društveni proizvod – BDP će biti zavisna varijabla, dok će zaduženost biti nezavisna varijabla. Na temelju zadanih varijabli, ekonometrijskim modelom jednostavne linearne regresije će se prikazati utjecaj zaduženosti na rast BDP-a.

U VARAŽDINU, DANA

18.03.2018



DIR 01 PE

## Sažetak

Javni dug Republike Hrvatske je do 2016. godine bio u stalnom porastu, a razlog tome je rastući deficit, odnosno iskazani veći državni rashodi od državnih prihoda te se država morala financirati zaduživanjem. Javni dug se razlikuje ovisno o tome zadužuje li se država kod domaćih vjerovnika, tako zvani unutarnji dug ili na inozemnom tržištu te tada govorimo o vanjskom dugu. Ukupni javni dug uključuje vanjski dug i domaći dug. Država se najčešće prilikom zaduživanja koristi izdavanjem državnih obveznica, kao instrumentom za dobivanje likvidnosnih sredstava. Veličina javnog duga važan je čimbenik dinamike i strukture gospodarskog rasta svake zemlje. Što se država više zadužuje i što je javni dug veći, to se gospodarstvo zemlje usporava jer se prihodi dobiveni iz privrede koriste za financiranje cijene javnog duga te se sve manje ulaže u razvitak i unapređenje gospodarstva. Iz toga je jasno vidljiva korelacije između javnog duga i gospodarskog rasta, što se i nastoji prikazati kroz ovaj diplomski rad.

Ukoliko vanjski dug prijeđe 50%-tnu penetraciju u BDP-u, ekonomija postaje izuzetno osjetljiva na šokove nestabilnosti financijskih tržišta i rasta kamatnih stopa, servisiranje duga postaje veliko opterećenje, a zemlje ulaze u razdoblje slabljenja dinamike ekonomskog rasta. Visoka javna zaduženost loše utječe i na privatne investicije te snižava konkurentsku sposobnost realne ekonomije.

Sukladno tome može se zaključiti da rast javnog duga na rast BDP-a može utjecati i pozitivno i negativno. Iz duga se financiraju investicije i potrošnja. Veće investicije i potrošnja dovode do rasta BDP-a. Ukoliko su investicije namijenjene proizvodnji i povećanju proizvodnosti, mogu dovesti do većeg izvoza čime se povećava neto izvoz što sve rezultira rastom BDP-a. U suprotnom slučaju, ukoliko je javni dug generiran za potrebe financiranja tekuće potrošnje, tada može samo privremeno pozitivno utjecati na rast BDP-a. Republika Hrvatska nije jedina zemlja s visokim javim dugom, velika većina država ima javni dug, ali jedina je razlika u tome koliko se dobro javni dug kontrolira te koliko su dobro uravnotežene javne financije .

Ključne riječi: javni dug, javni dug, gospodarski rast, BDP, Republika Hrvatska

## Summary

Until 2016, the public debt of the Republic of Croatia was growing steadily, and this was due to the growing deficit, i.e. higher government expenditures than state revenues, and the state had to finance by borrowing. Public debt differs depending on whether the state borrows from domestic creditors, so called internal debt, or from foreign markets, and then we are talking about external debt. The total public debt includes foreign debt and domestic debt. When borrowing, the state most often uses the issuing of state bonds as a means of obtaining liquid assets. The size of public debt is an important factor in the dynamics and structure of economic growth of each country. As the state borrows more and more and the public debt increases, the country's economy is slowing down, as revenue from the economy is used to finance public debt prices and less is invested in developing and improving the economy. From this, there is a clear correlation between public debt and economic growth, which is the main focus of this graduate thesis.

If external debt exceeds 50% penetration in GDP, the economy becomes extremely vulnerable to the shocks of financial market instability and interest rate growth, debt servicing becomes a major burden, and countries enter the period of weakening of the dynamics of economic growth. High public indebtedness also has a negative impact on private investment and lowers the competitive ability of the real economy.

The Republic of Croatia is not the only country with a high public debt, a large majority of countries have public debt, but the only difference is how well public debt is controlled and how well balanced public finances are.

Consequently, it can be concluded that the growth of public debt can affect the GDP growth both positively and negatively. Debt funds investment and spending. Greater investment and spending lead to GDP growth. If investments are aimed at production and productivity growth, they can lead to higher exports, thus increasing net exports, all resulting in GDP growth. Otherwise, if public debt is generated for the purposes of financing current consumption, then it can only temporarily positively affect GDP growth.

Keywords: public debt, external debt, economic growth, GDP, Republic of Croatia

## Sadržaj

1. UVOD.....	1
2. JAVNI I VANJSKI DUG – osnovni pojmovi .....	3
2.1. Pojam i klasifikacija javnog duga .....	3
2.2. Vanjski dug .....	6
2.3. Pokazatelji vanjske zaduženosti .....	8
2.4. Upravljanje javnim dugom – ciljevi, institucije i organizacija .....	12
3. GOSPODARSKI RAST .....	17
3.1. Pojam gospodarskog rasta.....	17
3.2. Modeli gospodarskog rasta.....	18
3.3. Čimbenici gospodarskog rasta .....	23
4. UTJECAJ ZADUŽENOSTI NA GOSPODARSKI RAST .....	26
4.1. Teorijske postavke utjecaja javnog i vanjskog duga na gospodarski rast .....	26
4.2. Učinak istiskivanja na gospodarski rast .....	32
5. JAVNI DUG RH.....	34
5.1. Kretanje i povijest nastanka javnog duga RH .....	34
5.2. Struktura javnog duga RH.....	37
5.3. Upravljanje javnim dugom u RH .....	42
6. EMPIRIJSKA ANALIZA UTJACAJA ZADUŽENOSTI NA RAST BDP-a .....	46
6.1. Podaci i model.....	46
6.2. Rezultati i rasprava.....	49
7. ZAKLJUČAK.....	53
LITERATURA .....	55
POPIS TABLICA .....	58
POPIS GRAFIKONA .....	59
POPIS SLIKA.....	60

## 1. UVOD

Zaduženost i gospodarski rast zasigurno su u značajnom međuodnosu, međutim unatoč brojnim istraživanjima i dalje su prisutne različite prakse pa tako bilježimo gotovo svaku vrstu međuodnosa ova dva iznimno važna makroekonomska pokazatelja. Posljednjih kriznih i postkriznih godina bio je zamjetan rast javnog duga ubrzanim tempom u većini zemalja dok se s druge strane Europa u posljednjih sedam do osam godina suočila s naglim usporavanjem gospodarskog rasta, a u pojedinim članicama i višegodišnjom recesijom. Tek blagim oporavkom od krize, tijekom 2016. godine počinje se bilježiti smanjenje javnog duga.

Cilj ovog diplomskog rada je prikazati kako zaduženost utječe na rast bruto društvenog proizvoda odnosno na gospodarski rast. Teorijskim dijelom će se objasniti makroekonomski pojmovi javni dug i BDP, a analizom na temelju prikupljenih podataka prikazati korelacija između zaduženosti i BDP-a.

Sukladno problemu, predmetu i ciljevima istraživanja te postavljenoj hipotezi razvijena je metodologija ovog istraživačkog rada kako slijedi. Teorijski dio rada se temelji na prikupljanju relevantne znanstvene literature te se realizira koristeći deduktivnu metodu, deskriptivnu metodu, povijesnu metodu, metodu komparacije, kao i metode analize i sinteze. Za dokazivanje osnovne istraživačke hipoteze koristit će se statistički podaci prikupljeni u vremenskom periodu od 2000.Q1-2017.Q3 godine, pri čemu će se uzeti kvartalni podaci. Bruto društveni proizvod – BDP će biti zavisna varijabla, dok će zaduženost biti nezavisna varijabla.

Kako bi razumjeli odnos zaduženosti i gospodarskog rasta i olakšali razumijevanje problematike, u drugom i trećem dijelu rada osim definiranja pojma javnog i vanjskog duga, pokazatelja zaduženosti i gospodarskog rasta prikazuju se osnovni čimbenici gospodarskog rasta i modeli gospodarskog rasta prema nastanku mišljenja različitih mišljenja ekonomista.

U četvrtom poglavlju, a nastavno na teorijske prikaze javnog duga i gospodarskog rasta, pokušava se pojasniti međusobna povezanost zaduženosti i gospodarskog rasta na temelju tri različita pristupa.

U petom poglavlju prikazana je struktura duga te kretanje duga kroz povijest do danas kako bi dobili određenu sliku o stanju zaduženosti u Hrvatskoj. Također, definiran je institucionalni okvir upravljanja javnim dugom te ciljevi upravljanja javnim dugom u RH.



U šestom poglavlju na temelju prikupljenih podataka analizirat će se međusobna ovisnost zaduženosti i javnog duga u razdoblju od 2000.Q1 do 2017. Q3 godine gdje će rast BDP-a biti zavisna varijabla, a zaduženost nezavisna varijabla.

Posljednje, sedmo poglavlje donosi zaključna razmatranja teorijskog dijela rada i analize gdje se iznosi zaključak cjelokupnog diplomskog rada.

## **2. JAVNI I VANJSKI DUG – osnovni pojmovi**

U ovom poglavlju definiraju se osnovni pojmovi javnog duga, klasifikacija javnog duga te karakteristike. Objasnen je pojam inozemnog duga i pokazatelji inozemnog duga kroz osnovnu podjelu na stanja i tijek duga. Također, definiran je pojam upravljanja javnim dugom te strateški ciljevi koji su potrebni za kvalitetno upravljanje.

### **2.1. Pojam i klasifikacija javnog duga**

Javni dug je izvanredni prihod države i već dulje vrijeme se susreće se kao jedan od izvora financiranja njezinih funkcija. Javni dug se suštinski može definirati kao zbroj svih prošlih proračunskih deficita. (Jurković, 2002). Javni dug je varijabla stanja jer se mjeri u određenom vremenskom trenutku, dok je proračunski deficit varijabla tijeka jer se mjeri tijekom zadanog vremenskog razdoblja.

Javni ili državni dug nastaje kao posljedica svih ranijih deficita proračuna. Proračunski deficit se pojmovno razlikuje od javnog duga. Proračunski deficit predstavlja višak državnih rashoda nad državnim prihodima u razdoblju od godinu dana. Proračunski deficit je tijek, a javni dug stanje, što znači da se proračunski deficit formira i mjeri kretanjima tijekom određenog razdoblja, a veličina javnog duga utvrđuje se na određeni dan, odnosno u jednom trenutku. Proračunski deficit nastaje kao posljedica većih državnih rashoda od državnih prihoda te ukoliko se to događa duže razdoblje uzastopno preostaje jedino mogućnost zaduživanja kao bi se financirali nastali jazovi, odnosno proračunski deficiti. Proračunski deficit se može pokriti iz četiri izvora (Bajo, Primorac i Andabaka, 2011):

1. zaduživanjem kod središnje banke – u obliku izravnih kredita središnje banke ili prodaju državnih vrijednosnica. Kako je ovaj oblik financiranja proračunskog deficita nepovoljan jer potiče i izaziva inflaciju, trebalo bi ga izbjegavati.

2. prodajom državne imovine – smanjenje javnog duga i proračunskih deficita moguće je ostvariti prodajom državne imovine. Prihodima od prodaje, države se koriste za financiranje proračunskog deficita i takvo financiranje je prihvatljivo samo u izvanrednim okolnostima jer ako se jednokratnim prihodima od prodaje državne imovine financira tekuća javna potrošnja umjesto kapitalnih investicija, umanjuje se vrijednost državnog bogatstva.

3. zaduživanjem na domaćem financijskom tržištu – odnosi se na zaduživanje kod domaćeg stanovništva, poduzeća, banaka i ostalih financijskih institucija. Nedostatak ovog

zaduživanja je što utječe na istiskivanje privatnih investicija. Veći proračunski deficit koji se financira zaduženjem na domaćem tržištu povećava potražnju za kreditima, a tako i podiže kamatnu stopu koja utječe na obaranje cijene vrijednosnih papira i smanjenje investicija.

4. zaduživanjem u inozemstvu – ovaj oblik financiranja proračunskog deficita ima mnoge nedostatke koji se odnose na odljev sredstava u inozemstvo po osnovi servisiranja tog duga i mogućoj pojavi nelikvidnosti prema inozemstvu uslijed prezaduženosti.

Javni dug se može klasificirati na više načina pa tako možemo reći da s obzirom na podrijetlo (rezidentnost vjerovnika) postoji unutarnji i vanjski dug. Unutarnji dug obuhvaća izravne obveze države prema vjerovnicima, rezidentima određene države dok se vanjski javni dug odnosi na dio javnog duga u vlasništvu vjerovnika nerezidenata.

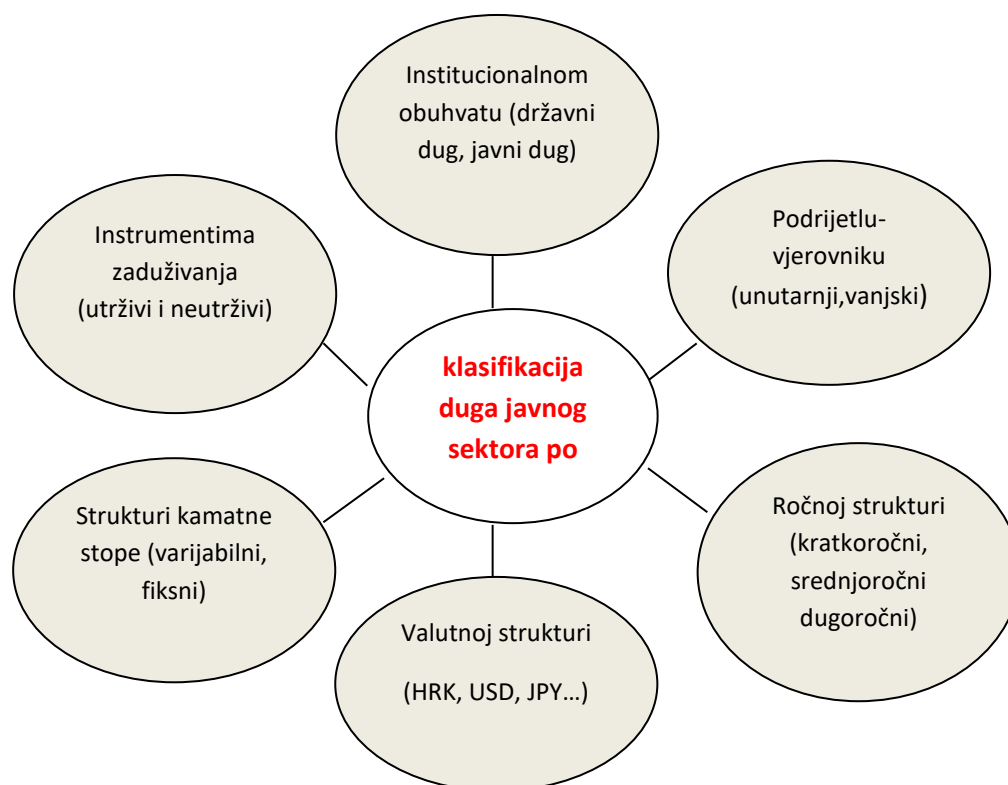
S osnove institucionalnog obuhvata razlikujemo državni i javni dug. Državni dug je dug konsolidiranog proračuna središnje države koji uključuje dug državnog proračuna i izvan proračunskih korisnika, a dug opće države uključuje konsolidirani dug proračuna središnje države i dug proračuna jedinica lokalne i područne samouprave.

Javni dug se dijeli i prema kriteriju utrživosti, gdje su primjerice državne obveznice daljnje utrživ instrument dok krediti financijskih institucija nisu u pravili utrživi. Također, prema ročnoj strukturi dijeli se na: kratkoročni s rokom otplate do jedne godine, srednjoročni s rokom otplate jedne do deset godina te dugoročni s rokom otplate iznad deset godina.

Nadalje, važna je podjela s aspekta valutne strukture odnosno je li dug denominiran u domaćoj ili inozemnoj valuti. Dug u domaćoj valuti obično je povezan s većim prinosom, dok zaduživanje u inozemnoj valuti znači i veći rizik budući da je takav dug izloženom tečajnom riziku. U takvim slučajevima preporuča se diverzifikacija javnog duga na više valuta u cilju minimiziranja tečajnog rizika.

Postoji dug s varijabilnom i dug s fiksnom kamatnom stopom pri čemu je fiksna kamatna stopa u pravilu vezana uz neku od referentnih kamatnih stopa na međunarodnom financijskom tržištu ili uz stopu inflacije dok se varijabilna kamatna stopa određuje uz fiksnu premiju na jednu od referentnih kamatnih stopa na međunarodnom tržištu.

Slika 1. Klasifikacija javnog duga



Izvor: Bajo A., Primorac M. i Andabaka B. A. (2011), Osnove upravljanja javnim dugom, Zagreb, Institut za javne financije

Proces nastanka javnog duga podrazumijeva tri faze (Jurković, 2002):

1. Emisija – obveznice javnog duga se izdaju, prodaju i prenose na povjeritelje. Može biti izravna i neizravna. Kod izravne metode emisije ili upisa javnog duga država se izravno obraća povjeriteljima, pravnim ili fizičkim osobama radi zajma. Neizravna emisija odnosi se na prodaju paketa obveznica od strane države nekom posredniku koji ih dalje prodaje zainteresiranim kupcima.
2. Otplata duga – može biti ugovorna i fakultativna. Razlikuju se po mogućnosti države da odluči sama kada će i kako otplatiti dug. Prvi način otplate duga provodi se prema amortizacijskom planu u obliku jednakih ili različitih anuiteta. Kod drugog načina država sama odlučuje kada će i na koji način otplaćivati dug.
3. Konverzija – konvertiranje duga u novi dug ili u dug s novim uvjetima otplate. Konverzija se može provesti na više načina: smanjenjem nominale uz iste kamate, smanjenjem kamata na isti iznos nominale, kombiniranjem svega ovoga s povoljnijim rokovima otplate .

## 2.2. Vanjski dug

Kao što je već i ranije navedeno, vanjski dug ili inozemni dug određene države predstavlja zbroj svih dugova stanovništva, poduzeća, banaka i država prema inozemnim vjerovnicima.

Prema metodologiji Svjetske banke stanje duga se može podijeliti na :

1. dugoročni vanjski dug - dug koji ima osnovni ili produženi rok dospijeca duži od godine dana u kojem se vjerovnicima nerezidentima treba otplatiti dug u stranoj valuti, robama ili uslugama i sastoji se od 3 komponente: javnog ili državnog duga, državno ili javno garantiranog duga, privatnog negarantiranog javnog duga. Neplaćene kamate na dugoročni dug definiraju se kao kumulirane kamate koje su dospjele, ali koje nisu otplaćene.

2. kratkoročni vanjski dug - dug koji ima osnovni ili produženi rok dospijeca kraći od godine dana. (Babić, 1997)

Osnovna podjela čimbenika koji utječu na vanjski dug su endogeni i egzogeni faktori zaduženosti. Endogeni ili unutarnji faktori su oni koji nastaju u gospodarstvu kao rezultat vođenja pogrešne makroekonomske politike. Egzogeni ili vanjski faktori su faktori zaduženosti na koje zemlja ne može utjecati i vezani su uz promjene uvjeta zaduženja na svjetskom tržištu.

Endogeni faktori koji najviše utječu na zaduženost zemlje su( Jurčić, Jošić H. i Jošić M., 2012) :

- prekomjerna potrošnja koja je u duljem razdoblju veća od domaće proizvodnje. Na nju mogu utjecati različiti faktori: administrativno određivanje cijena, porast budžetske potrošnje, inflacijska očekivanja, negativni realni kamatnjak i sl.;
- nerealna razvojna politika koja se temelji na prevelikim investicijama u odnosu na štednju. Time se manjak štednje financira zaduživanjem u inozemstvu;
- radi poticanja investicija zemlje u razvoju vode politiku negativnih realnih kamatnih stopa. Taj nizak trošak kapitala uvjetuje brži porast investicija, ali i destimulira štednju. Tako dolazi do viših stopa rasta gospodarstva, ali i visoke stope rasta zaduženosti;
- politika precijenjenog tečaja nacionalne valute zajedno s politikom negativnih kamatnih stopa utječe na visok porast uvozne komponente investicija;

- negativni kamatnjak, precijenjeni tečaj nacionalne valute i porast inflacije u svijetu pojačali su inflacijska očekivanja i utjecali na pretjerano zaduživanje. Visok stupanj inflacije u svijetu doveo je do nerealnih investicijskih kalkulacija, što je rezultiralo mnogim promašenim investicijama
- visok uvoz opreme stimulira razvoj uvozno ovisne proizvodne strukture zaduženih zemalja

Eksterni faktori iz međunarodnog okruženja na koje zemlje ne mogu utjecati su (Babić, 1996):

- promjene kamatnih stopa na međunarodnom tržištu kapitala
- porast inozemne potražnje za proizvodima zemalja u razvoju, posebno sirovina i energije
- pogoršanje uvjeta razmjene
- politički, ekonomski razlozi i sl.

Ukoliko na domaćem tržištu ne postoji dovoljna razina sredstava, država se može okrenuti inozemnom tržištu. Na taj način dolazi do odljeva sredstava u inozemstvo, međutim, države su nekad zbog nedostatka domaće akumulacije ili zbog niza određenih faktora prisiljene na vanjsko zaduživanje. Vanjska zaduženost posljedica je neravnoteže štednje i investicija te je povećanje inozemne zaduženosti upravo višak investicija u odnosu na nacionalnu štednju.

Kod vanjskog zaduživanja ključna je namjena zaduživanja, odnosno investicije jer sasvim je jasno da će zemlja morati potražiti sredstva u inozemstvu ukoliko nacionalna štednja nije dovoljna za financiranje planiranih investicija. Inozemni se dug države u pravilu odnosi na novac posuđen od strane međunarodnih organizacija kao što su: Međunarodni monetarni fond, Europska banka za obnovu i razvitak, Međunarodna banka za obnovu i razvitak, Europska investicijska banka te na novac posuđen od privatnih kreditora kao što su primjerice komercijalne banke.

### 2.3. Pokazatelji vanjske zaduženosti

Prema Babiću (1996) zaduženost neke zemlje u inozemstvu posljedica je ekonomskih transakcija svakog sektora domaćeg gospodarstva (kućanstava, poduzeća, banaka i države) s inozemstvom. Inozemnu ili vanjsku zaduženost neke zemlje čini zaduženost svih sektora prema inozemstvu u što se ubraja vanjski dio javnog duga (duga države) te zaduživanje u inozemstvu sektora kućanstva, poduzeća i banaka. Ukupni tokovi duga mogu se mjeriti na različite načine, kao što su: korištenjem, otplatama glavnica, otplatama kamata, neto tijekovima duga itd.

Postoje razni pokazatelji inozemne zaduženosti prema kojima je moguće pratiti razne aspekte zaduženosti neke zemlje. Pokazatelji zaduženosti dijele se na pokazatelje stanja duga i pokazatelje tijeka duga. Pokazatelji stanja duga (Jošić, 2008):

**a) odnos ukupnog duga i domaćeg proizvoda  $D/Y$**  - prikazuje koliko opterećenje predstavlja dug za ekonomsku aktivnost u tekućoj godini koja se mjeri obično domaćim proizvodom. Odnosi između ukupnog duga i domaćeg proizvoda iznad 30% ukazuje na velik rizik insolventnosti.

**b) odnos ukupnog duga i izvoza robe i usluga  $D/E$**  - prikazuje koliko opterećenje predstavlja dug za ekonomske transakcije s inozemstvom u tekućoj godini koje se mjere izvozom roba i usluga, a predstavljaju glavni izvor namirenja inozemnih sredstava za otplatu duga.

**c) odnos međunarodnih rezervi i ukupnog duga  $RI/D$**  - prikazuje kolika je pokrivenost duga međunarodnim rezervama koja je važna zbog ocjene solventnosti i boniteta zemlje prema inozemstvu te također prikazuje kolika je neto zaduženost zemlje koja se izračunava tako da se od ukupnog duga oduzmu međunarodne rezerve.

**d) odnos kratkoročnog duga i ukupnog duga  $kD/D$**  - prikazuje koliki je udio kratkoročnog duga u ukupnom. Prikazuje kratkoročnu poziciju zemlje prema inozemstvu, a osim toga u kratkoročne zajmove spadaju privatni kratkoročni zajmovi koji su vrlo promjenjivi i

pokretljivi uslijed promjena u gospodarskoj situaciji zemlje i ne mogu se tako lako kontrolirati.

**e) odnos subvencioniranog duga i ukupnog duga  $cD/D$**  - prikazuje bonitet zemlje kod koncesionalnih vjerovnika.

**f) odnos multilateralnog duga prema ukupnom dugu  $mD/D$**  - prikazuje zapravo bonitet države kod multilateralnih vjerovnika, odnosno međunarodnih organizacija i grupa sklonih država ili drugih grupacija.

Pokazatelji tijeka inozemne zaduženosti su (Jošić, 2008):

**a) odnos otplate inozemnog duga prema izvozu robe i usluga  $TDS/E$  i  $TDS/E1$**  – prikazuje opterećenje godišnje otplate duga na izvoz roba i usluga, kojim se uglavnom priskrbljuju devize te prikazuje koliki dio prihoda od izvoza robe i usluga treba odvojiti za otplatu duga (stvarnu otplatu).

**b) odnos godišnje obveze po kamatama i izvoza robe i usluga  $INT/E$  ili  $INT/XGS$** - prikazuje koliki dio prihoda od izvoza robe i usluga (uvećanog za transfere, ako su uključeni) treba odvojiti za plaćanje kamata na dug.

**c) odnos otplate glavnice inozemnog duga i korištenja zajmova  $PR/DISB$**  - prikazuje koliki je odnos otplate glavnice ukupnog duga nakupljenog u prethodnim razdobljima prema korištenjima novih zajmova u jednoj godini.

**d) odnos neto kapitalnih transfera i uvoza robe i usluga  $NT/U$**  – prikazuje udio neto primljenih financijskih sredstava u financiranju uvoza, odnosno koliki je omjer gdje se dio neto posuđenih sredstava koristi za financiranje uvoza (potrošnju osobnu, opću ili inozemnu investicijsku) umjesto za financiranje domaćih investicija.

**e) odnos neto kapitalnih transfera i BDP-a  $NT/Y$** - prikazuje udio primljenih financijskih sredstava u ukupnoj aktivnosti domaće privrede. Razlika između novo uzetih zajmova i otplate postojećih zajmova te domaćeg proizvoda pokazuje doprinos novog vanjskog duga privrednom razvoju i rastu privrede zemlje dužnika.



**f) odnos iskorištenih zajmova prema uvozu robe i usluga DISB/U-** prikazuje koliki dio uvoza se izravno i neizravno financira inozemnim zajmovima.

**g) Odnos obveze kamata i domaćeg proizvoda** – prikazuje odnos odljeva po osnovi kamata i tijeka (priljevnog) ukupne ekonomske aktivnosti u privredi zemlje dužnika, odnosno koliko od ekonomske aktivnosti treba odvajati za otplatu kamata.

Najčešće korišten indikator vanjske zaduženosti je omjer vanjskoga duga i BDP-a, međutim, isti nije do kraja dobar indikator za predviđanje financijskih poteškoća, kriza ili njihova učinka na gospodarski rast ili dostignutu razinu gospodarskoga razvitka. Iako je istina da je većini financijskih kriza prethodio nagli priljev kapitala i rast vanjskog duga, vanjski dug se sam za sebe nije pokazao kao dobar indikator budućih kriza. Da visina vanjskog duga nije nužno štetna za gospodarski rast potvrđuju primjeri zemalja južne Amerike i jugoistočne Azije koje su ulazile u financijske krize uz razmjerno nizak omjer ukupnoga vanjskog duga prema BDP-u, niži i od 50%, dok su neke druge zemlje postizale razmjerno visoku razinu gospodarskog razvitka uz puno viši omjer vanjskog duga i BDP-a.

Činjenicu da su visokozadužene razvijene zemlje ujedno i izvoznici kapitala zbog čega imaju vrijednu inozemnu aktivnu, ne treba tumačiti kao ograničenje izvodu gornjega zaključka. Republika Hrvatska će još dugo godina uvoziti kapital, a kada prijeđe određenu razinu razvoja, postat će izvoznik kapitala. No, bez obzira na neto inozemnu poziciju, ukupni će vanjski dug vjerojatno rasti brže od BDP-a u dugom roku. Naglašavanje te činjenice ne treba tumačiti kao poziv na ignoriranje problema vanjske zaduženosti, nego kao naznaku da se visina prikazanog pokazatelja nikako ne smije interpretirati kao a priori negativna pojava, odnosno najava gospodarskih poteškoća.

Drugi razlog zbog kojeg omjer vanjskog duga i BDP-a nije dobar indikator jest to što se ignorira problem veličine domaćeg tržišta. Usporediti omjer vanjskog duga i BDP-a u Hrvatskoj i primjerice SAD-u jednostavno nije dobar način. Velike i male zemlje razlikuju se po stupnju ekonomske otvorenosti, a to ima velike posljedice u pogledu oslanjanja na međunarodne tokove roba i kapitala.

Tablica 1. Klasifikacija zemalja prema stupnju zaduženosti

<b>Kriterij zaduženosti</b>	<b>Vrlo visoko zadužene zemlje</b>	<b>Umjereno zadužene zemlje</b>	<b>Manje zadužene zemlje</b>
Udio vanjskog duga/BDP	$x > 80 \%$	$80\% \geq x > 48\%$	$x \leq 48\%$
Udio vanjski dug/izvoz roba i usluga	$y > 220 \%$	$220\% \geq y > 132\%$	$x \leq 132\%$
Primjeri zemalja	<b>Mađarska, Bugarska, Hrvatska</b>	<b>Turska, Slovenija, Slovačka, Rumunjska</b>	<b>Češka, Poljska</b>

Izvor: Jošić, H. (2008.), Komparativna analiza pokazatelja vanjske zaduženosti Republike Hrvatske i tranzicijskih zemalja., Zbornik Ekonomskog fakulteta u Zagrebu, Vol.6 No.1 Zagreb: Ekonomski fakultet, str. 187

Prema Šonje (2008) veća ekonomska otvorenost malih država ima dvije važne posljedice koje su strukturnog karaktera. Prvo, međunarodni izvori financiranja za manju su zemlju razmjerno važniji nego za veliku zemlju, baš kao što su izvozna tržišta i uvozna dobra relativno važniji za male nego za velike zemlje. Drugo, manje će zemlje lakše podnositi relativno veći vanjski dug jer je zbog relativno veće važnosti izvoza (odnosno njegova omjera prema BDP-u), njihov kapacitet za otplatu vanjskoga duga (kapacitet za zarađivanje deviza) relativno veći. Na uzorku 35 država iz uzorka za koje baza World Development Indicators sadrži indikator otvorenosti, korelacija koeficijenta međunarodne ekonomske otvorenosti i omjera vanjskoga duga i BDP-a iznosi oko 77%. (Jošić, 2008)

Zbog složenosti strukturnih čimbenika koji utječu na visinu omjera vanjskog duga i BDP-a, preporuča se praćenje omjera vanjskoga duga prema izvozu roba i usluga. Iz istog je razloga preporučljivo pratiti omjer otplate vanjskoga duga koji pokazuje godišnji iznos otplate glavnice i kamata u odnosu na ukupni izvoz. Za razliku od omjera vanjskog duga i BDP-a, koji se nalazi pod utjecajem strukturnih varijabli, omjer duga prema izvozu i omjer otplate usmjereni su na mjerenje učinaka koji bi se mogli reflektirati na deviznom tržištu. (Jošić, 2008)

## 2.4. Upravljanje javnim dugom – ciljevi, institucije i organizacija

Prema Jurkoviću (2002), upravljanje javnim dugom je proces donošenja odluka o refinanciranju ili otplati javnog duga, konverziji i reprogramiranju javnog duga, emisiji novog duga, izboru ročne strukture javnog duga koja minimizira troškove zaduživanja i sl.

Cilj politike upravljanja javnim dugom u većini zemalja je podmirenje potreba države za financijskim sredstvima, uz preuzimanje razumne razine rizika. U nekim je zemljama ispred tog cilja postavljeno minimiziranje troškova upravljanja dugom. Dobro upravljanje javnim dugom i rizicima te dobra struktura duga smanjuje izloženost države brojnim rizicima i pomaže vladama i ministarstvima financija da postanu svjesni utjecaja financiranja zaduživanja na financijsko stanje države. (Bajo, Primorac i Andabaka, 2011)

Institucionalni okvir upravljanja javnim dugom čine pravni propisi (Ustav, zakoni, akti) kojima se utvrđuju uloge i odgovornosti tijela uključenih u postupke upravljanja te sustav provjera i nadzora provedbe ovlasti. Jasan zakonodavni okvir nužan je za izgradnju odgovarajućih institucionalnih pretpostavki kod zaduživanja javnog sektora. Zaduzivanje države, državnih poduzeća, Središnje banke, lokalne jedinice treba nominirati zakonima te regulirati i nadzirati inozemna zaduzivanja privatnog sektora.

Odgovarajuće strateške mete i strategija upravljanja javnim dugom ovise o vladinoj toleranciji rizika. Što je veća razina duga, ranjivost zemlje na vanjske šokove te potencijalni rizik gubitaka u financijskim krizama to je veći naglasak na smanjivanju rizika, a manja na smanjivanju troškova. Takva strategija zahtijeva biranje rokova dospeljeća, valuta i kamatnih stopa prema niskom riziku te postavljanje limita na izdavanje duga. To je jedina opcija za zemlje s ograničenim pristupom tržišnim instrumentima duga.

Postoji pet točaka kako bi se organizirala upravljačka struktura za upravljanje javnim dugom:

1. Agencija/Uprava za upravljanje javnim dugom mora biti razvrstana kao subjekt koji ulazi u konsolidaciju s državom i ima jasne odgovornosti;
2. Ciljevi upravljanja javnim dugom moraju biti jasno određeni, razrađeni kroz strateške ciljeve te ako se aktivno trguje dugom moraju biti određeni pokazatelji učinka (engl. performance benchmarking).

3. Djelatnici koji upravljaju javnim dugom moraju imati ugovore o radu koji su poticajni kako bi se osiguralo da djelatnici budu vrhunski stručnjaci te da se osigura kontinuirani napor u postizanju zacrtanih ciljeva;

4. Poslovi Agencije /Uprave moraju biti stalno pod nadzorom i uspostavljene kontrolne funkcije;

5. Ministarstvo koje najčešće nadzire rad takvih institucija, treba imati kapacitet za obavljanje nadzorne funkcije. Tamo gdje je funkcija upravljanja dugom raspršena po različitim institucijama ili odjelima. <https://vlada.gov.hr/UserDocsImages/>, pristupljeno [07.02.2018]

Na razvijenim financijskim tržištima upravljanje javnim dugom temelji se na dva pristupa:

1. periodički se utvrđuje poželjna struktura duga (što je temelj za nova izdanja duga u tom razdoblju);

2. dnevno se utvrđuju strateške smjernice za upravljanje javnim dugom. Strateške smjernice iskazane su kroz pokazatelje rizika, poput udjela kratkoročnog u dugoročnom dugu, poželjnu valutnu strukturu, raspone kamatnih stopa itd. ( Bajo i Pezer, 2012)

Kod definiranja strategije za upravljanje javnim dugom treba procijeniti rizike strukture javnog duga i mjere za njihovo smanjenje. Portfelj javnog duga izložen je prema nekoliko vrsta rizika od kojih treba istaknuti: tržišni, valutni, rizik refinanciranja, likvidnosti, rizik namire, kreditni i operativni rizik. ( Bajo i Pezer, 2012)

Tržišni rizik obuhvaća promjene cijena, kamatnih stopa ili promjene deviznog tečaja koji povećava trošak otplate duga. Zbog izloženosti promjenama na tržištu, kratkoročni dug s promjenjivom kamatnom stopom je rizičniji od dugoročnog duga s fiksnom kamatnom stopom. Također, dug u inozemnoj valuti je rizičan zbog mogućih promjena tečaja.

Valutni rizik najčešće je glavni rizik kojemu je izložen portfelj javnog duga zato jer svako zaduživanje države uzrokuje poremećaje na deviznom tržištu. Svaki priljev inozemnih valuta zbog novog inozemnog zaduživanja stvara aprecijacijske pritiske na domaću valutu, a svaki odljev po otplati stvara pritiske na deprecijaciju domaće valute. Ti pritisci stvaraju brojna ograničenja za vođenje monetarne politike, a u slučaju deprecijacije domaće valute uzrokuju povećani teret otplate duga.

Rizik refinanciranja pojavljuje se u trenutku kada zemlja za financiranje otplate postojećeg duga mora izdati novi dug, a to često ne uspijeva po odgovarajućim uvjetima. Taj rizik posebice je izražen u nerazvijenim zemljama koje se od rizika štite financijskim izvedenicama poput opcija (engl. Options), zamjena (engl. Swaps), unaprijednica (engl. futures, forwards). Potrebno je uskladiti dospijeca duga odnosno ravnomjerno rasporediti teret otplate duga.

Rizik likvidnosti nastaje kada se obujam likvidnih sredstava naglo smanjuje zbog neočekivanih dospelih obveza ili poteškoća prikupljanja potrebnih novčanih sredstava u kratkom roku.

Rizik namire prikazuje potencijalne gubitke države zbog nemogućnosti podmirenja ugovorne obveze iz bilo kojeg razloga osim neplaćanja ugovorene strane.

Zemlje su u upravljanju javnim dugom izložene brojnim dvojabama i zamkama. Najvažnija dvojba je pravi omjer troška i rizika. Naime, transakcije s niskim troškovima obično uključuju visoku razinu rizika pa zemlje u želji za smanjenjem troškova zaduživanja zapravo povećaju izloženost svoje financijske pozicije. Prekomjerno oslanjanje na kratkoročni dug (zbog niskih kratkoročnih kamatnih stopa) može povećati ranjivost zemlje jer su te kamatne stope uglavnom promjenjive. Zemlje koje zbog niskih troškova pribjegavaju dugu u inozemnoj valuti, izložene su riziku mogućih promjena deviznih tečajeva i mogućeg povećanja troška duga ukoliko domaća valuta deprecira. (Bajo i Pezer, 2012)

Taj pristup korištenju strateških smjernica teško je primjenjiv za zemlje s nerazvijenim tržištem duga jer manjak likvidnosti ograničava njihovu mogućnost izdavanja duga s poželjnim karakteristikama na redovnoj bazi. Zemlje bi trebale težiti uspostavi strateških smjernica usklađenim s procjenama rizika te prihvatljivoj razini rizika. (Bajo i Pezer, 2012)

Međunarodni monetarni fond i Svjetska banka (2009) izradile su upute za razvoj učinkovite strategije upravljanja javnim dugom u srednjem roku. Za kvalitetno upravljanje javnim dugom potrebno je:

- odrediti ciljeve i dosege strategije,
- identificirati trenutnu strategiju i analizirati troškove i rizike postojećeg duga,
- ustanoviti i analizirati potencijalne izvore financiranja (uključujući troškove i rizike),

- prepoznati i izraditi projekcije i rizike u područjima fiskalne, monetarne, vanjske i tržišne politike,
- revidirati ključne dugoročne strateške mete,
- utvrditi omjer troškova i rizika te procijeniti i rangirati alternativne strategije,
- revidirati utjecaj strategije na fiskalnu i monetarnu politiku, te
- usuglasiti strategije upravljanja javnim dugom.

Funkcije upravljanja javnim dugom dijele se na pojedine odijele unutar institucije zadužene za upravljanje: Ured, Sektor i Agencije. Funkciju Ureda za upravljanje možemo podijeliti u četiri kategorije aktivnosti ( Bajo, Primorac i Andabaka, 2011):

1. odjel za mobilizaciju izvora financiranja – prikuplja financijska sredstva, na temelju Vladinog zaduživanja odlučuje o domaćem ili inozemnom zaduživanju, odobrava zajmove, obavlja operacije s jamstvima i transakcije. Također, odjel je zadužen za zaključivanje ugovora s dužnicima.

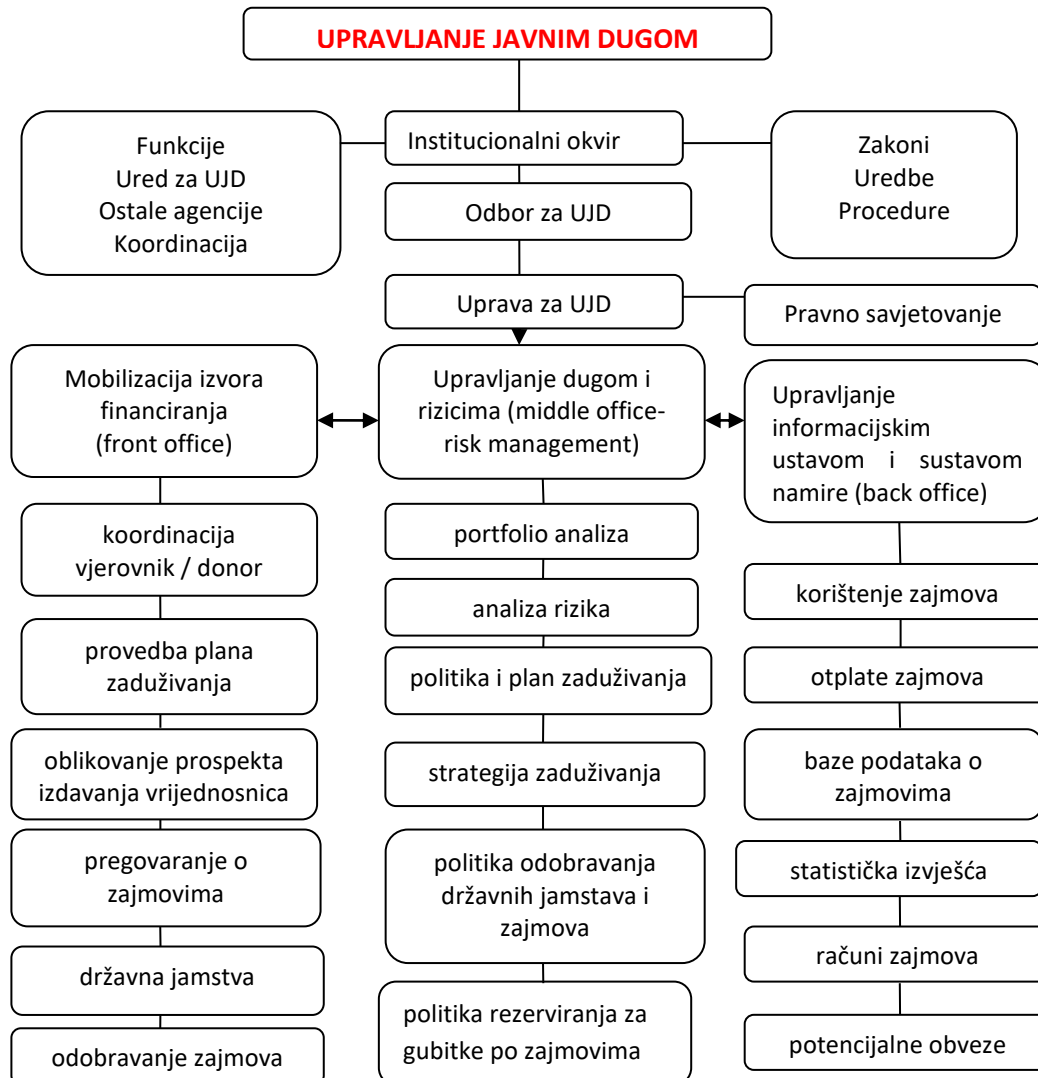
2. odjel za analize duga i rizičnosti- obavlja analize portfelja duga radi procjene sposobnosti budućih otplata, razvija strategije upravljanja rizicima, uspoređuje pokazatelje zaduženosti. Odjel primjenjuje strateške mete, priprema analize, procjenjuje dugoročnu održivost i ranjivost javnog duga. Za provedbu godišnjeg plana zaduživanja formulira politike te definira strategije zaduživanja. Glavna zadatak odjela je procjena održivosti razine javnog duga te izrada plana i politike zaduživanja javnog sektora.

3. odjel za upravljanje informacijama i namirom – obavlja otplate duga na temelju računa vjerovnika te vrši nadzor pri korištenju zajmova, priprema računovodstvene i druge izvještaje za Vladu i vjerovnike. Glavna zadaća je održavanje baze podataka zaduživanja javnog sektora korištenjem odgovarajućeg softvera za evidentiranje. Odjel povezuje softver za upravljanje dugom s računalnim programom kojeg koristi Državna riznica i državni računovodstveni sustav. Donosi redovite statističke podatke za Vladu i vjerovnike o stanju i statusu duga te održava Internet stranice.

4. odbor za upravljanje javnim dugom- pruža tehničke upute uredu za upravljanje javnim dugom. nadzire i odobrava operacije zaduživanja javnog sektora i utvrđuje smjernice ta zaduživanje privatnog sektora. Odbor čine : ministar financija, guverner središnje banke,

ravnatelj ureda za upravljanje javnim dugom, čelnici drugih mjerodavnih državnih agencija te predstavnici privatnih sektora ( banaka, poduzeća).

Slika 2. Funkcionalna organizacija upravljanja javim dugom



Izvor: Bajo A., Primorac M. i Andabaka B. A. (2011), Osnove upravljanja javnim dugom, Zagreb, Institut za javne financije

Javni dug zahtijeva stalno aktivno i odgovorno upravljanje, a što se u suštini ogleda u mogućnosti otplate duga ili eventualnom reprogramiranju prije ili kod samog dospjeća. Također, upravljanje javnim dugom podrazumijeva strukturu, ročnost i sve ostale faktore koji dovode do minimiziranja troškova zaduživanja. Putem javnog duga sintetiziraju se učinci monetarne i fiskalne politike te financijskih tržišta pa tako uspješno upravljanje javnim dugom utječe i na vođenje monetarne politike.

### **3. GOSPODARSKI RAST**

U ovom poglavlju opisuje se pojam gospodarskog rasta, zatim se nabrajaju i pojašnjavaju čimbenici gospodarskog rasta koji su najosnovniji pokretač gospodarskog rasta i razvoja. Objašnjavaju se modeli ekonomskog rasta ranih ekonomista, koji su proučavali kako različiti čimbenici utječu na gospodarski rast te na kraju razvitak neke zemlje.

#### **3.1. Pojam gospodarskog rasta**

Gospodarski rast predstavlja povećanje kapaciteta ekonomije u proizvodnji dobara i usluga uspoređenog od jednog do drugog razdoblja, najčešće jedne godine. Prema Samuelsonu i Nordhausu (2011) gospodarski rast jest ekspanzija potencijalnog BDP-a ili nacionalne proizvodnje neke zemlje, odnosno do gospodarskog rasta dolazi kada se granica proizvodnih mogućnosti neke zemlje pomakne prema van. U konačnici gospodarski rast je vrlo blizak rastu proizvodnje pa se brzinom gospodarskog rasta i rasta proizvodnje određuje brzina rasta životnog standarda u pojedinoj zemlji.

Gospodarski rast može potaknuti razvoj i ostvarenje blagostanja društva, ali i također imati nepovoljan utjecaj na njih. Da bi imao povoljan utjecaj na razvoj i blagostanje, ekonomski rast mora proizlaziti iz konkurentnosti koja će biti održiva tijekom vremena, ali i biti utemeljena na znanju, istraživanju i razvoju, kao i inovacijama te u harmoniji s društvenim i ekološkim naslijeđem i željenom budućnošću.

Prvi znanstveni pristup i istraživanje gospodarskog rasta možemo pronaći već u djelima Kautilye već 450 prije Krista. Od Kautilye preko Smitha i modernih teoretičara rasta, priroda gospodarskog rasta polako se počela otkrivati. Međutim, još uvijek nije pronađeno prihvaćeno znanstveno objašnjenje zašto se neka gospodarstva razvijaju sporije, a neka brže. Iako se rijetko povezuje s teorijama ekonomskog rasta, Adam Smith među prvim je „modernim ekonomistima“ detaljno obradio teoriju rasta. Teorija moralnih osjećaja i Bogatstvo naroda dokaz su Smithova iznimnog poznavanja mehanizama ekonomskog rasta. I Kautilya i Smith ekonomski rast sagledavaju kao „zaokružen“ proces – na osobnoj (čovjek), mikrorazini (poduzeće) i makrorazini (država). Smatraju da ekonomski rast nije uvjetovan isključivo akumulacijom kapitala, ljudskim kapitalom, investicijama u opremu, tehnologijom, zemljom, radom, izvozom, nego ukupnošću svih tih čimbenika odjednom. ( Škare, 2007)



## 3.2. Modeli gospodarskog rasta

Modeli rasta čine oruđe ekonomske analize, kojim se kvantificira rast privrede, mjeren stopom porasta ili domaćeg proizvoda ili dohotka u ovisnosti o veličini investicija. Postoji više modela rasta koji se međusobno razlikuju po varijablama koje obuhvaćaju. (Babić, 2007)

R.F. Harrod (1939) i E. Domar (1946) formulirali su grupu modela rasta pod nazivom: Harrod- Domarov model rasta koji pokazuje da se puna zaposlenost u dugom roku može ispuniti ako se ispune dva temeljna uvjeta (Babić, 2007):

1. cjelokupna štednja se svake godine mora investirati, da bi se održao uvjet  $I = S$  i da bi efektivna potražnja bila dovoljna da apsorbira agregatnu ponudu.
2. da bi se održala puna zaposlenost, stopa rasta proizvodnje mora biti jednaka stopi rasta radne snage uvećane za porast njezine produktivnosti.

Harrod – Domarov model ima pet temeljnih pretpostavka (Babić, 2007):

1. proizvodnja je funkcija ulaganja rada i kapitala te je njihovo ulaganje podložno konstantnim prinosima.
2. elastičnost čimbenika supstitucije ovih dvaju proizvodnih čimbenika jednaka je nuli.
3. proizvodni čimbenik rad raste konstantnom stopom  $n$ , koja se zove prirodna stopa radne snage te čini gornju granicu dugoročnoga rasta proizvodnje.
4. udio štednje u nacionalnom dohotku je konstantan.
5. razina cijena se ne mijenja i zanemaruju se utjecaji monetarne politike.

Povećanje stupnja gospodarskog razvoja rezultira mogućnosti zadovoljenja potreba. Uz pretpostavku konstantne granične sklonosti te povećanjem  $m$  stupnja razvoja dolazimo do povećanja razine agregatne potrošnje. Povećanje agregatne potrošnje iziskuje povećanje proizvodnje, ali povećanje proizvodnje u punoj zaposlenosti nije moguće bez izgradnje novih

kapaciteta. Izgradnja novih kapaciteta traži investicije koje su b puta ( b- granični kapitalni koeficijent) veće od potrebnih kapaciteta. Investicije potaknute povećanjem potrošnje nazivaju se inducirane investicije. Veličina investicija određena je veličinom sredstava za njihovo financiranje odnosno štednjom koja je određeni dio narodnog dohotka. Prema tome, stopa rasta privrede funkcija je odnos između stopa štednje i kapitalnog koeficijenta. (Babić, 2007)

Začetnik neoklasičnog modela rasta i moderne ekonomske teorije je Solow (1956) koji je stavio naglasak na omogućavanje supstitucije između kapitala i rada u procesu proizvodnje koja je osigurala ravnotežni rast u neoklasničnom modelu. Solowljev se model zasniva na nekoliko pretpostavki (Mervar, 1998):

- u ekonomiji postoji samo jedno dobro koje se može iskoristiti bilo za potrošnju ili investicije;
- stopa štednje egzogeno je zadana kao konstantan udjel u ukupnom proizvodu gospodarstva (BDP-u);
- veličina radne snage (odnosno broj stanovnika) također je egzogeno utvrđena;
- gospodarstvo je uvijek u fazi pune zaposlenosti;
- prisutna je savršena konkurencija;
- postoji samo realni sektor gospodarstva.

Osnovna jednadžba Solowljevog modela iz 1956. godine za akumulaciju kapitala glasi:

$$\Delta k = sy - (n + \delta) k,$$

što znači da je stopa rasta po stanovniku jednaka stopi rasta štednje po stanovniku umanjenoj za dio koji treba izdvojiti kako bi se kapitalom opremila nova radna snaga te kako bi se zamijenio otpisani dug kapitala.

Ako je u modelu prisutan tehnološki napredak, neoklasični model rasta predviđa da će se i proizvodnja i količina fizičkog kapitala povećavati po stanovniku po egzogeno utvrđenoj stopi tehnološkog napretka. U neoklasičnom modelu kontinuirano povećanje fonda kapitala ili proizvodnje po stanovniku ne dovodi do povećavanja štednje i investicija. Kako raste količina kapitala, prinos ovog faktora proizvodnje opada te se zbog konstantnog udjela

investicija, količina novih investicija po stanovniku povećava po opadajućoj stopi. Tradicionalni neoklasični model predviđa da odsutnost tehnološkog napretka (ako je on dostupan odmah i svugdje, dakle ako je javno dobro), izaziva stopu rasta dohotka po stanovniku bez obzira na početne uvjete u kojima se neko gospodarstvo nalazi. U ovom modelu razlike između stopa rasta dohotka po stanovniku u gospodarstvima mogu se objasniti dinamikom tranzicije ili različitim parametrima koji determiniraju različita ravnotežna stanja nekog gospodarstva. (Mervar, 1998)

Tijekom 60-tih godina mnogi teoretičari su razvili različita mišljenja o točki stabilnosti ravnoteže u neoklasičnom modelu. R. Sato (1963, 1964) tvrdio je da neoklasični model implicira izuzetno sporu konvergenciju i da je potrebno gotovo puno stoljeće da bi se ostvarila 90 postotna konvergencija pojedinog gospodarstva prema stabilnoj točki ravnoteže. Smatra da se gospodarstvo zbog vanjskih skokova uvijek nalazi u stanju prijelaza iz jednog ravnotežnog stanja u drugo. K. Sato (1966), uveo je u teorijski model što ga je koristio R. Sato, kapitalno utjelovljen tehnološki napredak i zaključio da se konvergencija može značajno ubrzati i da bi se u tom slučaju 90 postotna konvergencija postigla u roku od 25 do 38 godina. Intenzivnim proučavanjem nisu došli do vjerodostojne procjene vremena potrebnog za punu konvergenciju, a koja bi bila primjenjiva na razvijena gospodarstva.

Solowljev model se i danas u značajnoj mjeri smatra relevantnim u doprinosu teoriji ekonomskog rasta. Međutim, od vremena nastanka Solowljevog modela, intenzivnim radom i unapređenjem u području ekonomskog rasta, nastale su baze podataka i modeli koje su omogućili da se preciznije kvantitativno predstavi iskustvo rasta u velikom broju različitih zemalja te su uvjetovali razvoj i nastanak novih teorija.

Modeli endogenog rasta naglašavaju kako je ekonomski rast endogeni rezultat ekonomskog sistema. Istraživači 80-ih i 90-ih godina nisu mogli prihvatiti da je dugoročni rast određen samo tehnološkim napretkom, već su se počeli baviti novim teorijama i naglascima da na ekonomski rast i ravnotežu utječu ekonomske politike. Dva su osnovna poticanja za razvoj novih teorija gdje se prvi prema Romeru (1986 prema Mervar, 1989) i Lucasu (1988 prema Mervar, 1989) odnosi na činjenicu da u realnom svijetu ne ostvaruje konvergencija dohotka po stanovniku kao u neoklasičnom modelu. Drugi razlog prema Romeru (1994) koji navodi kao poticaj formuliranju novih teorija rasta odnosi se na potrebu izgradnje vjerodostojne alternative modelu savršene konkurencije na nivou agregatnog

gospodarstva. Napredak u tehnologiji proizlazi iz onog što ljudi rade, a mnogi pojedinci i poduzeća imaju tržišnu moć zahvaljujući kojoj zarađuju monopolnu rentu. (Mervar, 1989)

U području endogenog ekonomskog rasta moguće je izdvojiti nekoliko osnovnih grupa modela. U prvom području analize endogenog rasta koji se uobičajeno pripisuje Romeru (1986), Lucasu (1988, 1993) i Scottu (1991), nove investicije u kapital dovode do tehnološkog napretka zahvaljujući "učenju putem rada" s konstantnim prinosima na razini pojedinog poduzeća, ali rastućim prinosima na nivou cijelog gospodarstva. Pozitivnim eksternim efektima kapitala osiguravaju da se granična proizvodnost kapitala ne smanjuje i neutraliziraju štetne posljedice rastuće količine kapitala po stanovniku. Zahvaljujući ljudskom kapitalu u ovaj tip modela su ugrađeni rastući prinosi te mogućnost neograničenog rasta. Ova prva grupa modela endogenog rasta je najbližija neoklasičnom modelu, s obzirom da je na rast moguće utjecati kroz investicije i akumulaciju kapitala. (Mervar, 1998)

Drugo područje analize endogenog rasta odnosi se na istraživanje i razvoj. Privatni prinosi se mogu smanjivati, ali zbog prisutnosti eksternalija, društveni prinosi ne opadaju pa je ravnoteža u uvjetima savršene konkurencije suboptimalna. Osnivatelji ove grupe modela su Romer (1990), Grossman i Helpman (1990) te Aghion i Howitt (1992). Modeli s monopolskom moći pretpostavljaju postojanje odvojenog tehnološkog sektora u gospodarstvu, koji opskrbljuje ostale sektore sa novim tehnologijama. U ovim modelima stopa rasta ovisi o:

- količini resursa koji su namijenjeni inovacijskoj aktivnosti odnosno istraživanju i
- razvoju,
- stupnju do kojeg nove tehnologije mogu biti privatno korištene,
- vremenskom horizontu investitora.

Također, modeli endogenog rasta u kojima monopolni profiti motiviraju inovacije su vrlo popularni, otkrivaju velik broj veza između veličina tržišta, međunarodne trgovine i rasta.

U trećem području analize endogenog rasta, rast se može shvatiti kao isključiva posljedica akumulacije kapitala gdje se kapital definira kao široka mjera svih oblika, uključujući ljudski i fizički kapital (Becker, Murphy i Tamura, 1990; Jones i Manuelli, 1990; King i Rebelo, 1990; Rebelo, 1991). U ovim modelima, kapital je vodeća snaga ekonomskog rasta te da bi bio profitabilan, konkurencija zahtijeva da bude plaćen prema graničnom trošku

koji ne smije biti niži od eskontne stope. Glavna pretpostavka ovog modela je da gospodarstva koja štede i više investiraju, brže rastu u drugom roku te tako i politike koje utječu na stopu štednje imaju bolje značenje za ekonomsko blagostanje. Povećanje stope štednje može pridonijeti stalnom povećanju rasta pa stoga različita gospodarstva ne moraju nužno konvergirati. (Mervar, 1998)

Prema Romeru (1993a, 1993b) su buduća istraživanja vezana uz ekonomski rast, i to kako izgradnja formalnih modela, tako i analiza empirijskih podataka, usmjerena prema utvrđivanju značenja "jaza ideja" u procesu ekonomskog razvitka. Zemlju kojoj nedostaje kapitala ili prirodnih resursa možemo definirati kao zemlju koja pati od "opipljivog jaza", a ona koja pati od nedostatka znanja potrebnog da stvori vrijednosti u modernom gospodarstvu kao zemlju koja pati od "jaza ideja". Romer smatra da je ljudski kapital samo input u procesu nastajanja novih ideja. Ideje su nerivalitetna dobra koja se mogu ponovo koristiti ispočetka na različitim mjestima, ali su i djelomično isključiva dobra što znači da se može djelomično isključiti njihovo korištenje zahvaljujući monopolskoj moći. Zemlja kojoj nedostaje kapitala ili prirodnih resursa naglašava potrebu štednje i akumulacije kapitala kako bi se unaprijedio ekonomski rast. (Mervar, 1999)

Također, Romer smatra da međunarodna trgovina s postojećim idejama može biti najbolja nada za razvitak u manje razvijenim zemljama. Najbolji institucionalni okvir za tradicionalna privatna dobra je stroga zaštita vlasničkih prava i slobodno tržište. Romer (1999) sugerira da je potrebna vrlo dobra diferencijacija između pojedinih oblika nerivalitetnih dobara, kako bi se utvrdilo koji su stupnjevi vlasničke zaštite pogodni za pojedine vrste tih dobara. Način za poticanje stvaranja ideja je subvencioniranje glavnog inputa odnosno ljudskog kapitala, putem subvencija za istraživanje i razvoj, odnosno obrazovanje. (Mervar, 1999)

### 3.3. Čimbenici gospodarskog rasta

Budući da ne postoji suglasnost oko najvažnijeg izvora ekonomskog rasta, razmatranje odgovarajućeg odgovora je li to tehnologija, fizički, ljudski ili pak socijalni kapital ili kada i koju vrstu kapitala povećati, krenut ćemo smjericama velikih ekonomista koji su definirali nekoliko čimbenika kao najvažnijih. Samuelson i Nordhaus (2011) navode četiri čimbenika gospodarskog rasta:

- ljudski resursi (ponuda rada, obrazovanje, vještina, disciplina, motivacija)
- prirodni resursi (zemlja, minerali, goriva, kvaliteta okoliša)
- kapital (strojevi, tvornice, ceste, intelektualno vlasništvo)
- tehnološka promjena i inovacije (znanost, strojarstvo, upravljanje, poduzetništvo)

U odnosu na svaki pojedini čimbenik jasno je da ljudske resurse predstavlja radna snaga te je prema mnogim ekonomistima radna snaga, odnosno stupanj obrazovanja, vještine i radne navike najvažniji čimbenik gospodarskog rasta. Razvoj ljudskih resursa je jedan od najvažnijih faktora dugoročnog ekonomskog razvoja na nacionalnoj, ali i lokalnoj razini. Ljudski resursi su ukupna znanja, vještine, sposobnosti, kreativne mogućnosti, motivacija i odanost kojom raspolaže neka organizacija. To je ukupna intelektualna i psihička energija koju organizacija može angažirati u ostvarivanju svojih ciljeva i razvoja poslovanja. Koncept upravljanja ljudskim resursima, nastao je u okviru ekonomskih teorija, sa svrhom povećanja učinkovitosti, efektivnosti i konkurentnosti gospodarskih organizacija. Isti se također može primijeniti na druge vrste organizacija, primjerice javnog sektora, ali prilagođen s obzirom na drugačiju vrstu i karakter organizacija. (Jambrek, Penić, 2008)

Prirodni resursi predstavljaju izvore nafte i plina, vode, šume te poljoprivredna zemljišta. S aspekta ekonomije i gospodarskog razvoja, oni predstavljaju osnovu za napredak. Mogućnost i smjer regionalnog, te nacionalnog razvoja determiniran je raspoloživošću, prostornim rasporedom, brojem lokacija i kvalitetom prirodnih resursa. Njihovo je iskorištavanje odnosno racionalno korištenje važno je za stručnjake, tako i za svakog stanovnika jedne zemlje. Prirodni čimbenici mogu olakšati (ili otežati) gospodarski razvoj odnosno mogu biti važna uporišta gospodarskoj orijentaciji zemlje te omogućavaju komparativne prednosti koje rezultiraju jeftinijom proizvodnjom i povećanjem konkurentnosti. Prirodni resursi mogu snažno doprinijeti gospodarskom razvoju čemu nam najbolje svjedoče zemlje koje su najveći proizvođači nafte, međutim, prisutni su i slučajevi

zemalja koje gotovo i da nemaju prirodnih resursa pa su dostigle zavidnu razinu gospodarskog rasta i razvoja čime možemo zaključiti kako su prirodni resursi vrlo važni, međutim, nisu neophodni. (Družić I. et al, 2003)

Kapital se može definirati kao trajno proizvedeno dobro koje se iznova koristi kao proizvodni input za daljnju proizvodnju, a kao čimbenik gospodarskog rasta uključuje različita materijalna dobra poput cesta i elektrana, opremu poput kamiona i računala, kao i nematerijalnu imovinu poput patenata, robnih marki i računalnih programa. Investicije (vodoopskrba, mjere javne zdravstvene zaštite itd.) također ubrajamo u kapital, a koje su nužne za učinkovito funkcioniranje privatnog sektora koje nazivamo temeljnim društvenim kapitalom. Svakako da posjedovanje vrhunskih postrojenja, tvornica i cesta pridonosi gospodarskom rastu, a to je dokazano višekratno kroz samu povijest. U budućnosti bi naglasak dodatno mogao biti na intelektualnom vlasništvu razvijajući nove načine za ubrzavanje gospodarskog rasta..(Samuelson i Nordhaus, 2011)

Tehnološka promjena i inovacija u suštini predstavlja uvođenje nove promjene u način rada, primjerice inovacija u smislu novog stroja ili tehnološka promjena u smislu novog stroja koji će značajno poboljšati produktivnost. U ovom dijelu svakako je najznačajniji napredak u informatičkoj tehnologiji i razvijanju novih informatičkih programa koji će sve značajnije doprinosti gospodarskom rastu. (Samuelson i Nordhaus, 2011)

Tehnološki napredak omogućuje rast izlaza čak i ako se ne povećavaju kapital ili rad, radi toga je jedan od osnovnih čimbenika ekonomskog rasta. Tehnološki napredak povećava output (izlaznost) izravno kroz proizvodnu funkciju, a također povećava i ukupni kapital. Gospodarski rast i razvoj temelje se na kombinaciji optimalnog funkcioniranja obrazovnog sustava i razine razvoja istraživačkih kapaciteta koji utječu na razvoj inovacija i tehnologije. Naime, obrazovani zaposlenici, postaju pokretač stvaranja znanja koja omogućuju veći broj inovacija. Inovacije dovode do tehnoloških promjena koje značajno ubrzavaju gospodarski rast. ( Beran, Munitić i Krželj Čolović, 2013)

Također, kao jedan od važnijih čimbenika gospodarske uspješnosti, inovacije se mogu promatrati s mikroekonomskog i makroekonomskog stajališta. Makroekonomska uspješnost rezultat je mikroekonomskog koncepta primjene inovacija u poduzećima. S mikroekonomskog stajališta inovacije se mogu promatrati kao procesi koji povećavaju

dodanu vrijednost poduzeća, primjerice putem povećanja prodaje ili smanjenja troškova. Na razini gospodarstva, BDP mjeri agregatnu vrijednost koju su stvorila sva poduzeća u zemlji, a gospodarski rast se definira kao trend kontinuiranog rasta BDP-a po glavi stanovnika. Iz navedenog slijedi da su inovacije poduzeća važni pokretači rasta BDP-a. U novije vrijeme postoje indeksi kojima se nastoji odrediti inovacijski potencijal i razina inovativnosti pojedine zemlje. (Pavličić, 2016)



## **4. UTJECAJ ZADUŽENOSTI NA GOSPODARSKI RAST**

U ovom poglavlju se detaljnije izlažu pojedini pristupi i škole o utjecaju duga na gospodarski rast kao i učinak istiskivanja na gospodarski rast. Utjecaj zaduženosti, odnosno javnog i vanjskog duga na gospodarski rast je višestruk i isprepleten pa se ovom problematikom bavi niz autora pri čemu se može doći do nekoliko zaključaka. Povijesna istraživanja međuodnosa zaduženosti i gospodarskog rasta potvrdila su da se zemlje koje prijeđu razinu javnog duga od 90% suočavaju sa značajnim smanjenjem stopa gospodarskog rasta iz razloga što povećanje zaduženosti rezultira povećanjem kamatnih stopa, a što sve smanjuje investicije u BDP-u i dodatno poskupljuje zaduživanje.

### **4.1. Teorijske postavke utjecaja javnog i vanjskog duga na gospodarski rast**

Iako su ekonomski teoretičari poput Adama Smitha, Ricarda, Solowa, Romera i ostalih proučavali utjecaj brojnih čimbenika na gospodarski rast, također su nastale teorijske postavke utjecaja javnog duga na gospodarski rast tijekom 20. stoljeća i to pozivajući se na tri različite škole. Općenito, postoje tri osnovne škole o ekonomskim učincima fiskalnih deficita: neoklasična, kejnzijanska, rikardijanska škola.

Neoklasična škola se temelji na pretpostavci da društvo planira dugoročno glede svoje potrošnje, da je čovjekov vijek ograničen te da se generacije preklapaju, no da u svakom razdoblju postoji ravnoteža. Potrošnja stanovništva se povećava povećanjem proračunskog deficita tako što se prebacuje porezni teret na buduće generacije. Povećana potrošnja može dovesti do smanjene štednje u situaciji kada su svi ekonomski resursi iskorišteni. Zbog smanjene štednje dolazi i do povećanja kamatnih stopa na tržištu kapitala. Deficiti koji su postojani u dugom vremenu smanjuju privatnu akumulaciju kapitala te se tako smanjuje i gospodarski rast. Fiskalna konsolidacija podrazumijeva smanjenje proračunskih rashoda, no prema ovoj teoriji ne mora doći do negativnih posljedica na gospodarski rast jer se smatra da manja državna potrošnja dovodi do nižih kamatnih stopa, deprecijacije tečaja te na temelju pozitivnih očekivanja poništavaju se negativni efekti na gospodarstvo što znači da manji proračunski deficit može smanjiti kamatne stope ako se smanji percipirani rizik glede visoke inflacije u budućem razdoblju jer će biti jeftinija otplata duga. (Švaljek, 1999)

Provođenjem fiskalne konsolidacije poduzećima i stanovništvu zemalja koje su u velikim fiskalnim problemima daje se do znanja da treba urediti svoje račune te tako oni imaju percepciju da će se država u budućnosti manje zaduživati te će se smanjiti kamatne stope. Kao posljedica toga dolazi do povećanja investicija i gospodarske aktivnosti i u kratkom i u dugom roku. Stanovništvo percipira niže porezne stope u budućnosti što je rezultat postizanja kakve takve fiskalne ravnoteže. Ovaj slijed događaja je glavni kanal kroz koji se povećava osobna potrošnja te gospodarski rast (Švaljek, 1999).

Keynesijanska škola ima drugačije pretpostavke od neoklasične. Temelji na kratkovidnosti društva i ograničenosti likvidnosti. Kada dolazi do privremenog smanjenja poreza pojavljuje se kvantitativan utjecaj na agregatnu potražnju. U ovoj teoriji jedna od pretpostavki je i ta da svi ekonomski resursi nisu uposljeni. Tu dolazi na vidjelo značenje multiplikatora gdje u početku podzaposlenosti resursa nacionalni dohodak raste te generira nove učinke aktivirajući multiplikator. Pravovremeni deficiti imaju povoljan utjecaj na blagostanje, no povećanje agregatne potražnje potaknuto deficitom može imati i negativne učinke. U situaciji pune zaposlenosti i fiksne ponude novca, povećana potražnja za novcem dovodi do povećanja kamatnih stopa i pada investicija što znači i pad gospodarskog rasta. Da se zaključiti da učinak keynezijanske škole ovisi o stanju gospodarstva. (Švaljek, 1999)

U slučaju povećanja državne potrošnje doći će do povećanja osobne potrošnje te do povećanja BDP-a. To podrazumijeva da država troši novce na kupnju dobara i usluga, na transfere stanovništva ili pak na kapitalna ulaganja. Kao što je i poznato fiskalna konsolidacija zahtijeva smanjenje državne potrošnje kako bi se smanjio proračunski deficit i javni dug doveo u stanje održivosti. No prema keynezijanskoj teoriji takvo smanjenje može rezultirati produbljanjem recesije. (Švaljek, 1999)

Ricardova teza jednakosti tvrdila je da je utjecaj javnog duga neutralan ili irelevantan za gospodarski rast. Prema Ricardovoj teoriji jednakosti, gospodarski subjekti su predvidljivi te uzimaju u obzir trenutno smanjenje poreza kao budući porezni teret. U ovoj teoriji subjekti shvaćaju da trenutna vrijednost poreza ovisi o stvarnoj potrošnji, a ne o trenutku nastajanja ili ukidanja poreza te sukladno navedenom povećanje javnog duga ne može stimulirati agregatnu potražnju pa samim time porast duga nema realne učinke. Ricardov teorem jednakosti oživio je profesor Robert Barro koji je u obliku teorema prikazao da je za gospodarska kretanja svejedno financira li se javni dug oporezivanjem ili izdavanjem državnih obveznica. (Švaljek, 1999)

Reinhart i Rogoff (2010) tvrde kako je gospodarski rast moguć sve do razine javnog duga u BDP-u do 90% kada gospodarski rast oštro pada ili je barem na nuli. Proučavali su stope rasta BDP-a kroz pet intervala : do 30%, 30%-60%, 60%-90%, 90-120% te iznad 120% što je prikazano na slici 3.

Slika 3. Prikaz razine javnog duga u BDP-u

	Razina javnog duga u BDP-u			
	ispod 30%	30-60%	60-90%	90% i više
<b>Prosječan realni rast BDP-a</b>	<b>4,1</b>	<b>2,8</b>	<b>2,8</b>	<b>-0,01</b>

Izvor: Herdon T., Ash M. i Pollin R. (2013) : Does High Public Debt Constitenently Stifle Economic Growth?, Political Economy Research Institute, str. 2-3.

Kumar i Woo (2010) smatraju kako kontinuirano visoke razine javnog duga za posljedicu mogu imati štetne utjecaje na akumulaciju kapitala i produktivnost, a u konačnici i štetan učinak na gospodarski rast. . ( Škrinjarić i Orlović, 2017)

Prema kejnzejijanskom pristupu prema ekonomskoj politici Bauma, Checherita-Westphala i Rothera (2012) pozitivni učinci javnog duga na rast BDP-a se smanjuju pri visokim razinama javnog duga te mogu postati negativni. Ako su razine javnog duga niske, njegovo dodatno smanjenje bi smanjilo BDP u kratkom roku, što je u skladu s kejnzejijanskim multiplikatorom. ( Škrinjarić i Orlović, 2017)

Stiglitz, Patillo, Ricci i Poirson (2002) objašnjavaju kako je zemlji potreban porast zaduženja u stanovitoj mjeri kako bi se ubrzao gospodarski rast, ali nakon određene granice dolazi do pritiska na privatne investicije i do smanjenja ukupnog outputa zemlje. . ( Škrinjarić i Orlović, 2017)

U posljednjih nekoliko desetljeća empirijske studije bile su primarno usmjerene na ekonomije u razvoju s glavnim ciljem ispitivanja javnog i vanjskog duga. Tek nakon krize koja je dosegla globalnu razinu 2008. godine više pozornosti je pridano razvijenim ekonomijama unutar Europske unije posebice u kontekstu krize euro zone poljuljane visokom razinom javnog duga. (Švaljek, 1999)

U tranzicijskim zemljama kao i u Republici Hrvatskoj zbog posljedica ratne agresije, državni je proračun ostao uskraćen za mnoge prihode koji bi u drugim okolnostima imao te je uslijed toga postojala potreba da se i sredstva od prodaje državne imovine koriste za

financiranje državnog proračuna, čak i deficita na računu tekućih proračunskih prihoda i rashoda, što svakako nije dobro.

Prema Švaljek (1999), iako ne postoji mehanizam koji bi izravno povezivao fiskalni deficit i javni dug s gospodarskim rastom, moglo bi se pronaći niz razloga zbog kojih bi trajni deficit, odnosno javni dug, posredno, mogli nepovoljno djelovati na gospodarski rast. Osnovni kanali putem kojih nastaju negativni učinci deficita i javnog duga na gospodarski rast su:

1. Istiskivanje privatnih investicija - kada se država zadužuje onda se povećava i ukupna potražnja gospodarstva za kreditima što može uzrokovati porast kamatnih stopa na tržištu kapitala i posljedično obeshrabiliti posuđivanje privatnih investitora. Ako postoji kontrola kamatnih stopa javni sektor može potisnuti privatni sektor glede nadmetanja za kredite putem različitih oblika implicitnih poreza na financijska sredstva. U ovakvoj situaciji je mala vjerojatnost da privremeni deficit utječe na gospodarski rast jer je njegovo djelovanje ograničeno na konjunkturalna kretanja. Ukoliko postoje očekivanja viših poreza radi pokrivanja rastućeg duga tada investitori mogu odustati od investicija zbog neizvjesnosti budućih kretanja makroekonomskih uvjeta što nepovoljno može djelovati na odluke o zapošljavanju, a dugoročno na gospodarski rast.

2. Istiskivanje izvoza - kao posljedica deficita najvjerojatnije je da se dogodi porast kamatnih stopa što privlači strane investicije. Tako dolazi do potražnje za domaćom valutom. U situaciji fleksibilnog deviznog tečaja porast potražnje uzrokuje aprecijaciju domaće valute te posljedično trgovinski deficit. Kada država postane neto uvoznik dobara, onda postane i neto izvoznik imovine. U dugom roku dolazi do pada nacionalnog dohotka što ne mora značiti i pad domaćeg proizvoda.

3. Porast udjela izdataka za kamate u ukupnoj državnoj potrošnji - rastući udio javnog duga u BDP-u uglavnom dovodi do porasta rashoda države za plaćanje kamata. Sve to smanjuje gospodarski rast. Financiranje duga ponovnim zaduživanjem dovodi do krize solventnosti države jer vjerovnici traže premiju rizika. Ako se dug pak financira smanjenjem ostalih izdataka, država najprije poseže za kapitalnim izdacima.

4. Servisiranje duga koje umanjuje šanse za rast - utjecaj visokog udjela javnog duga u BDP-u na rast je nepovoljan bez obzira financira li se zaduživanjem u zemlji ili

inozemstvu. Ako se zadužuje u zemlji kod stanovništva dolazi do redistribucije dohotka u korist vlasnika vrijednosnih papira. To može nepovoljno utjecati na rast jer oni koji kupuju državne vrijednosne papire su starija kategorija stanovništva i preferiraju potrošnju, a ne štednju. Ako je pak riječ o zaduživanju u inozemstvu dolazi do problema u bilanci plaćanja. Kako bi se otplatio dug postoji potreba za transferiranjem povećanog dijela domaćih resursa u inozemstvo te se mora ostvariti veći suficit trgovinske razmjene. Taj višak u razmjeni može nastati samo u privatnome sektoru. S obzirom na to da država mora osigurati viškove na domaćim fiskalnim računima da bi na neinflatoran način mogla kupovati stranu valutu od privatnog sektora, problem nastaje kada privatni sektor nema dovoljno strane valute, tj. ako je i on zadužen.

5. Financijska stabilnost - uzrok financijske nestabilnosti mogu biti pritisci na monetarnu politiku npr. porast novčane mase ili porast kamatne stope, osjetljivost domaće financijske stabilnosti na promjene kamatnih stopa na međunarodnim tržištima kapitala, promjena psihološkog odnosa gospodarskih subjekata prema tržištima novca i kapitala.

Također, mnogi ekonomisti smatraju kako postoji mogućnost da se uspostavi pozitivna veza između veličine javnog duga i stopa gospodarskog rasta. Prema teorijama, Gillesa (1994), dokazuje mogućnost postojanja komplementarnosti između javnog duga i razvitka financijske infrastrukture, a time i ukupnog rasta. Razvio je međugeneracijski model kojim dokazuje kako javni dug pogoduje gospodarskom rastu te je zaključio da u uvjetima slabije gospodarske razvijenosti kada je štednja ograničena financijskom nerazvijenošću, emisija javnog duga i upravljanje javnim dugom dovodi do razvitka financijskog sektora i privlačenja veće količine štednje, što otvara mogućnost za akumulaciju fizičkog kapitala i za rast. Smatra da konačan utjecaj javnog duga na gospodarski rast ovisi o kreditnoj sposobnosti države i udjelu štednje u financijskom sustavu.

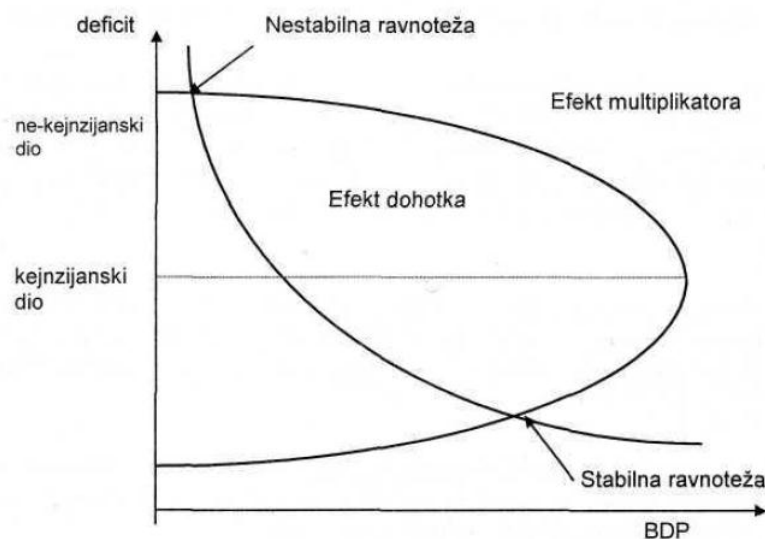
Prema Eisneru (1988,1989,1992) postoji pozitivna veza između nacionalnog dohotka i deficita te smatra da deficit izmjeren na pravilan način može značajno stimulirati agregatnu gospodarsku aktivnost, što je dokazao i empirijskim istraživanjima. Smatra da ako zbog smanjenja budžetskog deficita padaju neto ukupne investicije da će to umanjiti kapital sljedeće generacije. Ako se Eisnerovi modeli primijene na neke druge zemlje osim SAD-a, veza više nije niti jaka niti uvijek pozitivna. Teorije se temelje na nerealnim pretpostavkama

kao što je da dug nije indeksiran i da je izražen u domaćoj valuti, inflacija ne uzrokuje troškove i sl.

Eichengreen (1998) smatra da je odnos između fiskalnog deficita i gospodarskog rasta dvosmjernan. Fiskalni deficit utječe na gospodarski rast i taj je utjecaj ovisan o početnim uvjetima. Ako je fiskalna politika održiva, fiskalni će deficit moći djelovati ekspanzivno, što je u skladu s kejnzijanskom teorijom. Kada fiskalna politika nije održiva, deficit ima negativne multiplikativne efekte. Održivost fiskalne politike određuju postojeća razina zaduženosti, visina stope rasta gospodarstva i realna kamatna stopa na javni dug. Kada BDP raste, porezni se prihodi povećavaju zbog porasta implicitne porezne osnovice. Istodobno se smanjuju transferni izdaci te dolazi do pada deficita. Proizlazi da postoje dvije ravnotežne točke koje predstavljaju izbor fiskalne politike koja odgovara postojećim razinama BDP-a. Među njima je stabilna samo ravnoteža s niskim deficitom, koja se ostvaruje pri višoj razini BDP-a. (Švaljek, 1999)

U nastavku na slici je prikazano međudjelovanje fiskalne politike i BDP-a. Prema Eichengreenu na osi X se nalazi BDP, a na osi Y je prikazan deficit. Krivulja koja je u početku negativnog nagiba pokazuje utjecaj BDP-a na deficit dok krivulja koja je pozitivnog nagiba pokazuje izravan učinak utjecaja BDP- na deficit. Izravan učinak BDP-a na deficit se naziva učinak multiplikatora. Multiplikator može poprimiti pozitivne i negativne vrijednosti .

Slika 4. Međudjelovanje fiskalne politike i BDP-a



Izvor: Eichengreen (1998), Švaljek (1999), Utjecaj fiskalnog deficita i javnog duga na gospodarski rast, Privredna kretanja i ekonomska politika br.73, str. 173

## 4.2. Učinak istiskivanja na gospodarski rast

Učinak istiskivanja (engl.crowding out) definira se kao smanjivanje privatnih investicija koje nastaje kao posljedica postojanja deficita državnog proračuna. Istiskivanje privatnih investicija proračunskim deficitom objašnjava se kretanjima na financijskim tržištima. Dakle, kada se država odluči na potrošnju u uvjetima veće potrošnje, no što ubire poreza, prisiljena je posegnuti za sredstvima stanovništva emisijom državnih obveznica. Emisijom državnih obveznica iste se pojavljuju na tržištu zajedno s ostalim investicijskim opcijama, kao što su dionice i ostali vrijednosni papiri privatnih poduzeća. S obzirom da je ponuda novca raspoloživa za investicije na tržištu jednaka, emisijom državnih obveznica dolazi do rasta potražnje što za posljedicu ima rast kamatnih stopa na vrijednosne papire. Viša kamatna stopa obeshrabruje investitore odnosno ako neki investitor odluči ulagati u državne obveznice tada ostaje manje raspoloživih sredstava za investiranje u dionice privatnih poduzeća. Manje investicije znače manji fond kapitala za buduće naraštaje, a manji obujam kapitala znači i niži potencijalni bruto domaći proizvod. (Kesner-Škreb, 1996)

Mnogi zagovornici ekspanzivne politike i učinka istiskivanja imaju mišljenje kako povećanje deficitarnog trošenja istiskuje točno isti iznos investicija te nestaje neto učinak povećanog deficita na ukupnu potražnju. Na privatne investicije utječu i druge varijable pa će poduzeća nastaviti investirati bez obzira na to kad proračunski deficit podigne kamatne stope.

Nasuprot učinku istiskivanja imamo učinak poticanja (crowding in). Deficitarnom trošenju se povećava sklonost u doba recesije kako bi se oživjela ukupna ekonomska aktivnost i zaposlili neiskorišteni kapaciteti. Kako se djelatnost u cijelom gospodarstvu ubrzava, tako i poduzeća smatraju da je potrebno, a ujedno i profitabilno povećati kapacitete kako bi se zadovoljila povećana potražnja potrošača. Tako je povećano proračunsko trošenje potaklo privatne investicije, a nije ih smanjilo kako bi se moglo predvidjeti prema hipotezi zasnovanoj na učinku istiskivanja. Može se čak dogoditi da privatni ulagači sada mogu posuditi više nego što su mogli prije, bez obzira što se povećalo državno zaduživanje na financijskom tržištu. Jačina poticanja ovisi o tome koliko je dodatnog realnog BDP-a nastalo

povećanim državnim trošenjem te o osjetljivosti privatnih investicija na poboljšanje mogućnosti za ostvarivanje profita koji dolaze s ubrzanim rastom. (Kesner-Škreb,1996)

Često se postavlja pitanje koji će učinak u nekom gospodarstvu prevladati. Učinak istiskivanja proizlazi iz povećanja kamatnih stopa do kojeg dovodi postojanje proračunskog deficita, a učinak poticanja dolazi do bržeg gospodarskog rasta koje ponekad prati postojanje deficita. Učinci istiskivanja odnosno učinci poticanja privatnih investicija u uvjetima proračunskog deficita ovise o mnogo čimbenika. (Kesner-Škreb,1996) :

- mjere koje primjenjuje središnja banka na području monetarne politike, odnosno koliki porast kamatnih stopa ona smatra prihvatljivim,
- nalazi li se gospodarstvu u fazi uzleta ili recesije,
- razvijenosti i transparentnosti financijskih tržišta,
- štednim navikama stanovništva,
- priljevu inozemnog kapitala i sl.



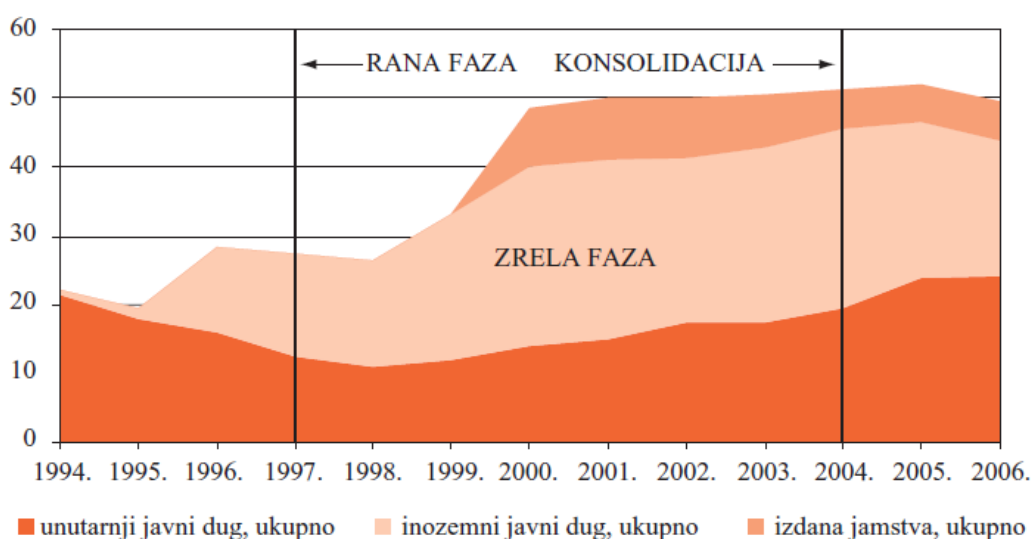
## 5. JAVNI DUG RH

U ovom poglavlju će se prikazati struktura i kretanje javnog duga u RH te u drugom dijelu prikazati ciljevi upravljanja javnim dugom RH. Pregledom svih podataka razvidno je kako je niz godina bilo prisutno povećanje javnog duga, dok se od 2016. godine pa nadalje bilježe i smanjenja razine javnog duga prije svega potaknuta blagim gospodarskim oporavkom. Daljnje smanjenje javnog duga bit će moguće samo uz značajnije stope gospodarskog rasta pri čemu su s aspekta Republike Hrvatske najveća očekivanja i izvjesno najbrža stopa rasta u turizmu.

### 5.1. Kretanje i povijest nastanka javnog duga RH

Kada promatramo strukturu i kretanje javnog duga može se vidjeti kako je svako razdoblje značajnijeg povećanja javnog duga bilo popraćeno određenim poremećajima. Prema nastanku, kretanju visine i strukture javnog duga, faze u Republici Hrvatskoj mogu se podijeliti u tri podrazdoblja. Razdoblje od 1991. do 1996. rana je faza akumuliranja javnog duga, razdoblje od 1997. do 2003. ima obilježja zrele faze, da bi 2004. godine počelo razdoblje suzbijanja daljnjeg rasta javnog duga, odnosno faza konsolidacije. (Švaljek, 1999).

Grafikon 1: Dug konsolidirane središnje države od 1994- 2006. (u %BDP-a)



Izvor: Institut za javne financije, Hrvatska narodna banka, pristupljeno <http://www.ijf.hr/rosen/rosenic/dug.pdf> [pristupljeno 18.02.2108.]

Prema podacima Hrvatske gospodarske komore, u *ranoj fazi* podaci o javnom dugu u Hrvatskoj nisu cjeloviti za kompletno razdoblje do 2000. godine pri čemu je teško rekonstruirati situaciju do 1994. godine. U *ranoj fazi* Hrvatska je 1993. godine preuzela dugove bivše SFRJ u iznosu od 135 milijuna USD. Također, sporazumom članica tzv. Pariškog kluba 1995. godine Hrvatska je preuzela dugove SFRJ te s završila pregovore s poslovnim bankama Londonskog kluba 1996. godine, a ukupni iznos duga iznosio je 2,5 milijardi USD. Kako je država naslijedila problem stare devizne štednje, zbog velikog broja građana kojima je to bila životna ušteđevina, deviznu štednju je priznala kao dug. Javni dug po staroj deviznoj štednji iznosio je otprilike današnjih 2,5 milijardi eura.

Za financiranje otplate glavnice i kamata, država je izdala nekoliko serija državnih obveznica. Dug koji je nastao u razdoblju od 1991. do 1996. godine bio je povezan sa specifičnim potrebama države i namjenama prikupljenih sredstava. Tijekom 1992. i 1993. godine izdane su tri emisije obveznica za obnovu ratom uništenih gospodarskih kapaciteta i kulturne baštine. Zbog gomilanja velikih gubitaka u poduzećima i bankama, država je odlučila potpomoći sanaciju poduzeća i banaka emisijom državnih obveznica i time izbjeći slom bankarskog sustava i gospodarstva. Kraj rane faze nastanka javnog duga obilježile su prve emisije trezorskih zapisa 1996. godine te zaduživanje na inozemnom tržištu Hrvatske i 28 poslovnih banaka. U toj fazi javni dug opće države iznosio je prosječno 0,7% BDP-a, a visina duga je u prosjeku iznosila 23,3% BDP-a. (Švaljek, 1999)

U razdoblju *zrele faze* državna potrošnja je sve više rasla i uzrokovala je visoke proračunske deficite te su se pojavili različiti oblici zaduživanja u zemlji i inozemstvu. Kratkoročno zaduživanje na domaćem tržištu odvijalo se izdavanjem trezorskih zapisa radi usklađivanja prihoda i rashoda. U početku trezorski zapisi su imali rok dospijeca 49 i 91 dan, u 1997. godini rok dospijeca je bio 182 dana da bi se u drugoj polovici 2002. godine ukinuo rok od 42 dana i povećao na rok dospijeca od 364 dana kako bi se smanjio rizik njihova refinanciranja. (Švaljek, 1999)

Unutarnji javni dug dodatno je narastao početkom mirovinske reforme 1999. godine, kojom je 2002. godine uveden trodijelni (trostupni) sustav mirovinskog osiguranja. Reformom je dio doprinosa za mirovinsko osiguranje umjesto u Hrvatski zavod za mirovinsko osiguranje preusmjeren na račune dobrovoljnih mirovinskih fondova, odnosno u drugi stup čime su smanjeni prihodi u prvom stupu mirovinskog osiguranja, odnosno prihodi Hrvatskog fonda za mirovinsko osiguranje kao dijela konsolidirane središnje države te je

nedostajuća sredstva država morala pribaviti zaduživanjem. Od 1999. godine država je u pravilu svaki put barem jednom u 6 mjeseci u inozemstvu plasirala novo izdanje državnih obveznica. U 2003. godini država je prvi put na hrvatskom području emitirala prvu državnu obveznicu denominiranu u kunama. Potražnja za obveznicom bila je velika zbog velike likvidnosti na tržištu i visoke kamatne stope od 6,125%. Hrvatska je u tom razdoblju uzimala različite zajmove od međunarodnih svjetskih organizacija, Svjetske banke, Europske banke za obnovu i razvitak, Razvojne banke Vijeća Europe i Europske investicijske banke. U razdoblju od 1997. do 2003. deficit opće države prosječno je iznosio 5,2% BDP-a, a visina duga je porasla na oko 35% BDP-a. (Švaljek, 1999)

U fazi *konsolidacije javnog duga* zbog daljnjeg rasta inozemne zaduženosti, Ministarstvo financija 2004. godine je počelo naglašavati važnost fiskalne konsolidacije koja podrazumijeva potpuno smanjivanje proračunskog manjka i stabiliziranje udjela vanjskog duga u BDP-u. Nova strategija je obuhvaćala zaduživanje države na domaćem tržištu te se tako u razdoblju od 2004. i 2006. godine osjetno smanjila stopa porasta duga na 8%. Vlada je najavila smanjenje razine deficita opće države te porast javnog duga. Kreditnu sposobnost Hrvatske ocjenjuju 4 vodeće svjetske organizacije za utvrđivanje kreditne sposobnosti: Moody's Investors Service, Standard&Poor's, Fitch Ratings te Rating and Investment Information. Kreditne ocjene Hrvatske se nisu mijenjale sedam godina pa je agencija Standard&Poor's 2004. godine povisila kreditnu ocjenu s BBB- na BBB. Takva se promjena kreditne ocjene dogodila gotovo istodobno kada je Hrvatska dobila status kandidatkinje za punopravno članstvo u EU pa se može zaključiti da je na to više utjecala promijenjena politička situacija nego poboljšanje gospodarske situacije. (Švaljek, 1999)

Prema podacima Hrvatske gospodarske komore u razdoblju od 1999. godine do 2014. godine javni dug je povećan za 231,1 milijardu kuna ili za skoro šest puta, pri čemu je udio javnog duga u BDP-u narastao sa 29,1% na 85,0%. Prosječan godišnji rast javnog duga u promatranih petnaest godina iznosio je 12,4%. Međutim uslijed nove krize u narednim godinama nastavio se povećavati javni dug sve do 2016. godine kada je zabilježen prvi blaži pad javnog duga uslijed blagog gospodarskog oporavka.

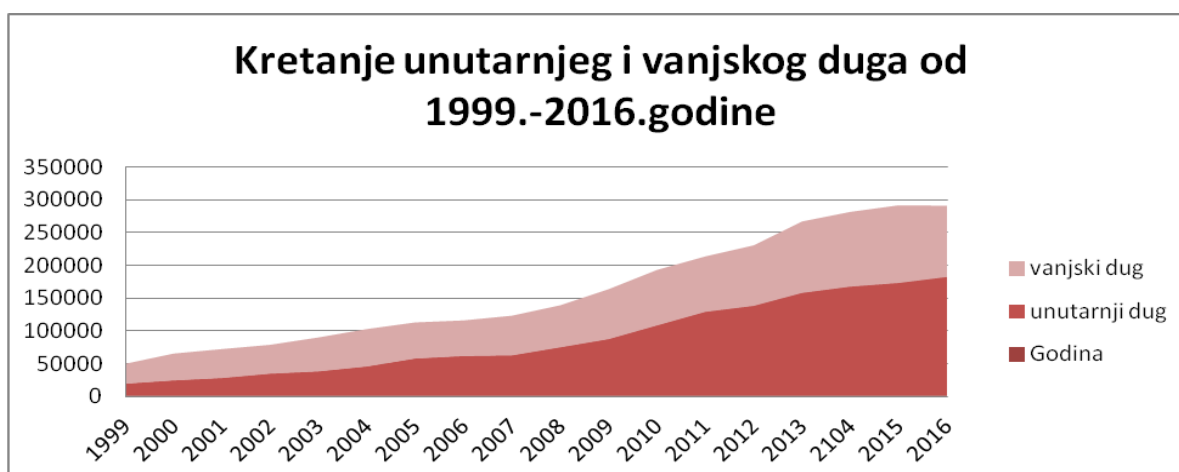
## 5.2. Struktura javnog duga RH

U ovom dijelu prikazat će se struktura javnog duga RH prema kriteriju podrijetla, odnosno prema vrsti vjerovnika, zatim prema kamatnoj strukturi te valutnoj strukturi i ročnosti.

Kada gledamo dug prema podrijetlu u razdoblju od 1999. od 2016. godine, možemo vidjeti da je 2005. godine prvi put unutarnji dug bio veći od inozemnog duga te je od te godine konstantno unutarnji dug veći od inozemnog duga. Također je vidljivo kako je s godinama sve veća razlika između unutarnjeg i inozemnog duga u korist unutarnjeg duga pa se tako u 2016. godini gotovo 65% ukupnog javnog duga odnosilo na unutarnji dug opće države i to najvećim dijelom na dugoročne dužničke vrijednosne papire. Kada u strukturi unutarnjeg duga opće države promatramo kredite, vidljivo je da su oni konstantno rasli do 2012. godine, od kada praktički stagniraju, izuzev 2016. godine kada je zamjetan nešto osjetniji pad.

Strukturu inozemnog duga opće države gotovo u cijelosti čine dugoročni dužnički vrijednosni papiri i krediti pri čemu je 2016. godine također primjetno značajnije smanjenje udjela dugoročnih dužničkih vrijednosnih papira čime je i smanjen inozemni dug opće države.

Grafikon 2 : Kretanje javnog duga prema podrijetlu od 1999.-2016. godine



Izvor: Izrada autora autora prema podacima Godišnjaka Ministarstva financija za 2015. godinu

Tablica br.2: Struktura javnog dug Republike Hrvatske u razdoblju 1999. – 2016. prema podrijetlu, odnosno vjerovniku

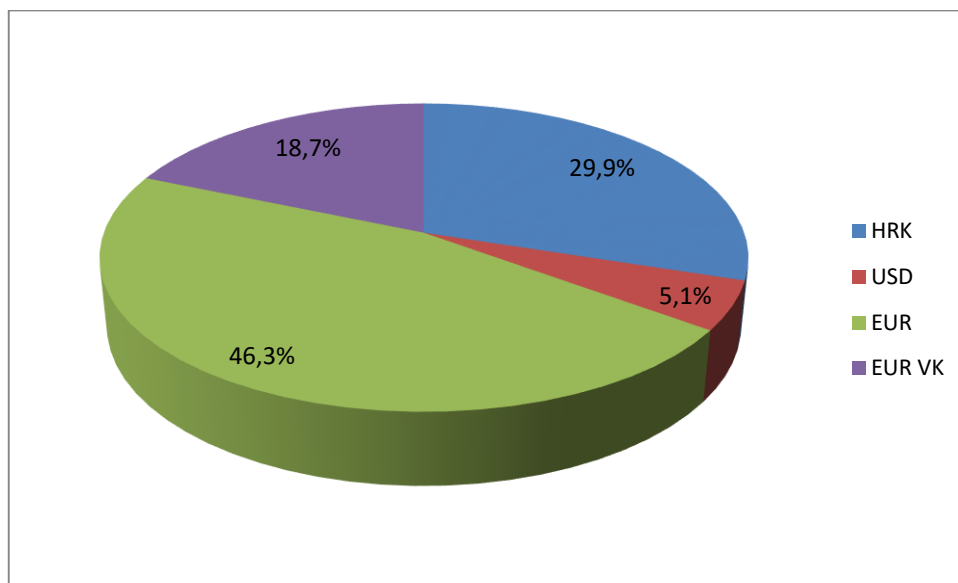
Dug opće države na kraju razdoblja u milijunima kuna	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2104	2015	2016
<b>1. Unutarnji dug opće države</b>	<b>18.007,9</b>	<b>23.030,9</b>	<b>26.701,1</b>	<b>33.331,4</b>	<b>36.790,1</b>	<b>44.237,7</b>	<b>56.321,8</b>	<b>60.163,8</b>	<b>61.173,5</b>	<b>73.469,8</b>	<b>85.942,1</b>	<b>106.713,9</b>	127.451,1	136.590,3	156.250,0	165.714,9	171.459,5	<b>180.591,3</b>
1.1. Unutarnji dug opće države	16.377,5	16.574,3	19.640,3	24.317,1	29.010,3	38.395,1	50.560,5	53.017,0	52.599,9	68.256,8	79.958,0	103.140,8	123.766,9	132.982,2	151.670,6	160.753,6	166.768,8	176.249,7
Kratkoročni dužnički vrijednosni papiri	776,7	2.570,6	4.972,0	5.632,7	6.548,1	9.022,5	12.465,4	11.740,1	11.651,8	14.982,7	18.148,9	17.198,1	19.308,5	18.259,6	22.838,9	24.235,4	18.759,3	17.584,0
Dugoročni dužnički vrijednosni papiri	14.191,6	12.017,7	13.390,5	16.551,1	17.911,3	23.830,4	29.796,4	33.641,7	34.936,9	36.086,7	36.992,5	49.323,8	56.256,2	63.539,7	72.884,6	837.545,0	94.224,1	111.249,2
Kredit	1.409,2	1.986,0	1.277,9	2.133,3	4.550,9	5.542,2	8.298,6	7.635,3	6.011,2	17.187,4	24.816,7	36.618,9	48.202,2	51.182,9	55.947,2	52.745,7	53.749,4	47.416,4
1.2. Unutarnji dug fondova socijalne skrbi	1.176,5	5.781,3	6.342,5	8.202,6	6.845,6	4.434,7	4.352,8	5.520,8	6.639,8	3.242,3	3.904,0	1,0	2,3	1,6	0,9	3,5	1,9	0,6
Kratkoročni dužnički vrijednosni papiri	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Dugoročni dužnički vrijednosni papiri	0,0	4.194,3	4.068,3	4.108,1	3.418,2	1.726,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Kredit	1.176,5	1.587,0	2.274,3	4.094,5	3.427,4	2.708,6	4.352,8	5.520,8	6.639,8	3.242,3	3.904,0	1,0	2,3	1,6	0,9	3,5	1,9	0,6
1.3. Unutarnji dug lokalne države	943,7	1.223,4	1.299,5	1.428,3	1.632,3	2.037,9	1.952,9	2.106,3	2.361,6	2.384,2	2.442,5	3.756,9	3.854,3	3.768,0	4.761,2	5.174,5	49.563,3	4.673,7
Kratkoročni dužnički vrijednosni papiri	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Dugoročni dužnički vrijednosni papiri	7,0	3,5	0,0	0,0	0,0	197,6	149,4	246,9	364,8	416,2	406,8	384,9	260,2	209,1	151,7	74,8	59,5	13,4
Kredit	936,7	1.219,9	1.299,5	1.428,3	1.632,3	1.840,2	1.803,5	1.859,4	1.996,8	1.968,0	2.035,7	3.372,0	3.594,1	3.559,0	4.609,5	5.099,7	4.996,9	4.660,3
<b>2. Inozemni dug opće države</b>	<b>30.466,4</b>	<b>40.952,2</b>	<b>44.134,4</b>	<b>44.082,3</b>	<b>51.798,5</b>	<b>57.066,3</b>	<b>55.138,8</b>	<b>54.297,7</b>	<b>60.480,8</b>	<b>64.089,5</b>	<b>76.128,5</b>	<b>84.574,0</b>	<b>84.446,8</b>	<b>92.199,5</b>	<b>108.883,6</b>	<b>113.858,9</b>	<b>118.209,3</b>	<b>108.484,6</b>
2.1. Inozemni dug središnje države	28.858,9	39.338,4	42.548,2	41.134,8	47.231,4	49.136,2	46.208,6	45.244,8	50.260,0	61.669,8	73.500,2	83.917,3	83.882,3	91.686,8	109.400,2	113.377,9	117.795,7	108.109,3
Kratkoročni dužnički vrijednosni papiri	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	68,0	920,1	323,5	183,5	1.301,4	3.520,5	1.205,3	895,1	539,8	642,5	62,7	13,5
Dugoročni dužnički vrijednosni papiri	19.294,0	25.617,6	30.725,7	28.459,9	33.302,8	35.929,2	31.707,0	29.243,8	29.638,7	27.764,9	35.306,5	37.427,1	40.627,9	47.486,5	62.695,6	64.692,2	68.125,6	58.451,1
Kredit	9.564,9	13.720,8	11.822,5	12.674,8	13.928,6	13.207,0	14.433,6	15.080,9	20.297,9	33.721,3	36.892,3	42.969,7	42.049,0	43.305,2	46.164,8	48.043,2	49.607,3	49.644,6
2.2. Inozemni dug fondova socijalne sigurnosti	1.188,3	1.161,7	1.111,3	2.557,6	4.251,1	7.689,5	8.689,1	8.862,1	9.898,8	1.998,0	1.891,9	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Kratkoročni dužnički vrijednosni papiri	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Dugoročni dužnički vrijednosni papiri	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Kredit	1.188,3	1.161,7	1.111,3	2.557,6	4.251,1	7.689,5	8.689,1	8.862,1	9.898,8	1.998,0	1.891,9	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
2.3. Inozemni dug lokalne države	419,2	452,0	474,9	389,9	316,0	240,6	241,1	190,9	321,9	421,7	736,4	656,7	564,6	512,7	483,4	481,0	413,6	375,3
Kratkoročni dužnički vrijednosni papiri	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Dugoročni dužnički vrijednosni papiri	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	34,2	46,5	105,7	165,8	165,3	165,8	133,6	132,5	132,7	130,4	65,4	31,0
Kredit	419,2	452,0	474,9	389,9	316,0	240,6	206,9	144,4	216,2	255,9	571,1	490,9	431,0	380,2	350,7	350,6	348,3	344,3
<b>UKUPNI JAVNI DUG (1+2)</b>	<b>48.474,4</b>	<b>63.983,1</b>	<b>70.835,5</b>	<b>77.413,7</b>	<b>88.588,6</b>	<b>101.304,0</b>	<b>111.460,6</b>	<b>114.461,5</b>	<b>121.654,3</b>	<b>137.559,2</b>	<b>162.070,5</b>	<b>191.287,9</b>	<b>211.898,0</b>	<b>228.789,8</b>	<b>266.133,7</b>	<b>279.573,8</b>	<b>289.668,8</b>	<b>289.075,9</b>
Dodatak izdana jamstva središnje države																		
1. Domaća	0,0	3.377,0	5.957,8	7.231,3	6.605,4	8.361,9	9.454,9	9.315,9	9.845,0	9.631,5	9.197,1	8.321,9	2.726,5	3.873,9	3.546,4	3.466,4	3.567,7	5.292,7
2. Inozemna	8.823,6	9.167,5	8.503,8	7.844,1	7.295,4	6.313,4	5.817,1	5.041,7	4.295,2	3.911,9	3.963,9	6.958,2	5.153,4	4.704,9	4.393,5	4.201,2	4.002,7	3.856,7

Izvor: Izrada autora prema podacima Godišnjaka Ministarstva financija 2015. godina,

<http://www.mfin.hr/adminmax/docs/GODISNJAK%202015.pdf>, [pristupljeno: 15.02.2018.]

Kada promatramo državni dug s aspekta valutne strukture, vidljivo je kako dominiraju dvije valute, eur i kuna pri čemu je udio duga u eurima cca 65% ukupnog državnog duga i nastao je kao posljedica emisija obveznica denominiranih u eurima te korištenjem zajmova međunarodnih financijskih institucija (grafikon 3). Dio duga u kunama čini cca 30% ukupnog duga te je nastao zaduživanjem na domaćem tržištu kapitala. Osim eura i kuna, cca 5% ukupnog duga odnosi se na dug denominiran u dolarima.

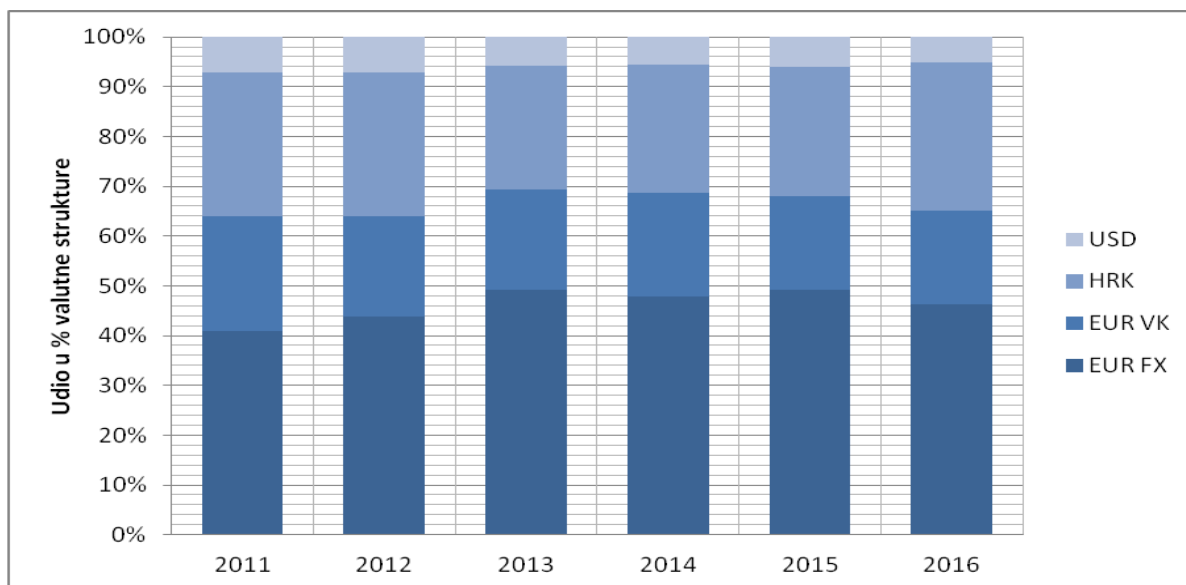
Grafikon 3: Valutna struktura državnog duga na 31.12.2016. godine



Izvor : Obrada autora prema podacima Ministarstva financija, Strategija upravljanja javnim dugom za razdoblje 2017.-2019. godine, <http://www.mfin.hr/>, pristupljeno [16.02.2018.]

Kada malo pogledamo unazad, onda možemo vidjeti da je udio duga u eurima 2011. godine iznosio 41,1% dok je 2016. godine taj udio bio 46,3%. S druge strane, uslijed sve većeg zaduživanja na domaćem tržištu i to izdavanjem kunskih obveznica, smanjio se dug s valutnom klauzulom koji je trenutno ispod 20%.

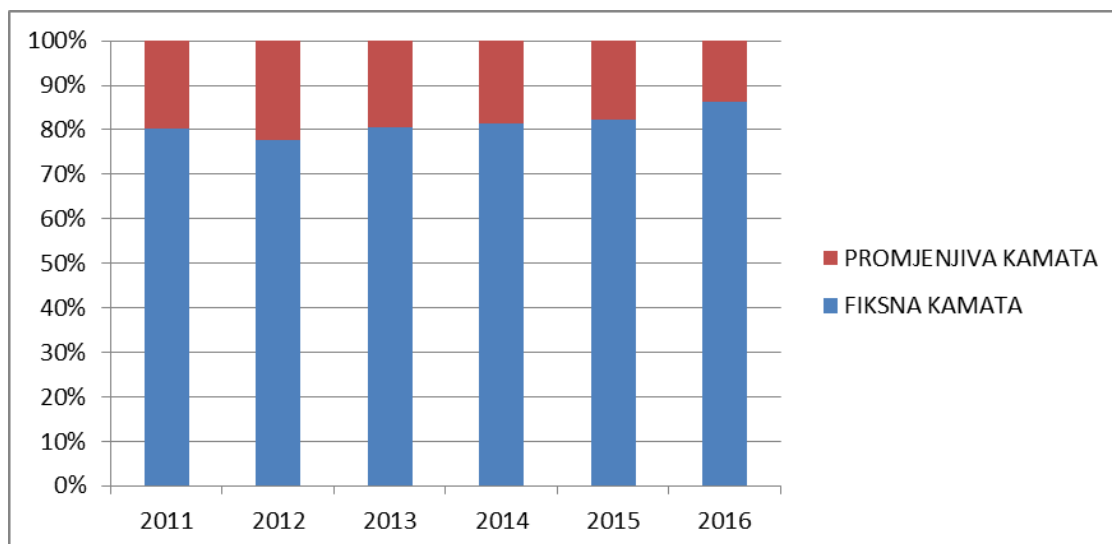
Grafikon 4: Kretanje valutne strukture državnog duga u razdoblju od 2011-2016.godine



Izvor : Obrada autora prema podacima Ministarstva financija, Strategija upravljanja javnim dugom za razdoblje 2017.-2019. godine, <http://www.mfin.hr/>, pristupljeno [16.02.2018.]

Promatrano s aspekta kamatne strukture državnog duga, većina duga je s fiksnom kamatnom stopom te se taj udio povećao sa 80,2% u 2011. godini na 86,2% u 2016. godina, a što je rezultat emisije obveznica na domaćem i inozemnom tržištu.

Grafikon 5: Struktura dugoročnog državnog duga prema vrsti kamate

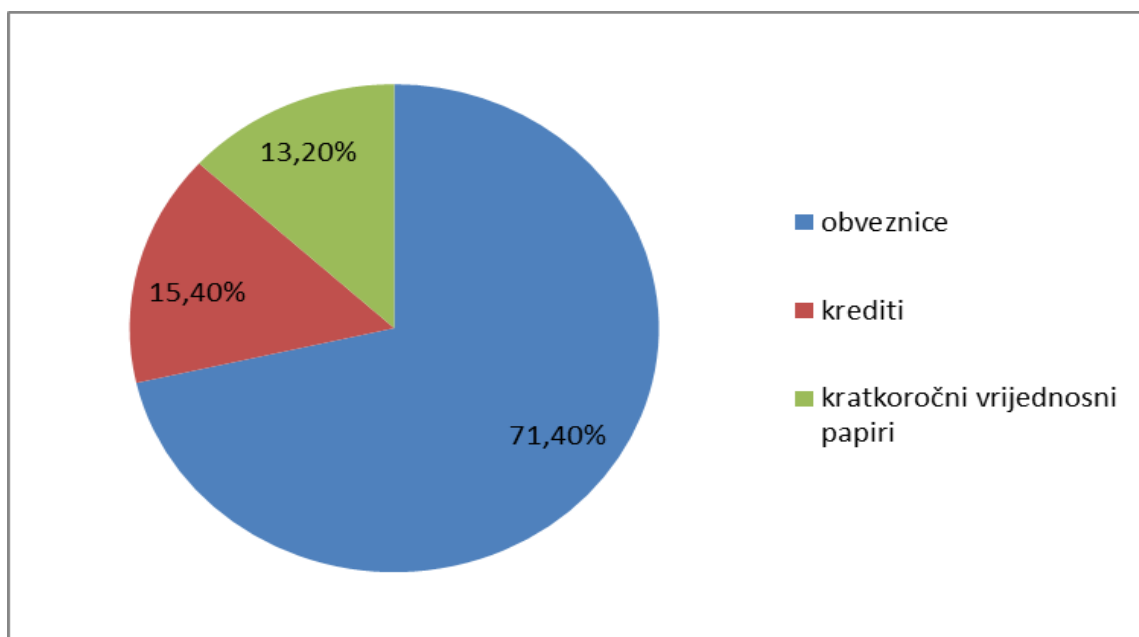


Izvor : Obrada autora prema podacima Ministarstva financija, Strategija upravljanja javnim dugom za razdoblje 2017.-2019. godine, <http://www.mfin.hr/>, pristupljeno [16.02.2018.]

Kada promatramo državni dug s aspekta ročnosti, u sljedećem razdoblju pojačani teret otplate duga bit će prisutan u 2019. i 2020. godini kada dospijevaju obveze po obveznicama izdanim na domaćem i inozemnom tržištu. Ukoliko država neće biti u mogućnosti podmiriti predmetne obveze, zasigurno se nameće mogućnost refinanciranja duga pri čemu će svakako značajna činjenica biti kretanje gospodarskog rasta. Ukoliko će se nastaviti gospodarski rast i postupno smanjenje razine duga, izvjesno je da bi refinanciranje moglo biti dostupno po dobrim uvjetima, međutim isto će ovisiti značajno i daljnjim kretanjima na financijskim tržištima.

Promatrajući strukturu državnog duga prema prema vrijednosnim papirima, najveći dio državnog duga nastao je zaduživanjem putem dugoročnih vrijednosnih papira, odnosno obveznica (71,4%), a zatim zaduživanjem putem kredita (15,4%) te kratkoročnih vrijednosnih papira (13,2%).

Grafikon 6. Struktura zaduženosti prema vrijednosnim papirima



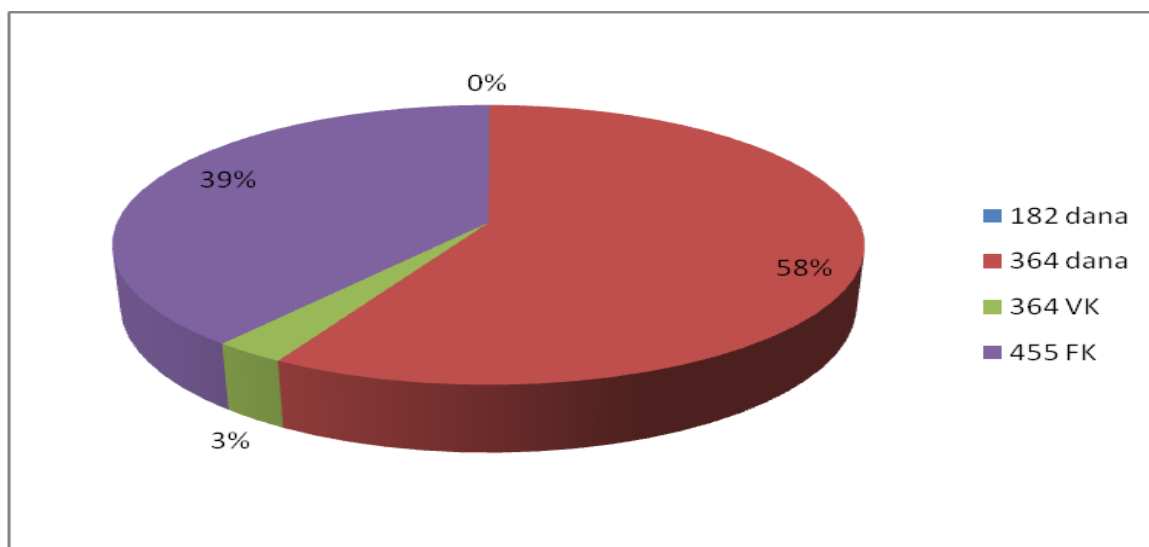
Izvor : Obrada autora prema podacima Ministarstva financija, Strategija upravljanja javnim dugom za razdoblje 2017.-2019. godine, <http://www.mfin.hr/>, pristupljeno [16.02.2018.]

U skladu s Pravilima i uvjetima aukcija trezorskih zapisa koristeći elektronički Bloomberg aukcijski sustav (BAS), Ministarstvo financija provodi aukcije trezorskih zapisa. Najveći interes je za trezorske zapise s rokom dospijeca od 364 dana, zatim s rokom



dospijeća od 364 dana koji udio je na kraju 2016. godine iznosio 60%, a najmanje na rok dospijeća od 182 dana koji udio je iznosio 0,03% trezorskih zapisa.

Grafikon 7. Struktura trezorskih zapisa na dan 31.12.2016.



Izvor : Obrada autora prema podacima Ministarstva financija, Strategija upravljanja javnim dugom za razdoblje 2017.-2019. godine, <http://www.mfin.hr/>, pristupljeno [16.02.2018.]

Što se tiče obveznica, u razdoblju 2011.-2016. godine dospjelo je i iskupljeno tri izdanja međunarodnih obveznica i šest izdanja obveznica izdanih na domaćem tržištu kapitala. Pri analizi i utvrđivanju izvora računa financiranja državnog proračuna u razdoblju 2011.-2016. godine, Hrvatska je izdala sedam državnih obveznica na inozemnom tržištu te šest državnih obveznica na domaćem tržištu. Dakle, i u ovom dijelu u odnosu na potencijalno refinanciranje vidljiv je međuodnos zaduženosti i gospodarskog rasta.

### 5.3. Upravljanje javnim dugom u RH

Zakon o proračunu (Narodne novine, br. 87/08, br. 136/12 i br. 15/15) propisuje zakonodavni i institucionalni okvir upravljanja javnim dugom. Njime je utvrđen obuhvat javnog duga, ciljevi upravljanja javnim dugom, uvjeti i ovlasti zaduživanja te obveze izvještavanja. <http://www.mfin.hr/hr/javni-dug> (pristupljeno 15.02.2018.)

Glavni cilj upravljanja javnim dugom je osiguranje financiranja državnog proračuna, uz postizanje najnižih srednjoročnih i dugoročnih troškova financiranja te održavanje prihvatljive razine rizika. Dodatni cilj je razvoj domaćeg tržišta državnih vrijednosnih papira, iz razloga što je razvijeno tržište glavni preduvjet za učinkovito upravljanje dugom, troškovima zaduživanja i likvidnošću te omogućuje diversifikaciju dužničkog portfelja i smanjenje ovisnosti o inozemnim izvorima financiranja.

Ministarstvo financija je zaduženo za upravljanje javnim dugom i Vladi predlaže najpogodnije oblike zaduživanja. Također, Ministarstvo financija izrađuje smjernice trogodišnje strategije upravljanja javnim dugom te dostavlja Vladi na odobrenje. Prema Ministarstvu financija ciljevi upravljanja javnim dugom su:

- zadovoljavanje financijskih potreba države, uključujući podmirivanje dospjelih obveza;
- postizanje najnižeg srednjoročnog i dugoročnog troška financiranja uz prihvatljivu razinu rizika;
- promicati razvoj domaćeg tržišta kapitala.

Postoje tri institucionalna rješenja za upravljanje javnim dugom:

1. Ministarstvo financija upravlja javnim dugom i odgovorno je za taktičke i strateške, ali i za mnoge druge funkcije;
2. Središnja banka ima ulogu u formuliranju politike upravljanja javnim dugom te je odgovorna za stratešku politiku i kratkoročno upravljanje javnim dugom;
3. Poseban ured ili agencija za upravljanje dugom – zasebna institucija s većim stupnjem autonomije i ovlasti u odlučivanju.

Ukupan iznos novog državnog duga i državnih jamstava koja država može preuzeti ili izdati tijekom proračunske godine te maksimalan iznos državnog duga na kraju proračunske godine utvrđuje se godišnjim zakonima o izvršavanju državnog proračuna. Na prijedlog Vlade, Sabor donosi odluku o visini državnog duga i državnih jamstava dok ministar financija potpisuje odluku o zaduživanju državnog proračuna do visine utvrđene godišnjim Zakonom o izvršavanju proračuna. Prema Bajo, Primorac i Andabaka Badurina (2011) država se zadužuje zbog:

- financiranja deficita državnog proračuna

- financiranja investicijskih projekata i posebnih programa po odobrenju Sabora
- isplate tekućih otplata državnog duga
- podmirenja dospjelih plaćanja po izdanim državnim jamstvima
- upravljanja likvidnošću proračuna
- pokrivanja potreba HNB-a za valutnom rezervom
- prijevremenog otkupa državnog duga

Upravljanje javnim dugom čini važan dio fiskalne politike te se upravljanjem određuje razina duga i dio državnih rashoda koji će se financirati putem duga. Upravljanje javnim dugom definira se smjernicama za izradu proračuna, državnim proračunom za određeno razdoblje te konvergencijskim programom u okviru Europskog semestra. Tri su ključna strateška prioriteta prilikom izrade i provođenja strategija upravljanja javnim dugom i to:

1. Poticanje gospodarskog rasta
2. Daljnja fiskalna konsolidacija i
3. Aktivacija državne imovine

Vlada Republike Hrvatske dosad je donijela tri strategije upravljanja javnim dugom. Prva strategija bila je donesena 2006. godine, druga u veljači 2011. za razdoblje od 2011. do 2013. godine te posljednja strategija iz siječnja 2017. godine za razdoblje od 2017. do 2019. godine.

Posljednja strategija upravljanja javnim dugom za razdoblje od 2017.-2019. godine definira osnovne ciljeve i provedbene metode unaprjeđenja održivosti ukupnog javnog duga i ublažavanja povezanih rizika. Uz detaljne prikaze povijesnog kretanja i strukture javnog duga, trogodišnjih projekcija i načela ostvarenja utvrđenih planova financiranja, Strategija identificira i provedbene rizike te načela njihovog ublažavanja.

Fiskalna prilagodba uz postizanje održive razine javnog duga predstavlja ključni makroekonomski rizik hrvatskog gospodarstva iz kojeg razloga je programom Vlade RH za mandat 2016.–2020. godine navedeno kako će se nastaviti jačati održivost javnih financija jer je stabilnost javnih financija temelj trajnog ekonomskog rasta, ali i ukupne ekonomske stabilnosti. Sve navedeno podrazumijeva daljnje smanjivanje proračunskog manjka koje će se odraziti na snižavanje udjela duga u BDP-u i općenito omogućiti smanjivanje troška kamata

koje danas RH plaća na javni dug. Strateški cilj Vlade RH i nacionalni prioritet jest smanjivanje udjela javnog duga u BDP-u za više od 10 postotnih bodova do kraja 2020. godine. Temeljem postojećih fiskalnih projekcija državnog proračuna za razdoblje 2017. – 2019. godine i u skladu s projiciranim kretanjima prihoda i rashoda ostalih razina proračuna opće države, uključujući i procjene manjka/viška javnih poduzeća i ostalih jedinica koje su uključene u sektor opće države prema metodologiji ESA 2010, očekuje se da će planirani manjak opće države iznositi 1,0% BDP-a u 2018. odnosno 0,6% BDP-a u 2019. godini. Pozitivni pomak u odnosu na strategiju upravljanja javnim dugom RH dogodio se u lipnju 2017. godine kada je Hrvatska izašla iz procedure prekomjernog proračunskog manjka. (Ministarstvo financija, 2018)

Nakon izlaska iz procedure prekomjernog depozita, ključno je osigurati kreditni rejting na razini investicijskog te trajno smanjiti razinu duga uz nastavak vođenja održive, razumne i uravnotežene fiskalne politike. Daljnjom provedbom fiskalne konsolidacije i smanjenja manjka proračuna opće države te aktiviranja državne imovine odnosno privatizacijskih primitaka u iznosu od 1,4 milijarde kuna godišnje, udio javnog duga u BDP-u nastavit će se smanjivati na razinu od 81,5% BDP-a u 2017., 78,6% BDP-a u 2018., dok će javni dug u 2019. godini iznositi 75,3% BDP-a. (Ministarstvo financija, 2018)

Strategija upravljanja dugom definira, uz osnovni cilj, provedbene metode unapređenja održivosti ukupnog javnog duga i ublažavanja povezanih rizika. Uz detaljne prikaze povijesnog kretanja i strukture javnog duga, trogodišnjih projekcija i načela ostvarenja utvrđenih planova financiranja, Strategija identificira i provedbene rizike te načela njihovog ublažavanja, s naglaskom na (Ministarstvo financija, 2018):

1. jačanje pravnog i institucionalnog okvira upravljanja javnim dugom,
2. ublažavanje rizika refinanciranja i smanjenja udjela kratkoročnog duga,
3. ublažavanje valutnog rizika javnog duga,
4. ublažavanje kamatnog rizika javnog duga i
5. povećanje transparentnosti javnog duga i zaduživanja.

## **6. EMPIRIJSKA ANALIZA UTJACAJA ZADUŽENOSTI NA RAST BDP-a**

U ovom dijelu rada na temelju prikupljenih podataka za istraživanje sa stranica Europske središnje banke izradit će se i testirati utjecaj zaduženosti na gospodarski rast u Hrvatskoj za odabrano razdoblje. U drugom dijelu rada napravljena je usporedba kako javni dug može imati pozitivan ili negativan utjecaj na rast BDP-a.

### **6.1. Podaci i model**

U empirijskom dijelu ovog rada koristeći ekonometrijski model jednostavne linearne regresije testira se utjecaj zaduženosti (pokazatelja Maastricht kriterija) na Bruto društveni proizvod - BDP. Podaci su prikupljeni sa internet stranice Europske centralne podatke za razdoblje od 2000.Q1 do 2017.Q3. Rast BDP-a će biti zavisna varijabla, a zaduženost nezavisna varijabla. Kako bismo lakše razumjeli zaduženost prema Maastricht kriterijima u nastavku se nalazi objašnjenje kriterija.

Prema kriterijima zaduženosti iz Ugovora u Maastrichtu (1992.) za zemlje članice Europske unije tim je Ugovorom utvrđena gornja granica duga u odnosu na BDP u visini 60%. Međutim, Europska unija i osobito Europska monetarna unija (EMU) najveću pozornost posvećuju ispunjenju kriterija prema kojem deficit proračuna ne smije biti veći od 3% BDP-a, a što je praktički drugi oblik zaduženosti. Odnos međunarodnih rezervi i duga smatra se povoljnim ako se rezervama može financirati tromjesečni uvoz. Odnos duga i izvoza smatra se osobito važnim pokazateljem jer s jedne strane na stanovit način ukazuje na uključenost domaćeg gospodarstva u međunarodno, a s druge strane na izravan način i mogućnost podmirenja inozemnog duga. (Glibo, 2017)

#### **Hipoteza istraživanja**

BDP je funkcija osobne potrošnje, državne potrošnje, investicija te razlike između izvoza i uvoza. Iz navedenog se može uočiti utjecaj državne potrošnje na BDP. Za potrebe financiranja državne potrošnje uz prikupljanje novca iz gospodarstva koristi se i zaduživanje, zbog čega hipoteza rada glasi:

H1.: Zaduzenost ima pozitivan utjecaj na bruto društveni proizvod

Hipotezom se pretpostavlja da će povećanje zaduzenosti indirektno reflektirajući se kroz porast javne potrošnje utjecati na porast BDP-a. Iz sredstva zaduživanja financiraju se javni projekti (izgradnja cesta, autocesta, mostova, bolnica, škola i sl.), zbog čega se potiče i rad privatnog sektora kroz izvođenje radova, što u konačnici dovodi do rasta BDP-a.

Slijedom postavljene hipoteze istraživanja postavljen je ekonometrijski model:

$$\widehat{BDP}_t = \beta_0 + \beta_1 * ZAD_t$$

Gdje je:

- $\widehat{BDP}_t$  očekivana vrijednost BDP-a u razdoblju t
- $ZAD_t$  razina zaduzenosti u razdoblju t
- $\beta_0$  očekivana vrijednost BDP-a u slučaju da je zaduzenost jednaka nuli
- $\beta_1$  promjena očekivane vrijednosti BDP-a svakim povećanjem zaduzenosti za jednu jedinicu

Reprezentativnost modela mjerena je koeficijentom determinacije, dok se zaključak o statističkoj značajnosti parametara donosi na temelju empirijskih p vrijednosti za t-omjer kojim se testira statistička značajnost procijenjenog parametra. Zaključci se donose pri razini signifikantnosti od 5%.

Tablica br. 3 : Zaduzenost(Maastricht kriterij) i BDP u RH za razdoblje 2000.Q1 – 2017.Q3

Vrijeme	Period ↓	Zaduzenost (Maastricht kriterij) u milijunima kuna	BDP (kvartalne vrijednosti) u milijunima kuna
1	2000-Q1	53787	59996,09
2	2000-Q2	54249	64157,49
3	2000-Q3	59386	68435,97
4	2000-Q4	63983	64598,58
5	2001-Q1	71250	61656,92
6	2001-Q2	70632	67015,2
7	2001-Q3	72405	70891,2
8	2001-Q4	70836	66457,7
9	2002-Q1	73904	64413,66
10	2002-Q2	73212	69530,73
11	2002-Q3	74374	75741,37
12	2002-Q4	77414	70291,98
13	2003-Q1	84501	68467,43
14	2003-Q2	85515	74264,83
15	2003-Q3	86904	79383,95
16	2003-Q4	88589	73422,44

17	2004-Q1	91178	71602,68
18	2004-Q2	97101	77558,37
19	2004-Q3	100925	82310,15
20	2004-Q4	101304	76133,74
21	2005-Q1	106824	73080,04
22	2005-Q2	108708	81306,58
23	2005-Q3	110543	86227,76
24	2005-Q4	111461	79798,31
25	2006-Q1	112544	77690,77
26	2006-Q2	113725	84330,5
27	2006-Q3	115417	90223,33
28	2006-Q4	114462	83500,67
29	2007-Q1	117683	83010,54
30	2007-Q2	119445	89475,6
31	2007-Q3	119617	94128,1
32	2007-Q4	121654	86421,92
33	2008-Q1	122930	85817,83
34	2008-Q2	124088	92113,93
35	2008-Q3	124204	95393,15
36	2008-Q4	137559	86960,38
37	2009-Q1	145110	78421,65
38	2009-Q2	148650	84539,81
39	2009-Q3	154290	88057,23
40	2009-Q4	162071	82663,91
41	2010-Q1	168293	76125,48
42	2010-Q2	170622	82350,26
43	2010-Q3	183763	88928,83
44	2010-Q4	191288	81538,27
45	2011-Q1	207257	74324,59
46	2011-Q2	205523	83052,3
47	2011-Q3	214154	88944,5
48	2011-Q4	216707	81549,21
49	2012-Q1	224214	73456,31
50	2012-Q2	229601	80635,01
51	2012-Q3	228454	87270,05
52	2012-Q4	233558	79149,53
53	2013-Q1	240017	72148,58
54	2013-Q2	247507	80346,19
55	2013-Q3	255429	86890,14
56	2013-Q4	270841	79048,97
57	2014-Q1	272419	71300,87
58	2014-Q2	272586	80012,16
59	2014-Q3	274755	87148,09
60	2014-Q4	284183	79666,5
61	2015-Q1	293097	72327,22
62	2015-Q2	287400	81539,33
63	2015-Q3	290325	90413,44
64	2015-Q4	289582	81315,19
65	2016-Q1	288098	74701,26
66	2016-Q2	285667	83875,93
67	2016-Q3	289129	93183,32
68	2016-Q4	289076	84141,12
69	2017-Q1	300141	76676,9
70	2017-Q2	287376	86407,96

Izvor : obrada autora prema podacima Europske centralne banke,  
[https://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do;jsessionid=9118B11FF50E4F284A154E2322F85F51?SERIES\\_KEY=325.GFS.A.N.HR.W0.S13.S1.C.L.LE.GD.T.\\_Z.XDC\\_R\\_B1GQ.\\_T.F.V.N.\\_T](https://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do;jsessionid=9118B11FF50E4F284A154E2322F85F51?SERIES_KEY=325.GFS.A.N.HR.W0.S13.S1.C.L.LE.GD.T._Z.XDC_R_B1GQ._T.F.V.N._T)  
 T [pristupljeno 17.02.2017.]

## 6.2. Rezultati i rasprava

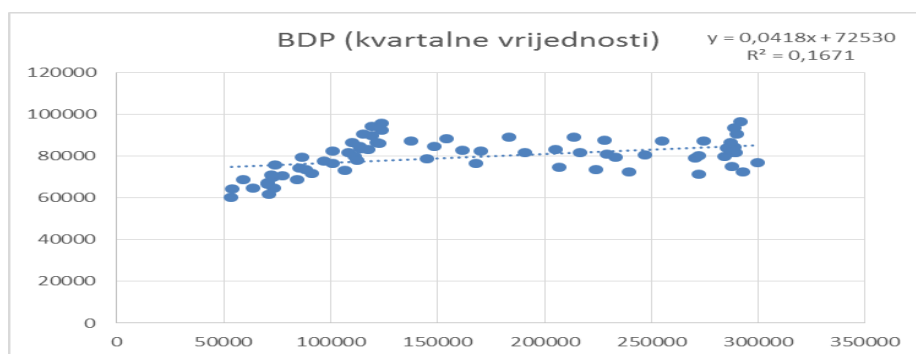
Nakon preuzimanja podataka o kretanju BDP-a u Republici Hrvatskoj i zaduženosti procijenjen je linearni regresijski model.

Regresijski model glas

$$BDP_t = 72.350 - 0,0418 * zaduženost_t$$

Empirijska p vrijednost regresorskog koeficijenta  $< 0,001$  upućuju na zaključak da je parametar uz varijablu zaduženost statistički značajna. Vrijednost parametra beta nula 72.350 znači da je očekivan ostvaren BDP u nacionalnoj valuti 72.350 milijuna kuna ukoliko bi zaduženost bila 0. Vrijednost parametra beta jedan 0,0418 znači da se svakim porastom zaduženosti za jednu jedinicu (jedan milijun kuna) može očekivati rast BDP-a u prosjeku za 0,0418 milijuna kuna. Reprerentativnost modela mjerena je koeficijentom determinacije koji je za korišteni model 16,71%, što znači da je 16,71% sume kvadrata odstupanja BDP-a protumačeno regresijskim modelom. Dakle, na kretanje BDP-a osim zaduženosti mogu imati utjecaj i drugi faktori, zbog čega se povećanje reprerentativnosti modela može postići samo dodavanjem regresorskih varijabli u model. Slaba, no pozitivna i statistički značajna veza vidljiva je i u grafikonu 8.

Grafikon 8. Utjecaj zaduženosti na rast BDP-a



Izvor: Ispis programa Microsoft Excela



Tablica br. 4: Rezultati regresijske analize

	<i>Coefficients</i>	<i>Standard Error</i>	<i>t Stat</i>	<i>P-value</i>	<i>Lower 95%</i>	<i>Upper 95%</i>	<i>Lower 95.0%</i>	<i>Upper 95.0%</i>
Beta 0	72529.88	2085.37	34.78	0.00	68369.67	76690.08	68369.67	76690.08
Beta 1	0.04	0.01	3.72	0.00	0.02	0.06	0.02	0.06

Izvor: Ispis programa Microsoft Excela

Statistička značajnost modela u cjelini testira se ANOVA testom. Empirijska razina signifikantnosti <0,001 upućuje na zaključak da je model u cjelini statistički značajan što je vidljivo u tablici 5.

Tablica br. 5: ANOVA

	<i>df</i>	<i>SS</i>	<i>MS</i>	<i>F</i>	<i>Significance F</i>
Regression	1	828998832.72	828998832.72	13.85	0.00000
Residual	69	4131372462.71	59874963.23		
Total	70	4960371295.43			

Izvor: ispis programa Microsoft Excel

Testiranjem je utvrđen pozitivan utjecaj zaduživanja na BDP. Naime, polazeći od osnovne makroekonomske jednadžbe gdje je BDP funkcija osobne potrošnje, investicija, javne potrošnje i neto izvoza može se konstatirati da javna potrošnja ima utjecaj na kretanje BDP-a. Javna potrošnja se financira iz fiskalnih i parafiskalnih nameta u gospodarstvu, kao i zaduživanjem. Pozitivan utjecaj zaduživanja na BDP proizlazi iz relacije da se porast javne potrošnje iznad razine prihoda proračuna financira zaduživanjem gdje se tako povećana javna potrošnja pozitivno odražava na BDP. Međutim, riječ je o utjecaju u kratkom roku, budući da će u dugom roku rasti teret proračuna za otplatu kamata, što će za posljedicu dovesti bilo do pada javne potrošnje bilo povećanja zaduživanja gdje će sve veći značaj zauzimati teret otplate starih dugova.

Republika Hrvatska je, izuzev posljednje gotovo dvije godine, imala tendenciju rasta duga. Imati stabilan iznos zaduženja ujedno ne znači težiti otplati duga, već kreirati model koji će dug držati na prihvatljivim razinama, a navedeno se može postići isključivo rastom BDP-a.

U skladu s kejnzejianskim pristupom pozitivni učinci javnog duga na gospodarski rast se smanjuju pri visokim razinama javnog duga, dok s druge strane u slučaju niske razine

javnog duga, dodatno smanjenje njegove razine, u kratkom roku dovelo bi do smanjenja rasta BDP-a. Ovisno o veličini udjela javnog duga u BDP-u, postoje različite jačine učinka stope rasta javnog duga na ekonomski rast. U Hrvatskoj je godinama bio prisutan rast javnog duga, međutim, najsnažniji porast javnog duga zabilježen je od početka financijske krize 2008. godine pa sve do 2015. godine kada je Hrvatska bila suočena sa snažnim gospodarskim padom. U razdoblju od 2008. do 2015. godine ukupan javni dug Republike Hrvatske povećao se sa 39,6% na 86,7% BDP što apsolutno predstavlja iznos od 152 mlrd. kuna. (Škrinjarić i Orlović, 2017)

U predmetnom razdoblju brojne su države provodile ekspanzivnu monetarnu i fiskalnu politiku kako bi se stabilizirao financijski sustav, međutim, isto je snažno utjecalo na porast razine javnog duga u BDP-u. HNB je svojim mjerama nastojala povećati likvidnost banaka, međutim, većinu tih sredstava apsorbirao je javni sektor, dok je veliki dio pozornosti u fiskalnoj politici bio usmjeren na financiranje proračunskog deficita.

Pozitivni pomaci su početak fiskalne konsolidacije, izlazak iz procedure prekomjernog proračunskog deficita te smanjenje udjela javnog duga u BDP-u. Daljnja fiskalna konsolidacija i ubrzavanje gospodarskog rasta bit će ključni u upravljanju javnim dugom te kako bi se nova zaduživanja iskoristila za pozitivan utjecaj na gospodarski rast.

Zaključno, sukladno provedenoj hipotezi može se konstatirati kako je potvrđen kejnezijanski multiplikator što znači da povećanje javnog duga ima pozitivan utjecaj na rast BDP-a, ali do određene, kontrolirane razine te ako nema odgovarajuću strukturu tada je taj učinak prisutan samo u kratkom roku. Na visokim razinama javnog duga utjecaj na gospodarski rast je nepovoljan budući da se povećavaju troškovi za financiranje dugova te je neminovno usporavanje gospodarskog rasta. Dodatno, veće zaduživanje države uključuje istiskivanje privatnog sektora iz ponude domaćih kredita. (Škrinjarić, Orlović 2017)

Daljnje ubrzavanje gospodarskog rasta Republike Hrvatske uvelike će ovisiti o fiskalnoj disciplini i konačnoj konsolidaciji državnih financija pri čemu će kao jedan od značajnih faktora biti i kretanje kamatnih stopa na financijskim tržištima te namjena, odnosno usmjeravanje sredstava iz zaduživanja u investicije i proizvodnju. Potencijalnim postizanjem proračunskog suficita te daljnjim jačanjem investicijskog okruženja i proizvodnje u narednom razdoblju, uz nastavak povoljnih kretanja na financijskim tržištima, Hrvatska bi se ponovno mogla naći u razdoblju pozitivnog utjecaja daljnjeg zaduživanja na gospodarski rast budući

da isto više ne bi bilo usmjereno na potrošnju već isključivo na investicije, proizvodnju i povećanje izvoza.

## 7. ZAKLJUČAK

Zaduženost i gospodarski rast u značajnom su međuodnosu, međutim unatoč brojnim istraživanjima i dalje su prisutne različite prakse pa tako postoje brojne vrste međuodnosa ova dva pokazatelja. S aspekta fiskalne politike valja se voditi osnovnim pravilom da visoka zaduženost, odnosno visoki javni dug opterećuje gospodarski rast jer se povećanjem troškova njegovog servisiranja ograničava privreda i gospodarske aktivnosti u zemlji. Provedenim testiranjem u ovom radu utvrđen je pozitivan utjecaj zaduživanja na BDP. Naime, polazeći od osnovne makroekonomske jednadžbe gdje je BDP funkcija osobne potrošnje, investicija, javne potrošnje i neto izvoza može se konstatirati da javna potrošnja ima utjecaj na kretanje BDP-a. Javna potrošnja se financira iz fiskalnih i parafiskalnih nameta u gospodarstvu, kao i zaduživanjem. Pozitivan utjecaj zaduživanja na BDP proizlazi iz relacije da se porast javne potrošnje iznad razine prihoda proračuna financira zaduživanjem gdje se tako povećana javna potrošnja pozitivno odražava na BDP. Međutim, riječ je o utjecaju u kratkom roku, budući da će u dugom roku rasti teret proračuna za otplatu kamata, što će za posljedicu dovesti bilo do pada javne potrošnje bilo povećanja zaduživanja gdje će sve veći značaj zauzimati teret otplate starih dugova.

Republika Hrvatska je od svoje samostalnosti, uslijed velike potrebe za izgradnjom infrastrukture i dvije recesije, bila primorana sve više proračunskih prihoda izdvajati za servisiranje duga pa se samim time smanjila mogućnost napretka u zemlji i povećanje BDP-a. Kao što je već prethodno navedeno, ukupni javni dug Republike Hrvatske na kraju 2016. godine je iznosio 280.075,9 milijuna kuna, što je otprilike preko 80% BDP-a. Buduća razmatranja kretanja stopa gospodarskog rasta trebaju uključiti i strategiju upravljanja javnim dugom te konkretne mjere za stabilizaciju i kvalitetno upravljanje zaduženošću.

Svakako je pozitivan početak trenda smanjenja javnog duga i bilježenje stopa rasta gospodarstva Republike Hrvatske, međutim za značajnije smanjenje udjela javnog duga bit će potreban snažniji i brži gospodarski rast kako bi se brže smanjivao udio javnog duga te kako bi uz gospodarski rast Republika Hrvatska povećala investicijski rejting i dodatno smanjila kamatni trošak na zaduživanje. U tom smislu svakako je vidljiva uska povezanost gospodarskog rasta i zaduženosti pri čemu će daljnja fiskalna konsolidacija uz sve navedeno biti jedan od oslonaca potencijalnog ubrzanja gospodarskog rasta.

Zaključno se može konstatirati kako je utjecaj zaduženost na gospodarski rast potvrđen, ali u kratkom roku, dok gledajući u dugom roku značajnijim povećanjem zaduženosti utjecaj na gospodarski rast postaje negativan te svakako odgovornom fiskalnom politikom treba voditi računa o razini zaduženosti kao važnoj činjenici budućih gospodarskih kretanja, a posljedično i razine životnog standarda kućanstava.

## **LITERATURA**

### **Knjige :**

1. Jurković P. (2002), Javne financije, Zagreb, Masmedia
2. Bajo A., Primorac M. i Andabaka Badurina A. (2011), Osnove upravljanja javnim dugom, Zagreb, Institut za javne financije
3. Samuelson, P., i Nordhaus, W. (2010), Ekonomija, MATE, Zagreb
4. Šošić I. (2006), Primijenjena statistika, Zagreb, Školska knjiga
5. Brummerhoff, D. (2000): Javne financije, Zagreb
6. Babić, A. i Babić, M. (2008.), Međunarodna ekonomija, MATE, Zagreb
7. Babić. M., (2007.), Makroekonomija, MATE, Zagreb
8. Družić I. et al . (2003), Hrvatski gospodarski razvoj, Zagreb, Politička kultura, EFZG
9. Andabaka A. et al. (2016), Gospodarstvo Hrvatske, Zagreb, EFZG

### **Znanstveni članci :**

1. Švaljek S., (1999.): Utjecaj fiskalnog deficita i javnog duga na gospodarski rast, Privredna kretanja i ekonomska politika, str. 162-166, br.73
2. Švaljek, S., (2000): Fiskalni deficit i javni dug: politika, teorija i empirija, Doktorska disertacija, Ekonomski fakultet Zagreb
3. Bajo A. i Pezer I. (2012): Strategije i ciljevi upravljanja javnim dugom. Riznica. 3/2012, str. 46
4. Smilaj D. (2004): Javni dug i gospodarski razvoj, Ekonomija/Economics, god. 11, br. 2, str. 333
5. Andrijević –Matovac P. i Jošić H. (2012): Održivost vanjskog duga Republike Hrvatske, Zbornik Ekonomskog fakulteta u Zagrebu, godina 8, br. 1
6. Kesner-Škreb M., (1996.): Financijska praksa, 996, 20 (4), str. 439-441

7. Herdon T., Ash M. i Pollin R. (2013) : Does High Public Debt Constitenetly Stifle Economic Growth?, Political Economy Research Institute, str. 2-3
8. Kesner-Škreb M., (1996.) : Učinak istiskivanja i učinak poticanja, Financijska teorija i praksa, Institut za javne financije, Vol. 20, str. 439-441
9. Jurčić, Jošić H. i M. Jošić (2012): Empirijska analiza inozemnog duga Hrvatske: pristup korištenjem VAR modela, EKONOMSKI PREGLED, 63 (5-6), str. 265-290
10. Mervar A. (1999) :Pregled modela i metoda istraživanja gospodarskog rasta , Privredna kretanja i ekonomska politika, 73; str. 20-61
11. Jošić H. (2008.) : Komparativna analiza pokazatelja vanjske zaduženosti Republike Hrvatske i tranzicijskih zemalja., Zbornik Ekonomskog fakulteta u Zagrebu, Vol.6 No.1 Zagreb: Ekonomski fakultet, str. 187
12. Glibo M. (2017): Utjecaj stupnja zaduženosti država na ekonomski i ukupni razvoj, Pravnik, 51, str.107
13. Škrinjarić T. i Orlović Z. (2017): Nelinearan učinak javnog duga na rast BDP-a: slučaj Hrvatske, Ekonomska misao i praksa, br.2, str.517-598
14. Pavlišić P., (2016): Inovacije i gospodarski rast: koliko je jaka povezanost? Primjer njemačkog gospodarstva 442 EKONOMSKI PREGLED, 67 (5) 440-461 (2016)
15. Milić Beran I., Muniti A. i Krželj Čolović Z. (2013): Sistemskodinamičko simulacijsko modeliranje utjecaja tehnološkog kapitala na gospodarski rast Republike Hrvatske, Ekonomski vjesnik, God. XXVI, BR. 1/2013. str. 137-148
16. Jambrek I. i Penić I. (2008): Upravljanje ljudskim potencijalima u poduzećima – ljudski faktor... Zb. Prav. fak. Sveuč. Rij. (1991) v. 29, br. 2, str. 1181-1206

### **Časopisi:**

1. Šonje V. (2008) : Vanjski dug: između opreza i straha 434 EKONOMIJA / ECONOMICS, 14 (2) str. 431-462 ,www.rifin.com
2. Škare M.(2007): Priroda gospodarskog rasta u Hrvatskoj 108 EKONOMIJA / ECONOMICS, 14 (1) str. 107-126, www.rifin.com

**Internet :**

1. Vlada Republike Hrvatske, <https://vlada.gov.hr/UserDocsImages/>, pristupljeno [07.02.2018]
2. Državni zavod za statistiku, [www.dzs.hr](http://www.dzs.hr), pristupljeno [07.02.2018]
3. Ministarstvo financija, <http://www.mfin.hr/adminmax/docs/GODISNJAK%202015.pdf>, pristupljeno: [15.02.2018.]
4. Europska centralna banka, <http://sdw.ecb.europa.eu/> [pristupljeno [17.02.2017]
5. Hrvatska gospodarska komora <https://www.hgk.hr/documents/aktualna-tema-odrzivost-javnog-duga-svibanj-201557b6f4884c777.pdf> pristupljeno [17.02.2017]



## POPIS TABLICA

Tablica 1. Klasifikacija zemalja prema stupnju zaduženosti.....	11
Tablica 2. Struktura javnog dug Republike Hrvatske u razdoblju 2011. – 2015. prema podrijetlu, odnosno vjerovniku.....	38
Tablica 3 . Zaduzenost (Maastricht kriterij) i BDP (kvartalne vrijednosti) u RH za razdoblje 2000.Q1 – 2017.Q3.....	47
Tablica 4. Rezultati regresijske analize.....	50
Tablica 5. ANOVA tablica.....	50

## POPIS GRAFIKONA

Grafikon 1. Dug konsolidirane središnje države od 1994- 2006. (u %BDP-a).....	34
Grafikon 2. Kretanje javnog duga prema podrijetlu od 1999.-2016.godine.....	37
Grafikon 3. Valutna struktura državnog duga na 31.12.2016. godine.....	39
Grafikon 4. Kretanje valutne strukture državnog duga u razdoblju od 2011-2016.godine.....	40
Grafikon 5. Struktura dugoročnog državnog duga prema vrsti kamate.....	40
Grafikon 6. Struktura zaduženosti prema vrijednosnim papirima.....	41
Grafikon 7. Struktura trezorskih zapisa na dan 31.12.2016.....	42
Grafikon 8. Utjecaj zaduženosti na rast BDP-a.....	49

## **POPIS SLIKA**

Slika 1. Klasifikacija javnog duga.....	5
Slika 2. Funkcionalna organizacija upravljanja javim dugom.....	16
Slika 3. Prikaz razine javnog duga u BDP-u.....	28
Slika 4. Međudjelovanje fiskalne politike i BDP-a.....	31



IZJAVA O AUTORSTVU  
I  
SUGLASNOST ZA JAVNU OBJAVU

Završni/diplomski rad isključivo je autorsko djelo studenta koji je isti izradio te student odgovara za istinitost, izvornost i ispravnost teksta rada. U radu se ne smiju koristiti dijelovi tuđih radova (knjiga, članaka, doktorskih disertacija, magistarskih radova, izvora s interneta, i drugih izvora) bez navođenja izvora i autora navedenih radova. Svi dijelovi tuđih radova moraju biti pravilno navedeni i citirani. Dijelovi tuđih radova koji nisu pravilno citirani, smatraju se plagijatom, odnosno nezakonitim prisvajanjem tuđeg znanstvenog ili stručnoga rada. Sukladno navedenom studenti su dužni potpisati izjavu o autorstvu rada.

Ja, Ines Rušec (ime i prezime) pod punom moralnom, materijalnom i kaznenom odgovornošću, izjavljujem da sam isključivi autor/ica završnog/diplomskog (obrisati nepotrebno) rada pod naslovom Zaduženost i gospodarska rast u Hrvatskoj (upisati naslov) te da u navedenom radu nisu na nedozvoljeni način (bez pravilnog citiranja) korišteni dijelovi tuđih radova.

Student/ica:  
(upisati ime i prezime)

Ines Rušec  
(vlastoručni potpis)

Sukladno Zakonu o znanstvenoj djelatnosti i visokom obrazovanju završne/diplomske radove sveučilišta su dužna trajno objaviti na javnoj internetskoj bazi sveučilišne knjižnice u sastavu sveučilišta te kopirati u javnu internetsku bazu završnih/diplomskih radova Nacionalne i sveučilišne knjižnice. Završni radovi istovrsnih umjetničkih studija koji se realiziraju kroz umjetnička ostvarenja objavljuju se na odgovarajući način.

Ja, Ines Rušec (ime i prezime) neopozivo izjavljujem da sam suglasan/na s javnom objavom završnog/diplomskog (obrisati nepotrebno) rada pod naslovom Zaduženost i gospodarska rast u Hrvatskoj (upisati naslov) čiji sam autor/ica.

Student/ica:  
(upisati ime i prezime)

Ines Rušec  
(vlastoručni potpis)