

izv. prof. dr. sc. Hrvoje Šimović
Ekonomski fakultet Sveučilišta u Zagrebu
E-mail: hsimovic@efzg.hr

Antonia Batur, mag. oec.
E-mail: antonia_batur@hotmail.com

FISKALNA ODRŽIVOST I ODRŽIVOST JAVNOG DUGA U HRVATSKOJ¹

SAŽETAK

U radu se analizira fiskalna održivost i održivost javnog duga u Hrvatskoj iz kojih se izdvajaju pokazatelji fiskalne stabilnosti, pokazatelji fiskalne ranjivosti te složeni pokazatelji. Analiza većine pokazatelja provodi se za razdoblje od 2006. do 2015. godine. Rezultati ukazuju na izrazito pogoršanje pokazatelja stabilnosti i neodrživost javnog duga u razdoblju recesije, odnosno od 2009. do 2014. godine, od kojih se posebno ističe 2011. godina. Zbog pozitivnih ekonomskih trendova i blagog rasta BDP-a, pokazatelji stabilnosti javnog duga oporavljaju se u 2015. godini te se navedeni trend može očekivati i u sljedećem razdoblju.

Ključne riječi: fiskalna održivost, održivost javnog duga, pokazatelji stabilnosti duga, pokazatelji fiskalne ranjivosti, složeni pokazatelji, Hrvatska

1. Uvod

Fiskalna održivost još se naziva „održivost javnih financija“ ili „održivost fiskalne politike“. Postoji čitav niz definicija fiskalne održivosti, ali gotovo uvijek podrazumijeva sposobnost države da dugoročno održava postojeću razinu javnih rashoda i javnih prihoda, a da pritom ne ugrožava solventnost države, ispunjavanje obveze prema kreditorima te izvršavanje obećanja danih kroz strukturu javnih rashoda (vidjeti Blanchard *et al.*, 1990; Balassone i Franco, 2000).

Vrlo često, fiskalna (ne)održivost se veže uz problem prekomjernih deficita i akumulacije javnog duga, pa se u užem smislu često govori o održivosti javnog duga (Buiter, 1985; Mihaljek, 2003). Javni dug postaje neodrživ kada raste brže nego sposobnost države da ga otplaćuje. Sposobnost države da otplaćuje svoj dug ovisi o čitavom nizu čimbenika. Svakako najvažniji čimbenici su stopa rasta BDP-a, pa time i javnih prihoda države, zatim visina i karakter kamatnih stopa te tečaj ako je dug denominiran u stranoj valuti. Održivost duga također ovisi i o tržišnim očekivanjima i kretanjima navedenih varijabli na koje mala i otvorena ekonomija često ne može utjecati.

1 Ovaj rad je sufinancirala Hrvatska zaklada za znanost projektom „Održivost javnih financija na putu u monetarnu uniju“ IP-2016-06-4609.

Analiza fiskalne održivosti i održivosti javnog duga najčešće se provodi kroz tri pristupa. Prvi pristup podrazumijeva analizu statičkih pokazatelja fiskalne održivosti i stabilnosti javnog duga. Drugi pristup najčešće podrazumijeva dinamičku analizu fiskalne održivosti, kroz razne scenarije i analizu osjetljivosti raznih fiskalnih varijabli na različite makroekonomske šokove i druge fiskalne rizike kao što su valutni rizik, kamatni rizik itd. Treći pristup uključuje analizu složenih pokazatelja fiskalne održivosti. Pod složenim se pokazateljima misli na kreditni rejting dugoročnih državnih obveznica, razlike prinosa između državnih obveznica određenih zemalja (engl. *bond spread*) te drugih složenih pokazatelja kao što je premija rizika na zamjene ili CDS (engl. *Credit Default Swap*) i sl.

U praksi, standardne pokazatelje fiskalne održivosti najčešće računaju i koriste međunarodne financijske institucije, investicijske banke i kreditne rejting-agencije. Obzirom da je u Hrvatskoj već dugi niz godina prisutan trend rastućeg proračunskog deficita i s time povezanog rastućeg javnog duga, često se preispituje njegova održivost. Na kraju 2015. godine javni dug Hrvatske dosegnuo je 86,7 % BDP-a, što je svakako razlog za kontinuirano praćenje i analizu njegove održivosti.

Kako je prethodno navedeno, osnovni cilj ovoga rada je analiza fiskalne održivosti i održivosti javnog duga u Hrvatskoj. Da bi se ostvario navedeni cilj istraživanja, nakon uvoda, u drugom dijelu rada daje se kratak pregled dosadašnjih istraživanja o fiskalnoj održivosti i održivosti javnog duga u Hrvatskoj te analiza kretanja javnog duga i proračunskog salda u razdoblju od 2006. do 2015. godine. Nakon toga, analizira se fiskalna održivost kroz prethodno spomenuta tri pristupa, a to su: (a) analiza pokazatelja stabilnosti duga, (b) analiza pokazatelja fiskalne ranjivosti te (c) analiza složenih pokazatelja. Posljednji dio je zaključak.

2. Fiskalna održivost u Hrvatskoj

2.1. Kratki pregled literature

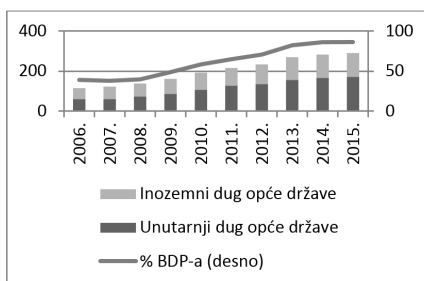
Razne standardne pokazatelje fiskalne održivosti najčešće računaju i koriste međunarodne financijske institucije, investicijske banke i kreditne rejting-agencije te se takve analize mogu pronaći u brojnim izvještajima i publikacijama navedenih institucija. S druge strane, postoji čitav niz znanstvenih radova koji također proučavaju razne aspekte održivosti javnog duga, bilo kroz statičku i/ili dinamičku analizu te analizu složenih pokazatelja.

Kada se govori o Hrvatskoj, postoji nekolicina radova koji se bave analizom javnog, ali često i vanjskog duga u Hrvatskoj (npr. vidjeti Babić *et al.*, 2003, Mihaljek, 2003). Najčešće se radi o jednostavnim analizama statičkih pokazatelja zaduženosti i/ili pokazatelja stabilnosti duga (Babić *et al.*, 2001; Mihaljek, 2003; Sever, 2005; Sopek, 2009). Postoje i razne di-

namičke analize fiskalne održivosti (Babić *et al.* 2003; Sopek, 2011), kao i analize fiskalne održivosti koje uključuju složene pokazatelje (Mihaljek, 2009; Cota i Žigman, 2011; Bajo i Primorac, 2013; Šimović *et al.*, 2014). Svi radovi upozoravaju na uglavnom neodržive projekcije postojećega modela fiskalne politike i zaduživanja. U skladu s time, ukazuje se na ograničenu ulogu (ekspanzivne) fiskalne politike u Hrvatskoj uvjetovanu ograničenjima u visini javnog duga.

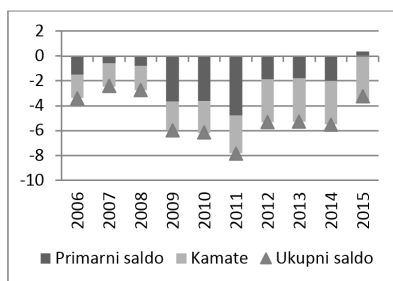
2.2. Dinamika kretanja javnog duga i proračunskog salda

U spomenutoj literaturi, kao i u stručnoj javnosti, često se upozoravalo na neadekvatnu fiskalnu politiku i politiku upravljanja javnim dugom. Takva politika pokazala se posebno nespremnom u uvjetima recesije, odnosno kada je Hrvatska više nego udvostručila svoj javni dug. U 2008. godini javni dug iznosio je 39,6% BDP-a, da bi na kraju 2014. godine iznosio 86,5% BDP-a. Na grafikonu 1. prikazano je kretanje i dinamika rasta javnog duga u Hrvatskoj u razdoblju od 2006. do 2015. godine.



Grafikon 1. Javni dug u Hrvatskoj 2006.-2015. g. (mlrd. kuna, BDP-a)

Izvor: prilagodba autora prema AMECO-u (2016) i HNB-u (2016a).



Grafikon 2. Ukupni saldo opće države, primarni saldo i rashodi za kamate (% BDP-a)

Izvor: obrada autora na temelju podataka AMECO-a (2016).

U razdoblju prije krize postoji trend smanjivanja javnog duga u BDP-u, dok je nominalni iznos blago rastao. U pretkriznom razdoblju je Hrvatska bila orijentirana na strategiju zaduživanja na domaćem tržištu, a unutarnji dug se povećavao u većoj mjeri od inozemnog. Od 2009. godine, zbog utjecaja svjetske gospodarske i financijske krize, što je smanjilo proračunske prihode, a povećalo proračunski deficit, dolazi do naglog porasta javnog duga i njegovog udjela u BDP-u. Osim toga, iz grafikona je vidljivo da se od 2009. godine prestaje smanjivati inozemna komponenta javnog duga jer je od te godine Hrvatska počela nakon pet godina izdavati obveznice na inozemnom financijskom tržištu. Krajem 2015. godine je ukupni javni dug iznosio 289,6 milijardi kuna, odnosno 86,7% BDP-a.

Kao što je spomenuto, dinamika rasta javnog duga uvjetovana je rastom ukupnog deficita opće države. Osim pada poreznih prihoda, rast proračunskog deficita uvjetovan je neadekvatnom prilagodbom na strani javnih rashoda i rastom kamata na javni dug. Na grafikonu 2. prikazan je ukupni saldo opće države u razdoblju od 2006. do 2015. godine te njegova dekompozicija na primarni saldo i rashode za kamate. Primarni saldo prikazuje odnos tekućih rashoda i prihoda, odnosno koliki bi proračunski deficit bio da nema rashoda za kamate. Iz grafikona je vidljivo kako u razdoblju recesije država ne izvršava prilagodbu primarnog salda. Nadalje, zbog rasta kamatnih stopa na svjetskom tržištu, ali i ukupne glavnice duga, dolazi do značajnog rasta izdataka za kamate koje su krajem 2015. godine iznosile 3,56% BDP-a.

Poseban doprinos rastu proračunskog deficita i javnog duga daje upravo promjena kamatnih stopa, tzv. „učinak grude snijega“ (engl. *snowball effect*). Učinak grude snijega proizlazi iz interakcije između, s jedne strane diferencijala troška (re)financiranja duga i ekonomskog rasta, a s druge strane razine javnog duga. Obzirom da je u uvjetima recesije (pad BDP-a) trošak (re)financiranja duga rastao, razina javnog duga bi bila neodrživa čak i da država nije generirala (primarni) proračunski deficit. Drugim riječima, javni dug bi rastao kao posljedica rasta kamata čak i da je država uspjela izvršiti fiskalnu prilagodbu i smanjiti proračunski deficit.

3. Pokazatelji stabilnosti javnog duga²

Pokazatelji stabilnosti javnog duga i deficita spadaju u skupinu jednostavnijih pokazatelja. Oni predstavljaju vrijednosti koje su potrebne da bi se javni dug stabilizirao na razini prethodne godine. Održivost javnog duga promatra se kroz:

- 1) ukupan proračunski saldo potreban za stabiliziranje javnog duga
- 2) primarni saldo potreban za stabiliziranje javnog duga te
- 3) realnu kamatnu stopu potrebnu za stabiliziranje javnog duga.

3.1. Ukupan proračunski saldo potreban za stabiliziranje javnog duga

Ukupan proračunski saldo (deficit/suficit) potreban za stabiliziranje javnog duga ili, kraće, održivi deficit, računa se pomoću sljedećeg izraza (Mihaljek, 2003):

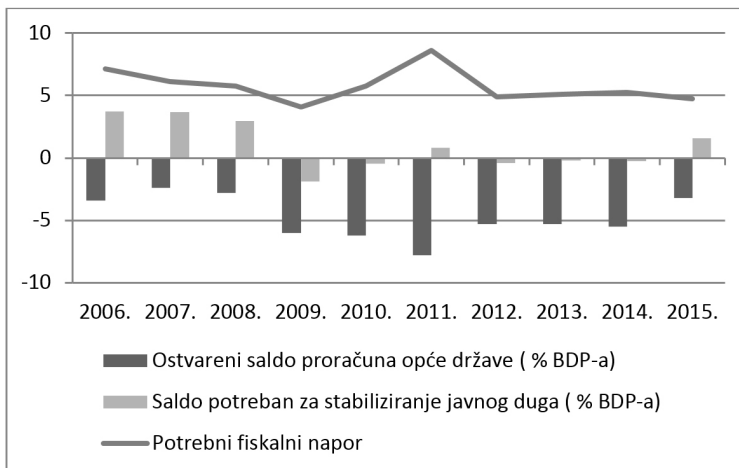
$$b^* = -d(g + \pi) \quad (1)$$

2 Ovaj dio rada temeljen je na istraživanju provedenom za sveučilišni diplomski rad „Analiza održivosti javnog duga u Hrvatskoj“, Ekonomski fakultet u Zagrebu, 2016., pristupnice Antonije Batur pod mentorstvom izv. prof. dr. sc. Hrvoja Šimovića.

gdje je b^* oznaka za održivi proračunski deficit, d je iznos ukupnog javnog duga (u % BDP-a), g označava stopu rasta realnog BDP-a te je π stopa promjene deflatora. Ako tijekom godina dolazi do rasta javnog duga, tada će razlika između održivog deficita (b^*) i ostvarenog deficita ukazati na potrebni fiskalni napor, odnosno iznos potreban da se razina javnog duga stabilizira.

Na grafikonu 3. prikazana je usporedba održivog deficita (b^*) i ostvarenog deficita u Hrvatskoj u posljednjih deset godina. Grafikon prikazuje kako je vrijednost ostvarenog deficita u 2015. godini 3,2% BDP-a. Da javni dug u 2015. godini ne bi rastao u odnosu na prethodnu godinu, saldo (suficit) potreban za stabiliziranje javnog duga u toj godini iznosi 1,6% BDP-a. Drugim riječima, u 2015. godini bilo je potrebno ostvariti suficit proračuna od 1,6% BDP-a kako bi se javni dug zadržao na razini iz 2014. godine. Razlika između održivog salda i ostvarenog salda predstavlja fiskalni napor potreban da se stabilizira javni dug u promatranoj godini. U 2015. g. fiskalni je napor trebao iznositi 4,8% BDP-a kako ne bi došlo do daljnjeg rasta javnog duga.

Na grafikonu se također može uočiti da je, u svih deset prikazanih godina, najveći fiskalni napor za stabiliziranje javnog duga Hrvatske trebalo uložiti u 2011. godini jer je tada javni dug porastao s razine od 58,3 % BDP-a u 2010. g. na 65,2 % BDP-a u 2011. godini te se usto i ostvareni deficit povećao sa 6,2 % na 7,8 %, što je ujedno najveći ostvareni deficit u prikazanom razdoblju. Može se zaključiti kako je u cijelom promatranom razdoblju fiskalna politika utjecala na rast javnog duga, a potrebe za konsolidacijom su posebno bile nužne u uvjetima recesije.



Grafikon 3. Usporedba održivog deficita i ostvarenog deficita, u % BDP-a (2006.-2015. godine)

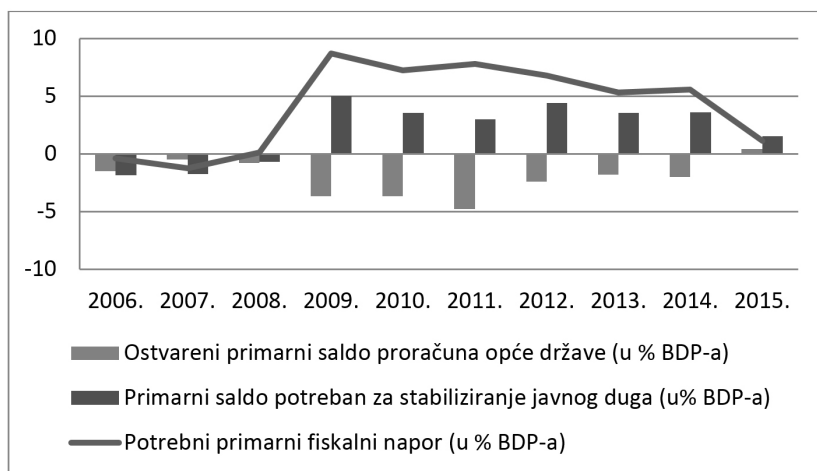
Izvor: izračun autora na temelju podataka AMECO-a (2016) i HNB-a (2016).

3.2. Primarni saldo potreban za stabiliziranje javnog duga

Drugi promatrani pokazatelj je primarni saldo (deficit) potreban za stabiliziranje javnog duga. Primarni saldo iz veličine deficita isključuje cijeli iznos kamata pristiglih u tom razdoblju. Primarni saldo potreban za stabiliziranje javnog duga računa se preko sljedećeg izraza (Mihaljek, 2003):

$$b^{p*} = (i - g^n)d_t \quad (2)$$

Primarni deficit potreban za stabiliziranje javnog duga (b^{p*}) jednak je umnošku javnog duga u % BDP-a prethodne godine (d_t) s razlikom nominalne kamatne stope (i) te stope rasta nominalnog BDP-a. Na grafikonu 4. prikazana je usporedba ostvarenog i održivog primarnog deficita u Hrvatskoj u posljednjih deset godina.



Grafikon 4. Usporedba ostvarenog i održivog primarnog deficita u Hrvatskoj od 2006. do 2015. godine

Izvor: izračun autora na temelju podataka AMECO-a (2016) i HNB-a (2016).

Grafikon 4. prikazuje da je razina ostvarenog primarnog salda proračuna opće države u 2015. godini iznosila 0,4 % što znači da je bila riječ o primarnom suficitu. Prema tome, u 2015. godini je potrebno ostvareni fiskalni suficit u iznosu od 0,4% povećati za 1,1% kako bi se javni dug stabilizirao na razini od 86,5% BDP-a koliko je iznosio godinu ranije, tj. 2014. godine.

Slično kao kod prethodnog pokazatelja, najveće fiskalne napore za stabiliziranje javnog duga trebalo je činiti u kriznom razdoblju, od 2009. do 2014. godine, a najmanji u 2015. godini, kada je prvi put u deset godina ostvaren proračunski suficit. Budući da tada nije došlo do navedenog fiskalnog napora, odnosno konsolidacije, javni dug je imao izrazitu tendenciju rasta nakon 2009. godine.

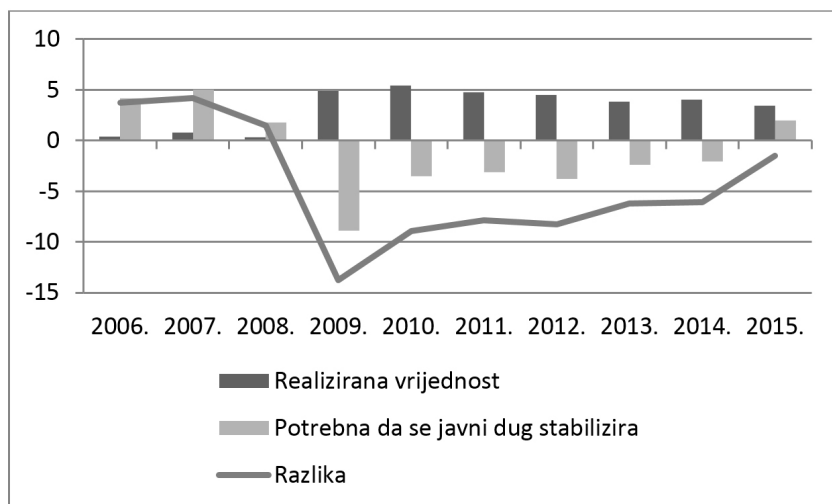
3.3. Realna kamatna stopa potrebna za stabiliziranje javnog duga

Posljednji pokazatelj stabilnosti kojim se analizira održivost javnog duga je realna kamatna stopa potrebna za stabiliziranje javnog duga, čija formula za izračun glasi:

$$r^* = g + \left(\frac{b_p}{d}\right) \quad (3)$$

gdje je g rast realnog BDP-a, b_p je oznaka za ostvareni primarni saldo proračuna opće države u % BDP-a, a d je javni dug prethodne godine.

Na grafikonu 5. prikazana je realna kamatna stopa potrebna za stabiliziranje javnog duga u posljednjih deset godina. Grafikon prikazuje da je 2015. godine realizirana vrijednost kamatne stope iznosila 3,4% te ju je bilo potrebno umanjiti za 1,5% kako bi iznosila 1,9%, koliko je potrebno da se javni dug stabilizira na razini od 86,5% BDP-a iz 2014. godine. Drugim riječima, bez obzira na povoljnije uvjete financiranja i ekonomske okolnosti, javni dug će i dalje rasti u 2016. godini.



Grafikon 5. Realna kamatna stopa potrebna za stabiliziranje javnog duga, od 2006. do 2015. godine

Izvor: izračun autora na temelju podataka AMECO-a (2016) i HNB-a (2016).

U razdoblju recesije, odnosno prije 2015. g., bila je potrebna negativna kamatna stopa kako bi se dug stabilizirao u odnosu na prethodno promatrano razdoblje. Budući da je za Hrvatsku nemoguće ostvariti niske kamatne stope, a kamoli negativne, uvjeti (re)financiranja duga i visina kamatnih stopa značajno su doprinijeli intenzivnom rastu javnog duga u Hrvatskoj, što je, uostalom, prethodno objašnjeno kroz učinak grude snijega.

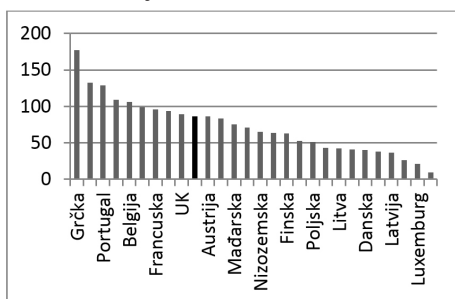
4. Pokazatelji fiskalne ranjivosti

U ovome dijelu rada analiziraju se pokazatelji fiskalne ranjivosti. Najvažnije pitanje koje se postavlja prilikom analize pokazatelja ranjivosti jest kako je uopće definirana granica ranjivosti kod pojedinog pokazatelja. Treba naglasiti da ne postoji univerzalni prag ranjivosti koji bi se mogao primijeniti na sve države svijeta, ali unatoč tome je analiza ovih pokazatelja iznimno važna (Mihaljek, 2003). Također, pokazatelje ranjivosti je važno usporediti s drugim zemljama zato što je to najbolji način za utvrđivanje pravog stanja u promatranoj zemlji. Ranjivost javnog duga se promatra kroz:

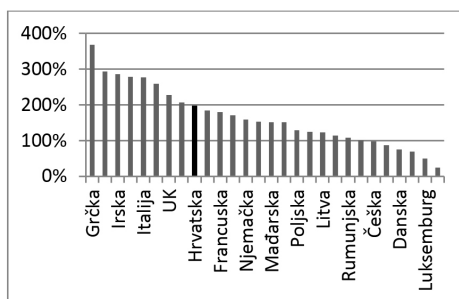
- 1) agregatne pokazatelje javnog duga
- 2) ročnu i valutnu strukturu javnog duga te
- 3) pokazatelje likvidnosti.

4.1. Agregatni pokazatelji javnog duga

U agregatne pokazatelje fiskalne ranjivosti spadaju omjer javnog duga i BDP-a te omjer javnog duga i proračunskih prihoda države. Prethodno je već prikazano da je udio javnog duga u Hrvatskoj u 2015. godini iznosio 87,6% BDP-a, kao i njegov dinamičan razvoj posljednjih deset godina. Na grafikonima 6 i 7 dana je usporedba navedenih pokazatelja sa zemljama EU-a.



Grafikon 6. Omjer javnog duga i BDP-a u Hrvatskoj i EU-u, 2015. godina
Izvor: Eurostat



Grafikon 7. Omjer javnog duga i proračunskih prihoda u Hrvatskoj i EU-u, 2015. godina
Izvor: Eurostat

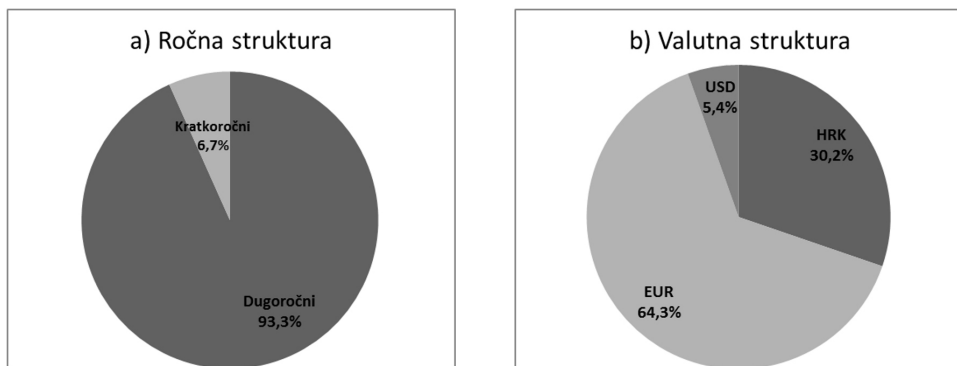
Najveći udio javnog duga u BDP-u 2015. godine imala je Grčka, i to u iznosu od visokih 176,9%, dok je najmanji imala Estonija u iznosu od 9,7 %. Hrvatska se s omjerom javnog duga i BDP-a u iznosu od 86,7 % nalazi u prvih deset članica EU-a s najvećim udjelom javnog duga u BDP-u i među vodećima je od tranzicijskih zemalja. Većina tranzicijskih zemalja (poput Slovačke, Poljske, Litve, Latvije, itd.) ima puno manji omjer javnog duga u BDP-u nego Hrvatska. Potrebno je spomenuti kako samo jedanaest zemalja EU-a ima održivu razinu javnog duga od 60% prema Maastrichtskom kriteriju.

Budući da se sav javni dug u konačnici mora podmiriti iz prihoda države, omjer javnog duga i proračunskih prihoda daje bolji uvid u kratkoročnu sposobnost države za otplaćivanje duga. Prema tom pokazatelju (grafikon 7.), situacija je slična onome kod prethodnog pokazatelja. U 2015. godini je najveći udio javnog duga u proračunskim prihodima imala Grčka (367,93%), a najmanji Estonija (24,37%). U Hrvatskoj je 2015. godine omjer javnog duga i proračunskih prihoda iznosio 197,63% te je Hrvatska među tranzicijskim zemljama najrizičnija prema navedenom pokazatelju.

4.2. Ročna i valutna struktura javnog duga

Sljedeći pokazatelji fiskalne ranjivosti javnog duga u Hrvatskoj su pokazatelji ročne i valutne strukture duga (grafikon 8.). Obzirom na javnu nedostupnost podataka o ukupnom javnom dugu, navedenu strukturu moguće je analizirati na temelju duga konsolidirane središnje države. Kada se govori o ročnoj strukturi javnog duga, može se zaključiti da je ona relativno povoljna, odnosno da u ukupnoj strukturi prevladava dugoročni u odnosu na kratkoročni javni dug. S druge strane, valutna struktura javnog duga može se ocijeniti nepovoljnom. Valutna struktura ukazuje na relativnu ranjivost, odnosno fiskalnu ranjivost na deprecijaciju kune u odnosu na euro, i nešto manje na američki dolar.

Potrebno je napomenuti kako se, uz izravni dug u eurima (klasične euroobveznice i kredite), Hrvatska na domaćem tržištu zadužuje izdavanjem domaćih kunskih obveznica i trezorskih zapisa uz valutnu klauzulu. Također, za većinu aktivnih dolarskih obveznica ugovorena je valutna zamjena (*swap*) vezana uz tečaj eura. Sve je to doprinijelo dominaciji eura u valutnoj strukturi.

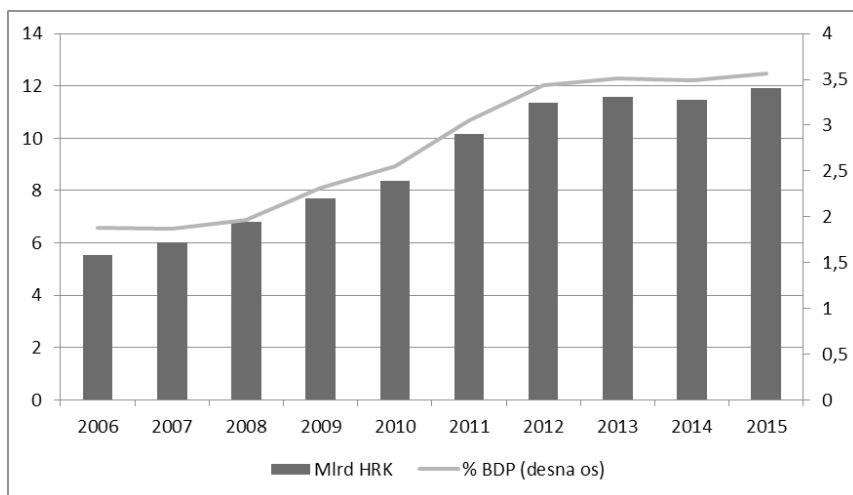


Grafikon 8. Ročna i valutna struktura duga (stanje 31. 5. 2016.)
Izvor: autori na temelju HNB-a (2016b) i Ministarstva financija (2016a i 2016b).

4.3. Pokazatelji likvidnosti

Posljednji pokazatelji fiskalne ranjivosti su pokazatelji likvidnosti javnog sektora. Pokazatelji likvidnosti pokazuju sposobnost države da na vrijeme podmiri dospjele financijske obveze svojim kreditorima. Kao osnovni pokazatelj najčešće se promatra udio dospjelih kamata na javni dug u odnosu na BDP i/ili u odnosu na proračunske prihode.

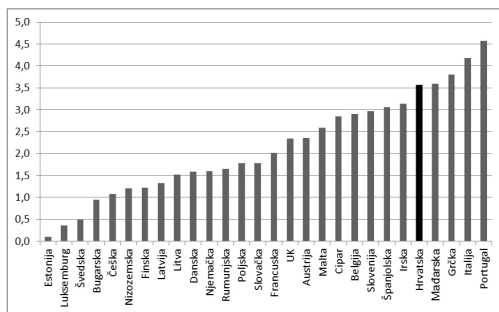
Na grafikonu 9. prikazani su proračunski izdaci za dospjele kamate na javni dug u Hrvatskoj u razdoblju od 2006. do 2015. godine. Dinamika rasta izdataka za kamate slična je dinamici rasta javnog duga. Hrvatska je u promatranom razdoblju više nego udvostručila iznos plaćenih kamata. U 2006. godini su izdaci za kamate iznosili 5,5 mlrd. kuna ili 1,9% BDP-a, dok su u 2015. godini iznosili 11,9 mlrd. kuna ili 3,56% BDP-a. Doprinos takvoj dinamici rasta treba tražiti u tzv. „učinku grude snijega“, odnosno pogoršanim uvjetima refinanciranja duga i rastu proračunskog deficita.



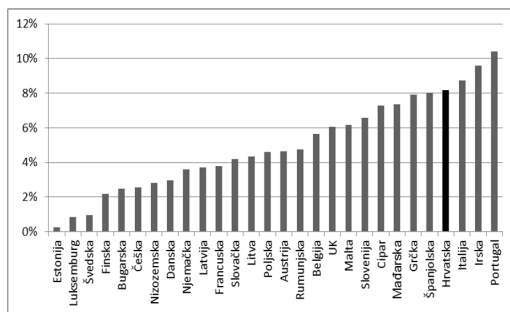
Grafikon 9. Izdaci za kamate u Hrvatskoj

Izvor: AMECO (2016)

Na grafikonima 10. i 11. prikazana je usporedba dospjelih kamata u odnosu na javni dug, tj. u odnosu na ukupne proračunske prihode među zemljama EU-a. Hrvatska je među vodećim zemljama EU-a u plaćanju visokih troškova javnog duga prema visini izdataka za kamate. Taj je trošak u 2015. godini iznosio već spomenutih 3,56% BDP-a, odnosno 8,16% proračunskih prihoda.



Grafikon 10. Dospjele kamate u BDP-u u 2015. godini
Izvor: AMECO (2016)



Grafikon 11. Dospjele kamate u ukupnim proračunskim prihodima u 2015. godini
Izvor: AMECO (2016)

5. Složeni pokazatelji fiskalne održivosti

U ovome dijelu rada analizira se fiskalna održivost složenih pokazatelja. Složenim pokazateljima se smatraju kreditni rejting dugoročnih državnih obveznica i razlika prinosa između državnih obveznica određene analizirane zemlje (poznatiji kao *bond spread*) i nerizičnih državnih obveznica, najčešće njemačke (*Bund*), odnosno američke državne obveznice (*US Treasuries*). Složeni pokazatelji važni su iz razloga što se temelje na stavovima kreditnih rejting-agencija i ulagača o cjelokupnoj ekonomskoj i političkoj situaciji u zemlji. Ti se stavovi ne temelje samo na pojedinačnom aspektu makroekonomske politike kao što je državni proračun, monetarna i tečajna politika, stabilnost financijskog sustava itd., već na svima njima zajedno.

5.1. Kreditni rejting državnih obveznica

Iako su se ocjene kreditnog rejtinga svjetskih agencija u uvjetima krize znale pokazati subjektivnima i nerealnima, i dalje se kreditni rejting, posebno kod ocjene rejtinga zemalja, smatra jednim od ključnih složenih pokazatelja. Preciznije, rejting-agencije procjenjuju kreditni rejting državnih obveznica na dug u domaćoj i stranoj valuti te procjenjuju očekivanja (trend) u razvoju rejtinga. Ocjena kreditnog rejtinga služi za premošćivanje jaza neinformiranosti vjerovnika o potencijalnom ili aktualnom dužniku. Prema tome, on je pokazatelj stanja i perspektive ekonomije pa kao takav služi potencijalnim investitorima za lakše donošenje odluke o ulaganju. Kreditni rejting pokazuje sposobnost i spremnost zemlje na to hoće li doći do neispunjenja ugovornih obveza. Tablica 1. prikazuje kreditni rejting Hrvatske i njegove promjene od tri vodeće rejting-agencije u svijetu.

Hrvatska je već dulje razdoblje, prema ocjeni kreditnog rejtinga, u ne-investicijskom razredu (tzv. „smeće“, engl. *junk*). Kako je kod prethod-

nih pokazatelja fiskalne održivosti spomenuto, postavlja se pitanje pod kojim uvjetima možemo refinancirati dospjeli dug i kakva je percepcija Hrvatske na financijskim tržištima. Iz tablice je vidljivo da je našoj zemlji posljednjih godina u nekoliko navrata smanjivan kreditni rejting, a izgledi za servisiranje duga prognozirani su negativno.

Datum promjene	Dug u stranoj valuti		Dug u domaćoj valuti	
	Ocjena	Trend	Ocjena	Trend
Fitch Ratings				
29. 1. 2016.	BB	negativan	BB+	negativan
3. 8. 2015.	BB	negativan	BB+	negativan
11. 8. 2014.	BB	stabilan	BB+	stabilan
14. 2. 2014.	BB+	negativan	BBB-	negativan
20. 9. 2013.	BB+	stabilan	BBB-	stabilan
Moody's				
11. 3. 2016.	Ba2	negativan	Ba2	negativan
21. 3. 2014.	Ba1	negativan	Ba1	negativan
1. 2. 2013.	Ba1	stabilan	Ba1	stabilan
31. 5. 2012.	Baa3	negativan	Baa3	negativan
17. 4. 2009.	Baa3	stabilan	Baa3	stabilan
Standard & Poor's				
15. 7. 2016.	BB	negativan	BB	negativan
20. 7. 2015.	BB	negativan	BB	negativan
24. 1. 2014.	BB	stabilan	BB	stabilan
2. 8. 2013.	BB+	negativan	BB+	negativan
14. 12. 2012.	BB+	stabilan	BB+	stabilan

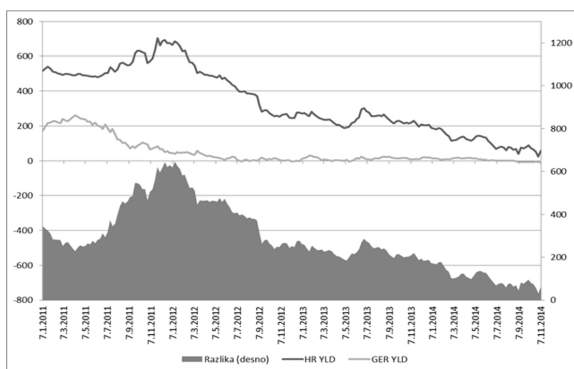
Tablica 1. Kreditni rejting Hrvatske
Izvor: mrežne stranice navedenih rejting-agencija

5.2. Razlika prinosa i CDS

Razlika prinosa državnih obveznica može se definirati kao skupni iskaz razlika u razini razvoja, očekivanim povratima i drugim bitnim obilježjima država odnosno regija čije prinose na obveznice želimo uspoređivati. Kada se kaže da je razlika prinosa skup razlika između dvije određene države, tada se drugim riječima misli na skup čimbenika koji imaju djelovanje i na strani ponude i na strani potražnje za obveznicama. Neki od

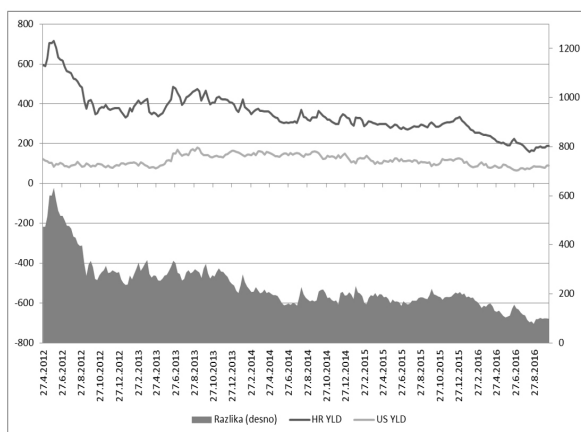
spomenutih čimbenika mogu biti političko okruženje, očekivani povrati, ekonomsko okruženje, očekivana inflacija, očekivana promjena tečaja, likvidnost, itd. (Cota i Žigman, 2011).

Na grafikonima 12. i 13. prikazane su razlike prinosa između hrvatske i usporedive nerizične njemačke, odnosno američke obveznice. Razlika prinosa pokazuje kretanje percepcije rizika Hrvatske u promatranom razdoblju. U oba promatrana slučaja, najveća razlika prinosa zabilježena je tijekom druge polovice 2011. godine i prve polovice listopada 2012. godine. U tom je razdoblju Hrvatska bilježila najveće fiskalne i druge makroekonomske ravnoteže neravnoteže, pa je i percepcija rizika zemlje iskazana kroz prinose državnih obveznica bila visoka. Stabilizacijom ekonomije i smanjivanjem makroekonomskih i fiskalnih neravnoteža se i razlike u prinosisima smanjuju i stabiliziraju.



Grafikon 12. Razlika prinosa hrvatske i usporedive njemačke obveznice (dospijeće 2015., bazni bodovi)

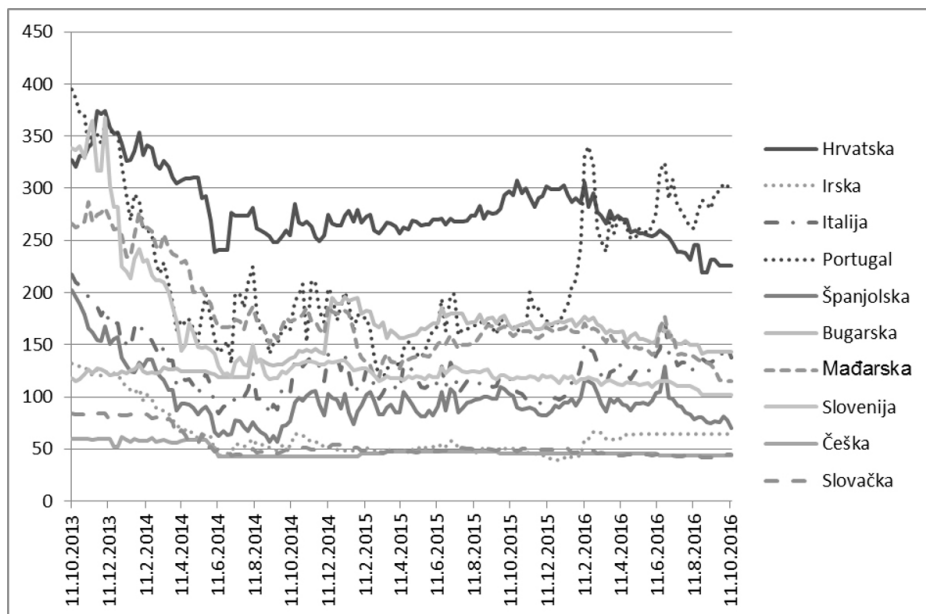
Izvor: Bloomberg



Grafikon 13. Razlika prinosa hrvatske i usporedive američke obveznice (dospijeće 2018., bazni bodovi)

Izvor: Bloomberg

Slično kao kod razlike prinosa, paralelno se za kratkoročne ocjene rizičnosti zemalja promatra premija rizika na zamjene ili CDS (engl. *Credit Default Swap*), koji ujedno služi kao dobra podloga za usporedbu rizičnosti pojedinih zemalja. Radi se o pokazatelju premije rizika na zamjene (CDS) na tržištu osiguranja kredita u slučaju nenaplativosti kredita za državne obveznice visokozaduženih zemalja poput Hrvatske. Na grafikonu 14. prikazan je CDS na petogodišnju obveznicu za odabrane zemlje EU-a koje su posljednjih godina imale određene probleme u financiranju javnog duga i fiskalnoj održivosti. Slično kao i razlika prinosa na državne obveznice, CDS je osjetljiv na niz čimbenika. Primjerice, politička nestabilnost i neizvjesnost oko formiranja vlade u Portugalu smatra se najvažnijim uzrokom porasta percepcije rizika u prvom dijelu 2016. godine. Rizik za Hrvatsku se u posljednjoj godini smanjuje, no prema ovome pokazatelju, Hrvatska je, uz Portugal, i dalje među najrizičnijim zemljama u EU-u.³



Grafikon 14. CDS na petogodišnju obveznicu (2013.-2016. g.)

Izvor: Bloomberg

3 Najgore razine rizičnosti u EU-u imaju Grčka i Cipar (preko 5000), ali zbog preglednosti nisu uvrštene na grafikon.

6. Zaključak

U razdoblju od 2006. do 2015. godine Hrvatsku uglavnom karakterizira rast proračunskog deficita i rast javnog duga. Rastući javni dug i fiskalna nestabilnost posebice su uznapredovali od 2009. godine ulaskom u dugu gospodarsku i financijsku krizu. Razina javnog duga krajem 2015. godine iznosi 86,7% BDP-a, što je znatno više od Maastrichtskog kriterija od 60% BDP-a, dok je proračunski deficit od 3,2% BDP-a blizu granice od 3% prema sljedećem Maastrichtskom kriteriju.

Analiza fiskalne održivosti i održivosti javnog duga u Hrvatskoj pokazala je kako je javni dug u promatranom razdoblju uglavnom neodrživ. Analizom pokazatelja stabilnosti duga ustanovljeno je da su ukupni proračunski deficit, primarni deficit i realne kamatne stope još uvijek na nezadovoljavajuće visokim razinama te da postoji velika razlika između ostvarenih i stabilizirajućih razina, zbog čega je potrebno ulagati daljnje fiskalne napore kako bi se ostvarene vrijednosti što više približile održivima i time stabilizirale javni dug. Nadalje, analiza fiskalne održivosti ukazuje na visoku ranjivost javnih financija u Hrvatskoj. Tome ne doprinosi toliko visina javnog duga koliko rizik likvidnosti percipiran kroz visoke iznose dospjelih kamata, kao i valutni rizik percipiran kroz visok udio javnog duga u stranoj valuti. Analiza složenih pokazatelja fiskalne održivosti dodatno ukazuje na problem fiskalne (ne)održivosti. Kreditni rejting Hrvatske kontinuirano se snižava i nalazi se u tzv. „smeće-razredu“, a očekivanja u pogledu kretanja rejtinga su uglavnom negativna. Prinosi hrvatskih obveznica su uglavnom visoki, kao i premija rizika na *swapove* (CDS), prema kojemu je Hrvatska percipirana kao jedna od rizičnijih zemalja u EU-u.

Fiskalnoj (ne)održivosti, odnosno dinamici rasta javnog duga podjednako su doprinijela negativna ekonomska kretanja, ali i neprovođenje fiskalne prilagodbe, kao i pogoršanje uvjeta (re)financiranja i rast kamatnih stopa u uvjetima recesije. Može se zaključiti kako je u cijelom promatranom razdoblju fiskalna politika utjecala na rast javnog duga, a potrebe za jačom prilagodbom posebno su bile izražene u uvjetima recesije. Obzirom da su očekivane stope rasta BDP-a u 2015. i 2016. godini relativno niske (između 2%-2,5%) te da je u istim godinama došlo do nešto povoljnijih uvjeta (re)financiranja duga, bez značajnije fiskalne prilagodbe postojeća razina javnog duga u najboljem slučaju može stagnirati. Kao nedostatak ove analize svakako treba spomenuti usmjerenost na izravne obveze države, čime je zanemaren značajan dio potencijalnih obveza države, čime bi se prikazala šira i možda drugačija slika fiskalne održivosti u Hrvatskoj.

Literatura:

- AMECO (2016.), *Annual macro-economic database (AMECO)*, European Commission, Directorate General for Economic and Financial Affairs.
- Babić, A., Bajo, A., Bubaš, Z. i Švaljek, S. (2001.), Javni dug u Republici Hrvatskoj, *Financijska teorija i praksa*, 25(1), str. 1-97.
- Babić, A.; Krznar, I.; Nestić, D. & Švaljek, S. (2003.), Dinamička analiza održivosti javnog i vanjskog duga Hrvatske, *Privredna kretanja i ekonomska politika*, 13(97), str. 77-126.
- Bajo, A. i Primorac, M. (2013.), Troškovi zaduživanja i prinosi na hrvatske državne obveznice, *IJF Newsletter*, br. 83.
- Balassone, F. & Franco, D. (2000.), *Assessing Fiscal Sustainability: A Review of Methods with a View to EMU*, in: Banca d'Italia, *Fiscal Sustainability*, str. 21-60.
- Blanchard, O., Chouraqui, J. C., Hagemann R. P., & Sartor, N. (1990.), *The Sustainability of Fiscal Policy: New Answers to an Old Question*, *OECD Economic Studies*, No. 15, str. 7-36.
- Buiter, W. H. (1985.), *Guide to Public Sector Debt and Deficits*, Center Discussion Paper, No. 493. Yale University, Economic Growth Center.
- Cota, B., Žigman, A. (2011.), Utjecaj fiskalne politike na razlike u prinosima državnih obveznica na tržištima u nastajanju, *Financijska teorija i praksa*, 35(49), str. 385-412.
- HNB (2016a.), *Statistika – Opća država – Dug opće države*, <http://www.hnb.hr/statistika/statisticki-podaci/opca-drzava/dug-opce-drzave> (pregledano 20. 12.2016.)
- HNB (2016b.), *Financijska stabilnost*, br. 17. Zagreb: Hrvatska narodna banka.
- Mihaljek, D. (2003.), *Analiza održivosti javnog i vanjskog duga Hrvatske pomoću standardnih financijskih pokazatelja*, *Privredna kretanja i ekonomska politika*, 13(97), str. 29-75.
- Mihaljek, D. (2009.), *The global financial crisis and fiscal policy in Central and Eastern Europe: the 2009 Croatian budget odyssey*, *Financial Theory and Practice*, 33(3), str. 239-272.
- Ministarstvo financija (2016a.), *Mjesečni statistički prikaz*, travanj-lipanj 2016. Zagreb: Ministarstvo financija.
- Ministarstvo financija (2016b.), *Pregled međunarodnih obveznica izdanih od strane Republike Hrvatske*, <http://www.mfin.hr/hr/obveznice-medunarodne> (pregledano 22. 12. 2016.)

- Sever, I. (2005.), Kreirani vanjski javni dug Hrvatske i njegova upotreba, u: B. Jelčić & J. Šimović (ur.) Hrvatska pred vratima EU: fiskalni aspekt. Zagreb: HAZU, str. 125-149.
- Sopek, P. (2009.), Utjecaj financijske krize na primarni proračunski deficit i javni dug Hrvatske, *Financijska teorija i praksa*, 33(3), str. 277-302.
- Sopek, P. (2011.), Testing the sustainability of the Croatian public debt with dynamic models, *Financial Theory & practice*, 35(4), str. 413-442.
- Šimović, H., Ćorić, T. i Deskar-Škrbić, M. (2014.), Mogućnosti i ograničenja fiskalne politike u Hrvatskoj, *Ekonomski pregled*, 65(6), str. 541-575.