

# Gospodo, gdje je strategija zaduživanja i upravljanja javnim dugom?

---

**Bajo, Anto; Primorac, Marko**

*Source / Izvornik:* **Aktualni osvrti, 2014, 7, 1 - 2**

**Journal article, Published version**

**Rad u časopisu, Objavljena verzija rada (izdavačev PDF)**

<https://doi.org/10.3326/ao.2014.63>

*Permanent link / Trajna poveznica:* <https://um.nsk.hr/um:nbn:hr:242:834464>

*Rights / Prava:* [Attribution-NonCommercial-NoDerivatives 4.0 International/Imenovanje-Nekomercijalno-Bez prerada 4.0 međunarodna](#)

*Download date / Datum preuzimanja:* **2025-03-14**



*Repository / Repozitorij:*

[Institute of Public Finance Repository](#)

# AKTUALNI OSVRTI

## Gospodo, gdje je strategija zaduživanja i upravljanja javnim dugom?

dr. sc. ANTO BAJO, Institut za javne financije, Zagreb

dr. sc. MARKO PRIMORAC, Ekonomski fakultet, Zagreb

---

**Zadnji tjedan u godini, kao i mjesec srpanj, hrvatskim vladama su često pogodni za mijenjanje zakona ili donošenje odluka koje značajno utječu na državne financije. To potvrđuju i dvije posljednje sjednice Vlade održane telefonski na Badnjak 24. prosinca i 27. prosinca 2013. Vlada je u samo tjedan dana, zahvaljujući donesenim četirima odlukama, povećala javni dug za oko 4 mlrd. kuna.**

---

**Odluke koje vode rastu javnog duga.** Na dnevnom redu telefonske sjednice Vlade održane 24. prosinca 2013. bio je Prijedlog Odluke o davanju suglasnosti ministru financija za zaduživanje Republike Hrvatske u iznosu 200 mil. eura i Odluka o davanju suglasnosti Centru za restrukturiranje i prodaju za kreditno zaduženje u iznosu od 606,4 mil. kuna. Na sjednici održanoj tri dana poslije Vlada je donijela Odluku o davanju suglasnosti društvu Hrvatske ceste d.o.o. za kreditno zaduženje i Odluku o davanju suglasnosti za preuzimanje duga trgovačkog društva HŽ Infrastruktura d.o.o. Tako je u samo tjedan dana Vlada s četiri odluke povećala javni dug za oko 4 mlrd. kuna. Hrvatske ceste pridonose rastu duga s 0,4 mlrd., Hrvatske željeznice s 1,4 mlrd., država izravnim kratkoročnim zaduživanjem s 1,5 mlrd., te Centar za restrukturiranje i prodaju s 0,6 mlrd. kuna.

**Umjesto trezorskih zapisa nepovoljno kratkoročno zaduživanje kod Goldman Sachsa.** Republika Hrvatska zadužila se kratkoročno za 200 mil. eura (oko 1,5 mlrd. kuna) kod banke Goldman Sachs. U Odluci Vlade naveden je fiksni kamatni kupon uz godišnju stopu 2,5%, a rok povrata je kraj ožujka 2014. Imajući u vidu kratak rok dospijeca jedino se može zaključiti da je instrument zaduživanja kratkoročni kredit. Vlada i Ministarstvo Financija su za tako kratak rok dospijeca mogli izdati trezorski zapis koji nema kuponsku kamatu (uglavnom se prodaju uz diskont te zbog kratkog roka dospijeca ne nose kamatu). Uz pretpostavku da je trošak zaduživanja za razdoblje od tri mjeseca četvrtina od 2,5% (0,625%), a zbog izrazito kratkog roka dospijeca zaduživanje se može ocijeniti nepovoljnim. Usporedbe radi, 10. prosinca 2013. obavljena je aukcija trezorski zapisa Ministarstva financija u eurima, na kojoj su se trezorski zapisi s rokom dospijeca 91 dan (što odgovara ročnosti zaduženja kod Goldman Sachsa) prodavali po cijeni od 99,888 uz koju je prinos do dospijeca 0,45%. Zaduzivanje trezorskim zapisima čini se znatno povoljnije nego inozemno zaduzivanje. Zašto se Vlada odlučila na zaduzivanje po nepovoljnijim uvjetima u inozemstvu kada je likvidnost domaćeg financijskog sustava prilično visoka i postoji potražnja za kratkoročnim državnim vrijednosnicama?

**Zaduživanje Centra za restrukturiranje i prodaju (CERP-a).** Vlada je na telefonskoj sjednici dala suglasnost CERP-u (koji je izvanproračunski korisnik) da se zaduži u iznosu od 606,4 mil. kuna za kupnju 24,5% redovnih dionica Jadranskog naftovoda od proračunskog korisnika Hrvatske agencije za obvezne zalihe nafte i naftnih derivata (HANDA) uz mjenično jamstvo Republike Hrvatske. Podaci o

vjerovnicima, uvjetima i načinu provedbe tog kreditnog zaduženja (za razliku od prethodnih zaduženja) nisu objavljeni. To zaduživanje posebno je zanimljivo i u najmanju ruku čudno uzme li se u obzir činjenica da je Vlada osnivač i CERP-a i HANDA-e. S obzirom da Republika Hrvatska kao vlasnik ima zakonske ovlasti raspolaganja imovinom HANDA-e, a CERP upravlja poslovnim udjelima i dionicama koje u trgovačkim društvima ima Republika Hrvatska, cijela transakcija čini se krajnje neuobičajenom. Mogući neto učinak te transakcije je prikriveno zaduživanje jer će proračun zahvaljujući HANDA-i (kao proračunskom korisniku) dobiti 606,4 mil. kuna zaduživanjem CERP-a (izvanproračunskog korisnika) što predstavljaju značajan izvor fiskalnog rizika i rasta javnog duga.

**Suglasnost na zaduživanje Hrvatskih cesta je dozvola za rast proračunskog deficita i javnog duga.** Vlada je dala suglasnosti društvu Hrvatske ceste d.o.o. za kreditno zaduženje kod konzorcija domaćih banaka u iznosu 56,5 mil. eura (oko 431 mil. kuna)<sup>1</sup> uz uvećanje za kamate i troškove zaduživanja. Zajednicu ponuditelja čine: Croatia banka, Hypo Alpe-Adria, Istarska kreditna banka Umag i PBZ. Društvo se zadužuje na rok od 7 godina (s počekom od 2 godine) za potrebe financiranja građenja i održavanja državnih cesta te za podmirenje kreditnih obveza u 2013. godini. Kamatna stopa je promjenjiva u visini šestomjesečnog EURIBOR-a uvećanog za fiksni dio (5,6%). Na dan donošenja odluke (27.12.2013.) šestomjesečni EURIBOR iznosio je 0,392%, pa je ukupna kamatna stopa bila 5,992%. Troškovi zaduživanja uvećavaju se dodatno za 1,25% aranžerke naknade odnosno za 706.250 eura (oko 5.387.049 kuna). Tomu treba dodati još 10.000 eura godišnjeg troška na ime agentske naknade (ukupno 70 tisuća eura ili oko 534 tisuće kuna). Efektivna godišnja kamatna stopa je 6,39%, a ukupni troškovi se procjenjuju na gotovo 16 milijuna eura. Država je dala jamstvo za to zaduživanje što povećava fiskalni rizik te zbog veće izvjesnosti dospijeca jamstava Hrvatskih cesta na naplatu državi opravdano je vjerovati u rast javnog duga. Riječ je o nepovoljnom zaduživanju koje odražava visoki kreditni rizik zbog kojeg banke utvrđuju i višu cijenu kapitala.

**Dug Hrvatskih željeznica (HŽ Infrastrukture) izravno povećava javni dug.** Radi smanjenja zaduženosti i financijske konsolidacije Vlada je dala suglasnost Ministarstvu financija da preuzme dug društva HŽ Infrastruktura d.o.o. temeljem danih jamstava u iznosu od 1,3 mlrd. kuna. Odlukom o preuzimanju duga povećan je kapital javnog dobra HŽ infrastrukture za 1,33 mlrd. kuna na ime glavnice i dodatno za iznos kamate od 76,7 mil. kuna i zatezne kamate od 8,9 mil. kuna. To je ukupno 1,4 mlrd. duga. Taj je dug HŽ Infrastruktura imala prema dvije domaće poslovne banke (PBZ-u i ZABA-i), a država je preuzimanjem obveza izravno povećala ukupni javni dug i dodatno pogoršala svoju fiskalnu poziciju. To zaduživanje utječe na veličinu javnog duga kojeg će Europska komisija uzeti u obzir pri utvrđivanju konačnih godišnjih limita na deficit i javni dug u sklopu procedure prekomjernog proračunskog deficita.

**Gdje je strategija zaduživanja i upravljanja javnim dugom?** Ukupni iznos svih nedavnih zaduživanja veći je od 4 mlrd. kuna i izravno se odražava na rast javnog duga. Troškovi zaduživanja prilično su visoki, a kreativne financijske transakcije kojima Vlada pokušava pronaći izvore financiranja neće proći nezapaženo kod Europske komisije i evidentirat će se u sklopu procedura prekomjernog proračunskog deficita. Vlada nema strategiju upravljanja javnim dugom, a postojeća nepovoljna zaduženja ukazuju na potrebu žurnog uvođenja upravljanja fiskalnim rizicima. Potencijalne obveze s kojima će se Vlada suočiti u narednom razdoblju sve su veće, a proizlaze iz rastućih obveza povezanih sa zaduživanjem izvanproračunskih korisnika, javnih poduzeća kojima su odobrena državna jamstva. Umjesto na poboljšanje uvjeta zaduživanja, Vlada se trudi pronaći nove modalitete zaduživanja po (nepovoljnim) uvjetima. Neadekvatno upravljanje javnim dugom uzrokuje iznimno visoke troškove zaduživanja koji poništavaju učinke skromnih fiskalnih reformi na rashodnoj strani proračuna. Vlada žurno treba donijeti Strategiju upravljanja javnim dugom, Zakon o javnom dugu i osnovati poseban ured ili agenciju za upravljanje javnim dugom izvan Ministarstva financija. Sastavni dio tog ureda trebao bi biti i odjel za upravljanje rizicima javnog sektora. Fiskalni rizici u Hrvatskoj postaju sve značajniji i prijetnja su održivosti javnih financija. Taj problem Vlada treba shvatiti krajnje ozbiljnije i posvetiti mu dužnu pozornost zbog nepovoljnih uvjeta zaduživanja i gubljenja kontrole nad troškovima zaduživanja.

<sup>1</sup> U analizama je korišten mjesečni prosjek srednjeg deviznog tečaja HNB-a za studeni 2013. od 7,627680 kuna za 1 euro.