

Komparativna analiza javnog duga Republike Hrvatske i Danske

Zorić, Ema

Master's thesis / Diplomski rad

2020

Degree Grantor / Ustanova koja je dodijelila akademski / stručni stupanj: **Josip Juraj Strossmayer University of Osijek, Faculty of Economics in Osijek / Sveučilište Josipa Jurja Strossmayera u Osijeku, Ekonomski fakultet u Osijeku**

Permanent link / Trajna poveznica: <https://urn.nsk.hr/urn:nbn:hr:145:119682>

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

Download date / Datum preuzimanja: **2024-04-19**



Repository / Repozitorij:

[EFOS REPOSITORY - Repository of the Faculty of Economics in Osijek](#)



Sveučilište Josipa Jurja Strossmayera u Osijeku

Ekonomski fakultet u Osijeku

Diplomski studij Financijski menadžment

Ema Zorić

**KOMPARATIVNA ANALIZA JAVNOG DUGA REPUBLIKE
HRVATSKE I DANSKE**

Diplomski rad

Osijek, 2020.

Sveučilište Josipa Jurja Strossmayera u Osijeku

Ekonomski fakultet u Osijeku

Diplomski studij Financijski menadžment

Ema Zorić

**KOMPARATIVNA ANALIZA JAVNOG DUGA REPUBLIKE
HRVATSKE I DANSKE**

Diplomski rad

Kolegij: Upravljanje javnim dugom

JMBAG: 0010213346

e-mail: emazoric@efos.hr

Mentor: prof.dr.sc. Branimir Marković

izv.prof.dr.sc Domagoj Karačić

Osijek, 2020.

Josip Juraj Strossmayer University of Osijek
Faculty of Economics in Osijek
Graduate Study Financial management

Ema Zorić

**COMPARATIVE ANALYSIS OF THE PUBLIC DEBT OF
THE REPUBLIC OF CROATIA AND DENMARK**

Graduate paper

Osijek, 2020.

IZJAVA
O AKADEMSKOJ ČESTITOSTI,
PRAVU PRIJENOSA INTELEKTUALNOG VLASNIŠTVA,
SUGLASNOSTI ZA OBJAVU U INSTITUCIJSKIM REPOZITORIJIMA
I ISTOVJETNOSTI DIGITALNE I TISKANE VERZIJE RADA

1. Kojom izjavljujem i svojim potpisom potvrđujem da je *diplomski rad* isključivo rezultat osobnoga rada koji se temelji na mojim istraživanjima i oslanja se na objavljenu literaturu. Potvrđujem poštivanje nepovredivosti autorstva te točno citiranje radova drugih autora i referiranje na njih.
2. Kojom izjavljujem da je Ekonomski fakultet u Osijeku, bez naknade u vremenski i teritorijalno neograničenom opsegu, nositelj svih prava intelektualnoga vlasništva u odnosu na navedeni rad pod licencom *Creative Commons Imenovanje – Nekomercijalno – Dijeli pod istim uvjetima 3.0 Hrvatska*.
3. Kojom izjavljujem da sam suglasan/suglasna da se trajno pohrani i objavi moj rad u institucijskom digitalnom repozitoriju Ekonomskoga fakulteta u Osijeku, repozitoriju Sveučilišta Josipa Jurja Strossmayera u Osijeku te javno dostupnom repozitoriju Nacionalne i sveučilišne knjižnice u Zagrebu (u skladu s odredbama Zakona o znanstvenoj djelatnosti i visokom obrazovanju, NN br. 123/03, 198/03, 105/04, 174/04, 02/07, 46/07, 45/09, 63/11, 94/13, 139/13, 101/14, 60/15).
4. izjavljujem da sam autor/autorica predanog rada i da je sadržaj predane elektroničke datoteke u potpunosti istovjetan sa dovršenom tiskanom verzijom rada predanom u svrhu obrane istog.

Ime i prezime studenta/studentice: Ema Zorić

JMBAG: 0010213346

OIB: 87992549020

e-mail za kontakt: ema.zoric@gmail.com

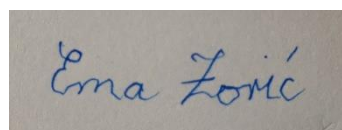
Naziv studija: Diplomski studij, smjer Financijski menadžment

Naslov rada: Komparativna analiza javnog duga Republike Hrvatske i Danske

Mentor/mentorica rada: prof.dr.sc. Branimir Marković

U Osijeku, 2020. godine

Potpis _____



Komparativna analiza javnog duga Republike Hrvatske i Danske

SAŽETAK

Javne financije su važan sektor svake države u svijetu koje su zadužene za prikupljanje javnih prihoda i trošenje u obliku javnih rashoda za zadovoljenje javnih potreba. U onom trenutku, kada se dogodi situacija da su javni prihodi manji od javnih rashoda, rezultat je državni deficit. Tada država polazi za instrumentom koji se naziva zaduženje, te nastaje javni dug. Javni dug neke države govori stanje zaduženja u točno određenom trenutku. U svijetu, kada se priča o financijama neke države gotovo uvijek se spominje javni dug. Upravo zbog važnosti javnog duga su predstavljene osnovne značajke javnog duga, njegovo upravljanje, prednosti javnog duga, ali i utjecaj gospodarske krize na javni dug. Tijekom rada korištene su mnoge znanstvene metode od kojih najviše, metoda deskripcije i kompilacije u teorijskom dijelu, a u istraživačkom dijelu rada najviše je korištena metoda analize. Cilj analize javnog duga Republike Hrvatske i Danske za vremenski period od 2008. godine do 2018. godine je odrediti kakav utjecaj je imala kriza na javni dug navedenih država. Analizirana je struktura javnog duga, struktura po instrumentima zaduženja, valutna i kamatna struktura kako bi se dobio što detaljniji uvid u pojedinačni javni dug svake države. Komparativnom analizom je zaključeno koja država je bolje reagirala na krizu iz 2008. godine te kakav je to utjecaj imalo na cjelokupni javni dug navedenih država. Na kraju su prezentirani zaključci, ali i pitanja koja su ostala otvorena.

Ključne riječi: javni dug, Republika Hrvatska, Danska, gospodarska kriza, komparativna analiza

Comparative analysis of the public debt of the Republic of Croatia and Denmark

ABSTRACT

Public finance is an important sector of every country in the world that is responsible for collecting public revenues and spending in the form of public expenditures to meet public needs. At the moment when the situation occurs that public revenues are less than public expenditures, the result is a government deficit. Then the state starts with an instrument called indebtedness, and a public debt arises. The public debt of a country tells the state of indebtedness at a specific time. In the world, when it comes to the finances of a country, public debt is almost always mentioned. Precisely because of the importance of public debt, the basic features of public debt, its management, the advantages of public debt, but also the impact of the economic crisis on public debt were presented. During the paper, many scientific methods were used, most of which, the method of description and compilation in the theoretical part, and in the research part of the paper, the method of analysis was used the most. The aim of the analysis of the public debt of the Republic of Croatia and Denmark for the period from 2008 to 2018 is to determine the impact of the crisis on the public debt of these countries. The structure of public debt, the structure by borrowing instruments, currency and interest rate structure were analyzed in order to obtain a more detailed insight into the individual public debt of each country. The comparative analysis concluded which country responded better to the 2008 crisis and what impact this had on the overall public debt of these countries. At the end, the conclusions were presented, but also the issues that remained open

Key words: public debt, Republic of Croatia, Denmark, economic crisis, comparative analys

Sadržaj

1.	Uvod	1
2.	Teorijska podloga i prethodna istraživanja.....	3
2.1.	Pojam i sadržaj javnih financija	3
2.1.1.	Proračun	4
2.2.	Pojam i uloga javnog duga	6
2.3.	Zakonodavni okvir javnog duga.....	8
2.4.	Nastanak javnog duga	9
2.5.	Klasifikacija javnog duga.....	10
2.6.	Upravljanje javnim dugom.....	12
2.6.1.	Ciljevi upravljanja javnim dugom	13
2.6.2.	Razvoj upravljanja javnim dugom	14
2.6.3.	Rizici kod upravljanja javnim dugom.....	15
2.7.	Prednosti javnog duga	16
2.8.	Javni dug i Europska Unija	17
2.9.	Javni dug i financijska kriza 2008. godine	18
2.10.	Instrumenti zaduživanja	19
3.	Metodologija rada.....	22
4.	Komparativna analiza javnog duga Republike Hrvatske i Danske	24
4.1.	Analiza javnog duga Republike Hrvatske	24
4.1.1.	Struktura državnog duga prema vrsti instrumenata	29
4.1.2.	Valutna struktura državnog duga	31
4.1.3.	Kamatna struktura državnog duga	33
4.2.	Analiza javnog duga Danske	34
4.2.1.	Struktura državnog duga prema vrsti instrumenta	39
4.2.2.	Valutna struktura državnog duga	41
4.2.3.	Kamatna struktura državnog duga	42

4.3. Komparativna analiza javnog duga Republike Hrvatske i Danske za razdoblje od 2008. do 2018. godine	43
5. Rasprava	45
6. Zaključak	47
7. Literatura	49
Popis tablica	53
Popis slika.....	54
Popis grafikona.....	55

1. Uvod

Javne financije od davnina su važno područje svake države ili monarhije. Javne financije su zadužene za prikupljanje sredstava od građana i pravednom raspodjelom troše ta sredstva kako bi se zadovoljile potrebe građana za javnim dobrima. Prikupljanje sredstava, najčešće se vrši kroz oporezivanje građana raznim porezima, a ti porezi predstavljaju prihode države. Zadovoljenje javnih potreba predstavljaju javni rashodi države. U onom trenutku, kada su rashodi veći od prihoda javlja se deficit, te država poseže za zaduživanjem kako bi pokrila deficit upravo zbog toga, javni dug se promatra kao izvanredni prihod neke države.

Kada se govori o financijama neke države, u većini slučajeva se spominje javni dug. Veličina javnog duga može govoriti koliko su stabilne odnosno nestabilne javne financije određene države. Javni dug je najbolje promatrati u odnosu na BDP ili neki relevantni pokazatelj. Javni dug kao suma novca može biti jedino pokazatelj državi za koliko im je narastao ili pao javni dug u nekom vremenskom periodu. Ukoliko se uspoređuje javni dug dviju ili više država, tada je nužno usporediti ga s nekim pokazateljem. Svaka država je različite veličine, ima različit broj stanovnika, različito razvijena, te tako ima različite vrijednosti javnog duga.

Svrha ovog rada je identificirati utjecaj gospodarske i ekonomske krize na javni dug Republike Hrvatske i Danske. Stoga je analiziran javni dug navedenih država za razdoblje od 2008. do 2018. godine. Ovaj vremenski period je odabran jer gospodarska kriza započinje 2008. godine, a njezine posljedice su se osjetile dugo godina nakon početka krize. Očekivanja ovog rada su uočiti kroz javni dug koja država je bolje reagirala na gospodarsku i financijsku krizu iz 2008. godine.

Rad je strukturiran kroz šest glavnih poglavlja, a to su: uvod, teorijska podloga i prethodna istraživanja, metodologija rada, opis istraživanja i rezultati istraživanja, rasprava i zaključak.

U uvodu ovog rada je predstavljeno šire i užo istraživačko područje, navedena svrha rada i struktura rada. Nakon uvoda slijedi teorijska podloga i prethodna istraživanja gdje je definiran pojam javnih financija i proračun, pojam i uloga javnog duga, zakonodavni okvir javnog duga, nastanak javnog duga, klasifikacija javnog duga, upravljanje javnim dugom, prednosti javnog duga, javni dug i Europska Unija, javni dug i financijska kriza 2008. godine te instrumenti zaduživanja. Slijedi poglavlje metodologija istraživanja u kojima su predstavljene

metode kojima se autorica koristila tijekom pisanja rada i definirane hipoteze na kojima se rad temelji.

Opis istraživanja i rezultati istraživanja sadržavaju analizu javnog duga Republike Hrvatske i Danske od 2008. do 2018. godine u kojima su prikazane vrijednosti javnog duga, odnos javnog duga s BDP-om, struktura javnog duga po instrumentima, valutna struktura i kamatna struktura javnog duga. Tijekom analize, podaci su prezentirani tablično i putem grafikona kako bi se što preglednije prikazali podaci. Nakon istraživanja slijedi rasprava i zaključak.

2. Teorijska podloga i prethodna istraživanja

U ovom dijelu rada su analizirana teorijska podloga i prethodna istraživanja koja su povezana s pojmom javni dug. U prvom dijelu je napravljen uvod u pojam i sadržaj javnih financija, nakon toga pojmovno definiranje proračuna. Nakon definiranja proračuna slijedi definiranje pojma i uloge javnog duga, zakonodavni okvir i nastanak javnog duga, klasifikacija javnog duga, upravljanje javnim dugom, prednosti javnog duga, Javni dug i Europska Unija te naposljetku instrumenti zaduživanja. U ovom djelu rada pojašnjeni su pojmovi vezani za javni dug kako bi se bolje razumjelo istraživanje i komparativna analiza u poglavlju četiri.

2.1. Pojam i sadržaj javnih financija

Pojam „financije“ označava prikupljanje novca kako bi se obavio neki posao. Riječ financije uvijek označava neke novčane transakcije, trošenje novca i sl. Druga promatrana riječ „javne“ odnosi se na državno. U konačnici sintagma „javne financije“ se može definirati kao aktivnosti države u kojima država prikuplja novac u obliku javnih prihoda i troši taj novac kako bi izvršila javne rashode. (Jurković, 2002)

Temeljne funkcije javnih financija:

1. **Alokacijska funkcija** temelji se na pretpostavci da tržište funkcionira na neučinkovit način. Država kroz ovu funkciju na optimalan način raspolaže sredstvima kako bi pribavila javna i privatna dobra. Stoga država kroz proračun donosi odluke o alokaciji financijskih sredstava u sklopu javnog sektora kako bi se zadovoljile javne potrebe.
2. **Distribucijska funkcija** se naziva i funkcija raspodjele. Ova funkcija označava djelovanje države instrumentima javnih financija na promjenu raspodjele dohotka, bogatstva i potrošnje na tržištu zbog zadovoljenja distribucijskih ciljeva. Država poreznim politikama i politikom transfera preraspodjeljuje dohodak za ostvarenje jednakih šansi u ostvarenju dohotka.
3. **Stabilizacijska funkcija** analizira na koji način država utječe na makroekonomska kretanja. U ovoj funkciji država koristi mjere ekonomske politike kako bi ostvarila osnovne ciljeve ekonomske politike. Najvažniji instrumenti ekonomske politike su: javni prihodi, javni rashodi i proračunski saldo. (Šimurina, i dr., 2012)

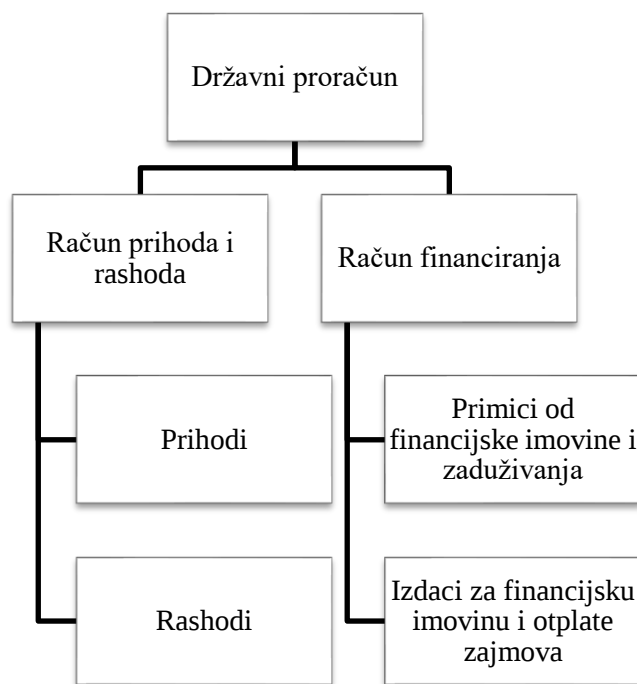
2.1.1. Proračun

Riječ proračun dolazi od francuske riječi bougette koja znači kožna torbica u kojoj su prodavači držali novce. U Engleskoj, riječ budget je bila korištena za torbu u kojoj je ministar financija predlagao plan javnih prihoda i javnih rashoda države za definirano vremensko razdoblje. Najjednostavnije rečeno proračun jest plan prihoda i rashoda za određeno vremensko razdoblje. (Ott, i dr. 2009)

Proračun je definiran i Zakonom o proračunu (NN, 15/15, čl.3, br. Stavke 5) „Državni proračun je akt kojim se procjenjuju prihodi i primici te utvrđuju rashodi i izdaci države za jednu godinu, u skladu sa zakonom, a donosi ga Hrvatski sabor.“ Kod proračuna definirana su načela kojih se svaka vlada mora pridržavati tijekom planiranja, donošenja i izvršenja proračuna. Proračunska načela trebaju poznavati svi koji sudjeluju u izradi i objavi načela.

Prema istom zakonu (NN, 15/15, čl.4) navode se proračunska načela:

1. „Načelo jedinstva i točnosti
2. Načelo jedne godine
3. Načelo uravnoteženosti
4. Načelo obračunske jedinice
5. Načelo univerzalnosti
6. Načelo specifikacije
7. Načelo dobrog financijskog upravljanja
8. Načelo transparentnosti“



Slika 1. Struktura državnog proračuna

Izvor: Izrada autora prema podacima sa stranice <https://www.proracun.hr/Home/VodicProracun> [Pristupljeno: 11.8.2020.]

U strukturi državnog proračuna može se uočiti kako se proračun dijeli na dva glavna dijela: Račun prihoda i rashoda te Račun financiranja. Prema Ott i dr. (2009) „Račun prihoda i rashoda prikazuje prihode i rashode države u jednoj godini, dok račun financiranja je dio proračuna koji prikazuje način financiranja proračunskog manjka te korištenje proračunskog viška.“

Važno je razlikovati pojmovno definicije javnih prihoda i rashoda kako bi se što bolje i jednostavnije mogao pojmovno i teorijski objasniti javni dug. „Pojam javnih prihoda se uglavnom poistovjećuje s porezima jer upravo oni imaju najveći udio u prihodima države. Ako promatramo sustav javnih prihoda država iste društveno-ekonomske snage s istim ili sličnim razvojem, vidljive su manje ili veće razlike koje su upravo rezultat određenih posebnosti svake države, kao npr. geografske značajke, gospodarska struktura, broj stanovnika, dohodak po stanovniku, ustavno uređenje, i sl.“ (Goreta i dr. 2016. prema: Jelčić i dr., 2008.). Prema Šimurina i dr. (2012:23) Javni rashodi su izdaci koje država napravi kako bi zadovoljila potrebe svojih građana. Ti rashodi su izraženi u novcu. Javni rashodi se izučavaju kao sastavni dio financijskog mehanizma cjelokupnog gospodarstva jedne zemlje.

Račun financiranja prikazuje sve priljeve i odljeve u novcu, po domaćim i stranim depozitima i zajmovima i od ostale financijske imovine. (Ott i dr. 2009) „Razlike primitaka i izdataka je neto financiranje tj. iznos mora biti jednak manjku ili višku iz računa prihoda i rashoda, odnosno neto pozajmljivanju ili zaduživanju države.“ (Ott i dr. 2009)

2.2. Pojam i uloga javnog duga

Kada se dogodi situacija u državi da država nije u mogućnosti financirati javne rashode iz javnih financija, taj manjak sredstava može financirati na tri načina: povećanjem poreznog opterećenja, prodajom državne imovine ili javnim zaduživanjem. (Karačić i dr. 2015. prema Rosen, Gayer, 2014: 474) Povećanje poreznog opterećenja i prodaja imovine nisu učinkoviti, te je tako javno zaduživanje postao dominantan način financiranja državnih manjkova. (Karačić i dr. 2015)

„Javni dug ima dvoznačno obilježje. Javni dug je financijski instrument koji u sebi uključuje elemente i javnih prihoda i javnih rashoda. U trenutku zaključenja zajma javni zajam predstavlja prihod države, a u trenutku dospijeca javni dug predstavlja rashod države.“ (Marković, Karačić, 2020. prema Bajo i dr. 2011) U literaturi su dostupne razne definicije javnog duga, no u konačnici sve se svode na isto, stoga definicija javnog duga prema Bajo i dr. (2011) glasi: „Država se može zaduživati uzimanjem zajmova od banaka ili drugih financijskih institucija te izdavanjem državnih vrijednosnica na domaćem i inozemnom financijskom tržištu. U odnosu na poreze, gdje država prisilno nameće obvezu davanja bez pružanja protuusluge, javni dug predstavlja alternativni način financiranja javnih rashoda, koji se obvezuje da će vratiti dug uvećan za kamate.“

Prilikom definiranja javnog duga potrebno je razgraničiti dva pojma koja se često smatraju istima: javni dug i proračunski deficit. Javni dug je stanje, dok je proračunski deficit tijek. Proračunski deficit se određuje i mjeri tijekom određenog razdoblja, a javni dug se određuje na određeni dan. Javni dug je ukupan zbroj prošlih proračunskih deficita. Šira definicija proračunskog deficita je višak javnih rashoda nad javnim prihodima. Nastaje na sadašnjim prihodima i rashodima odnosno na sadašnjem dijelu proračuna kao razlika sadašnjih prihoda i rashoda. Ukoliko se javlja u proračunu u sadašnjim javnim prihodima i rashodima to označava da se sredstva javnog duga koriste za sadašnju potrošnju. Na dalje, ukoliko se proračunski deficit pojavljuje u proračunu kapitalnih javnih prihoda i rashoda onda je situacija

povoljnija jer deficit ima konsekvencu rasta društvenog kapitala koji nasljeđuju slijedeće generacije. U ovom slučaju opterećenje je znatno manje nego u prvom slučaju. (Jurković, 2002: 128-129)

Prema Šimurina i dr. (2012) „Veličina javnog duga i deficita može se razlikovati s obzirom na metodologiju koja se koristi u obuhvatu javnog sektora. U tom kontekstu najbolja je mjera dug i deficit proračuna opće države jer obuhvaća dug i deficit središnje države, izvanproračunskih korisnika i lokalne države (županija, općina i gradova). Nadalje, čak i kad se promatra dug i deficit opće države, metodologija se može razlikovati u obuhvatu takvog duga, stoga treba biti oprezan pri usporedbi različitih podataka. Primjerice, za potrebe praćenja duga i deficita u kontekstu fiskalnih kriterija konvergencije primjenjuju se uže definicije duga i deficita koje obuhvaćaju samo neto pozajmljivanje/zaduživanje, odnosno ukupni višak/manjak umanjen za raspoloživu nefinancijsku imovinu. Nadalje, postojeći metodološki obuhvati javnog duga često ne uzimaju u obzir brojne potencijalne obveze koje također mogu postati izravni javni dug. Primjerice, središnja država često izdaje jamstva institucijama javnog sektora.“

Prilikom izučavanja pojma javni dug važno je obratiti pozornost na odnos inflacije i javnog duga. Ukoliko prilikom ugovaranja zaduženja nije dogovorena valutna klauzula onda inflacija ima učinak smanjenja javnog duga za stopu inflacije stoga taj iznos inflacije predstavlja prihod države. Ovo je naziva i inflatorni porez s kojim se prilikom inflacije država uvijek koristi. (Jurković, 2002: 129)

Proračunski deficit se pokriva na tri načina:

- 1) **Zaduženjem države kod središnje banke** koje se provodi putem kredita središnje banke državi ili kupovanje državnih vrijednosnih papira. Ovakav način financiranja proračunskog deficita je najnepovoljniji jer dovodi do inflacije, međutim u izvanrednim situacijama kao što je rat ili pandemija država se koristi i ovom nepovoljnom opcijom financiranja
- 2) **Zaduženje na domaćem financijskom tržištu** označava zaduženje kod domaćeg stanovništva, poduzeća, banaka te drugih financijskih institucija. Ovakav način financiranja ne dovodi do inflacije u mjeri kao zaduživanje kod središnje banke te je znatno povoljnije za državu. Zbog zaduživanja na domaćem tržištu povoljno je jer sredstva ostaju u državi, no nedostatak je što može utjecati na smanjenje privatnih

investicija. Smanjenje privatnih investicija je uzrok porasta proračunskog deficita koji se pokriva zaduženjem na tuzemnom tržištu te dolazi do povećanja potražnje za kreditima i posljedično tome raste kamatna stopa. Visoka kamatna stopa dovodi do smanjenja vrijednosnih papira i na smanjenje investicija.

- 3) **Zaduženje u inozemstvu** za razliku od prethodnog promatranog zaduženja ne dovodi do smanjenja investicija na domaćem tržištu, ali nedostatak je odljev sredstava u inozemstvo. (Jurković, 2002:130)

2.3. Zakonodavni okvir javnog duga

Primarni cilj zaduživanja i upravljanja dugom je da se osiguraju financijske potrebe državnog proračuna kroz najmanji trošak zaduživanja uz određeni rizik. Navedeno zaduživanje se provodi u zemlji ili inozemstvu u sklopu zakona. Zakonom je propisana gornja svota zaduživanja kao obveza s osnove trenutnih oplata državnog duga. (NN, 87/2008, čl.71)

„Zaduživanje se provodi u svrhu:

- Financiranja deficita državnog proračuna
- Financiranja investicijskih projekata i posebnih programa, prema odobrenju Sabora
- Isplate tekućih otplate državnog duga
- Podmirenja dospjelih plaćanja u svezi s državnim jamstvima
- Upravljanja likvidnošću proračuna
- Pokrivanja potreba Hrvatske narodne banke za valutnom rezervom“ (NN, 87/2008, čl.72)

U istom zakonu, istog članka, navedeni su razlozi zbog kojeg se država zadužuje kako bi otkupila dug prije isteka njegovog roka.

„Zaduživanje u svrhu prijevremenog otkupa državnog duga provodi se ciljem:

- Smanjenja postojeće visine troškova otplate državnog duga
- Produženja prosječnog vremena dospelja (promjena trajanja otplate) državnoga duga
- Postizanja uravnoteženog rasporeda plaćanja otplate državnog duga“ (NN, 87/2008, čl.72)

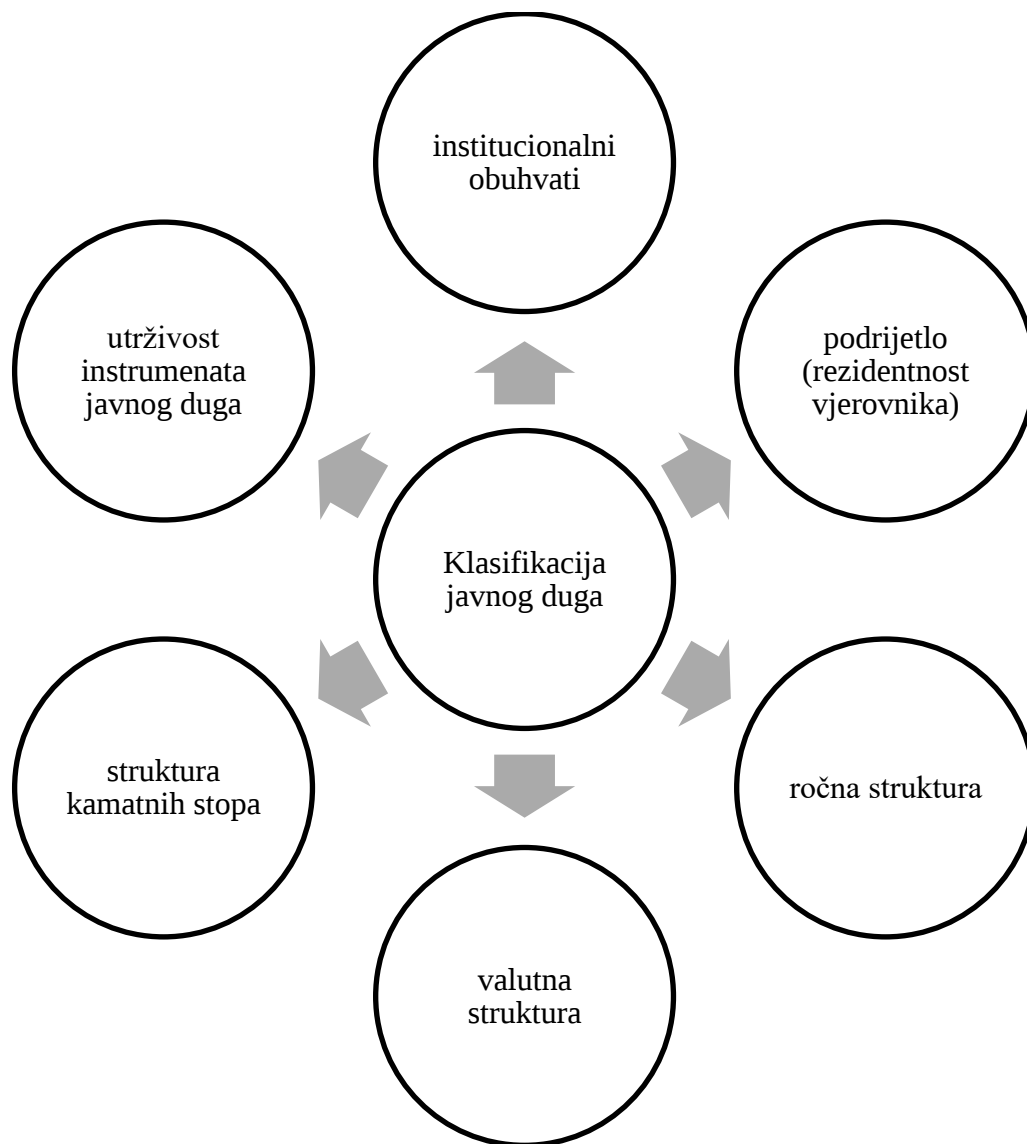
2.4. Nastanak javnog duga

Kod procesa nastanka javnog duga Jurković (2002) razlikuje tri faze:

- 1) Emisija javnog duga – prilikom emisije obveznica javnog duga one se izdaju, prodaju i prenose na povjeritelje. Emisija obveznica može biti izravna i neizravna. Izravna emisija ili upis javnog duga države, država se obraća povjerenicima radi upisa zajma. Ovakav način emisije obveznica daje državi da odredi sve uvjete upisa zajma, zbog toga emisija dulje traje, ali je manji rizik za državu. Kod neizravne emisije, država obveznice zajma prodaje posredniku. Posrednik uglavnom bude banka ili konzorcij banaka. Ovaj način emisije omogućava državi da dođe do sredstava u kratkom roku, ali pod određenim rizikom da izgubi određena sredstva zbog razlike u cijeni obveznica. (Jurković, 2002)
- 2) Amortizacija (otplata) javnog duga – Otplata se dogovara u ugovoru o zaduženju i može se dogovoriti na više načina. U literaturi razlikuju se ugovorna i fakultativna otplata. Kod ugovorne otplate duga radi se o otplati prema amortizacijskom planu u obliku jednakih ili različitih anuiteta. Kod fakultativne otplate odnosno amortizacije država određuje kada će i hoće li otplaćivati dug. Također autor navodi da postoje dugovi na koje se plaća kamata dok se glavnica ne otplaćuje koji se nazivaju vječni dugovi ili zajmovi. (Jurković, 2002)
- 3) Konverzija (refinanciranje) javnog duga – Javni dug se može refinancirati tako da se trenutni javni dug ne isplati do roka dospelosti, već se pretvori u novi dug s istim ili novim uvjetima otplate. U literaturi se pod pojmom konverzija uglavnom označava olakšavanje tereta javnog duga tako da se ugovori niža kamatna stopa ili bilo koji drugi element javnog duga kako bi se smanjio teret javnog duga. (Jurković, 2002)

2.5. Klasifikacija javnog duga

Javni dug se razlikuje po nekoliko kriterija koji je prikazan na slici ispod te u nastavku je svaki objašnjen.



Slika 2. Kriteriji klasifikacije javnog duga

Izvor: izrada autora prema (Marković, Karačić, 2020 prema Bajo i dr. 2011.) [Pristupljeno: 13.08.2020.]

Kriterij institucionalnog obuhvata razdvaja javni dug na državni i javni dug. Definicija državnog duga glasi kao dug proračuna središnje države, a dug opće države je definiran kao konsolidirani dug proračuna središnje države i dug proračuna jedinica lokalne i područne samouprave. (Glibo, 2017. prema: Bajo i dr., 2010)

Kriterij podrijetlo (rezidentnost) vjerovnika dijeli na vanjski ili unutarnji dug. Kod ovog kriterija je važno tržište na kojem je nastao dug. U vanjski dug se ubrajaju isključivo izravna inozemna zaduženja, a neizravna inozemna zaduženja nastaju prijenosom potraživanja s tuzemnog vjerovnika na inozemnog vjerovnika. Unutarnji dug se ubrajaju izravne obveze prema vjerovnicima i rezidentima pojedine države. (Bajo i dr. 2011)

Kriterij ročne strukture određuje javni dug na kratkoročni, srednjoročni te dugoročni dug. Kratkoročni dug je definiran kao dug kojemu je rok dospeljeća do godine dana. Nakon kratkoročnog duga, slijedi srednjoročni dug koji ima rok dospeljeća od godine dana do deset godina. Na kraju, dugoročni dug ima rok dospeljeća iznad deset godina. (Homen, 2018. prema Bajo i dr. 2011)

Marković, Karačić, 2020 prema Bajo i dr 2011. navode da: „Javni dug može biti denominiran u domaćoj i inozemnoj valuti. Izdavanje duga u domaćoj valuti podržava izgradnju referentne domaće krivulje prinosa, zbog čega je zaduživanje u domaćoj valuti poželjnije od zaduživanja u inozemstvu. Potrebno je kombinirati vrste izdavanja duga prema valutama.“ Postoji više razloga zašto je potrebno kombinirati vrste izdavanja duga prema valutama. Jedan od razloga je to što se na taj način može utjecati na održivost monetarnog sustava, tj. ukoliko raste potražnja za domaćom valutom posljedica može biti inflacija. Nadalje, drugi razlog zašto treba kombinirati zaduživanje u različitim valutama je to što može dovesti do učinka istiskivanja. Kod malih država, kao što je Hrvatska, preporuča se diverzifikacija zaduženja u različitim stranim valutama kako bi se rizik izloženosti smanjio na minimum. (Žorž, 2017. prema Bajo i dr. 2011)

„Kriterij strukture kamatnih stopa se dijeli na dug s varijabilnom i dug s fiksnom kamatnom stopom. Osnovna kamatna stopa je vezana uz neku od referentnih kamatnih stopa na međunarodnom tržištu (LIBOR, EURIBOR) ili uz stopu inflacije. Varijabilna kamatna stopa se najčešće određuje uz fiksnu premiju na jednu od referentnih kamatnih stopa na financijskom tržištu.“ (Bajo i dr. 2011)

Prema kriteriju utrživosti instrumenata autori razlikuju utrživ i neutrživ javni dug. Utrživ javni dug je onaj koji uključuje instrumente s kojima se može trgovati na financijskim tržištima, dok neutrživ javni dug sadrži instrumente koji se moraju držati do kraja otplate. Primjer utrživog instrumenta zaduživanja su državne vrijednosnice i s njima se otvoreno duguje na

tržištima kapitala. Primjer neutrživog zaduživanja je kredit i takvim instrumentom zaduživanja se ne trguje na tržištima kapitala. (Bajo i dr. 2011)

2.6. Upravljanje javnim dugom

Upravljanje javnim dugom je postupak u kojem se donose strategije kojima vlada države upravlja s javnim dugom kako bi se zadužila za iznos novca koji je potreban državi po najnižim troškovima financiranja, na srednji ili dugi rok te s prihvatljivom razinom rizika. Također upravljanje javnim dugom treba pratiti ciljeve upravljanja javnim dugom koje je odredila vlada države. (MMF, 2014)

Jurković (2002) navodi: „Pod upravljanjem javnim dugom podrazumijeva se donošenje 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.“

Kod definiranja upravljanja javnog duga važan je institucionalni okvir koji je objašnjen u slijedećoj definiciji: „Institucionalni okvir za upravljanje javnim dugom čine pravni propisi (ustav, zakoni i podzakonski akti) kojima se utvrđuju uloge i odgovornosti tijela uključenih u postupak upravljanja, te sustav provjera i nadzora provedbe ovlasti. Glavna tijela uključena u upravljanje javnim dugom jesu Agencija (Uprava ili Sektor) za upravljanje javnim dugom, Vlada, Ministarstvo financija, Parlament, Državni ured za reviziju i Središnja banka.“ (Bajo i dr. 2011)

Upravljanje javnim dugom treba sadržavati:

- Jasne ciljeve upravljanja javnim dugom koji su u skladu s državnim okvirima, jasne troškove i strategiju rizika, jasan portfolio vrijednosnica, efektivnu organizacijsku strukturu duga, informiranje o javnom dugu na odgovarajući način.
- Sve transakcije s vrijednosnicama moraju biti u skladu sa strategijom upravljanja javnim dugom koji je odredila država
- Redovito informiranje o svim akcijama koje su učinjene u vezi upravljanja javnim dugom kako bi se uvjerilo da manageri koji su zaduženi za upravljanje javnim dugom izvršavaju svoje odgovornosti koje su im dodijeljene. (Wheeler, 2004)

Upravljanje javnim dugom je važno iz mnogo razloga. Javni dug neke države je u većini slučajeva najveći dug u državi i ponekad može dovesti do financijske nestabilnosti države. Trošak javnog duga je visok i zato je važno otplaćivati javni dug po dogovorenim uvjetima kako ne bi narasli troškovi. Ukoliko bi narasli troškovi tada bi se morali iz drugih sredstava koja su bila namijenjena u drugu svrhu. Kada je upravljanje dugom efikasno, tada može doći do smanjenja troškova zaduženja i povećanja likvidnosti. (Wheeler, 2004)

„Glavne institucije koje direktno i indirektno sudjeluju u upravljanju javnim dugom su:

- Ministarstvo financija
- Parlament
- Državni ured za reviziju
- Središnja banka“ (Bajo i dr. 2011)

2.6.1. Ciljevi upravljanja javnim dugom

Ciljevi upravljanja javnim dugom su sljedeći:

- Ostvarivanje financijskih potreba države – ovo je najvažniji cilj upravljanja javnim dugom. Svaka država konstantno mora raditi na tome da osigura stabilne financije u državi. Ukoliko država nema dovoljno prihoda kako bi pokrila tekuće isplate kamata i/ili refinanciranje postojećih dugova tada se mora ponovno zadužiti. (Hubig, 2012)
- Minimiziranje troškova zaduženja – ovaj cilj dolazi iz osnova ekonomije, zadovoljenje potreba na najoptimalniji način, dakle potrebno je pronaći izvor novca koji je u tom trenutku najpovoljniji za državu. Manageri koji upravljaju javnim dugom uglavnom se zadužuju na srednji ili duži rok, dok troškove prikazuju po jednoj godini. (Hubig, 2012)
- Upravljanje rizikom – minimiziranje troškova dovodi do određenog rizika. U dugoročnim zaduživanjima najveći rizik je kod kamatne stope koja može rasti u budućnosti. Što je duži rok zaduživanja to je rizik od fluktuiranja kamatne stope veći. Zbog toga manageri upravljanja javnim dugom moraju redovno pratiti kamatne stope i reagirati na vrijeme ukoliko dođe do određenog rizika. (Hubig, 2012)

Ministarstvu financija Republike Hrvatske navodi ciljeve upravljanja javnim dugom:

- „zadovoljavanje financijskih potreba države, uključujući podmirivanje dospjelih obveza

- postizanje najnižeg srednjoročnog i dugoročnog troška financiranja uz prihvatljivu razinu rizika
- promicati razvoj domaćeg tržišta kapitala“

2.6.2. Razvoj upravljanja javnim dugom

Na razvoj upravljanja javnim dugom najveći utjecaj ima podneblje u kojem se zadužuje država, način na koji država upravlja javnim dugom i razina stručnosti tijela ili osoba koje su zadužene za upravljanje javnim dugom. Razvitak upravljanja javnim dugom se dijeli u nekoliko faza koje su detaljnije objašnjene u ovom dijelu rada.

Prva faza razvoja upravljanja duga podrazumijeva zaduživanje netržišnim instrumentima kako bi se otplatio dospjeli dug i fiskalni deficiti. Zbog nerazvijenih tržišta države su se uglavnom financirale zaduživanjem kreditima. U ovoj fazi države su bile limitirane na bilježenje, podmirenje zaduživanja, te računovodstveno nadziranje zaduženja. Tijela koja imaju svrhu upravljati javnim dugom nisu osnovana u ovoj fazi. (Andabaka, Badurina; Švaljek, 2012. prema Storkey, 2006)

Druga faza razvoja upravljanja javnim dugom podrazumijeva prelazak na tržišno orijentirani sustav zaduživanja države. Kod ove faze najvažniji aspekt je usmjerenje na upravljanje javnim dugom te na upravljanje rizicima. U ovoj fazi najviše se financira emisijom vrijednosnica na tržištu te razvojem domaćeg tržišta vrijednosnih papira stvara se podloga za prijelaz s netržišnog na tržišno orijentirano zaduživanje. Ovime se stvara moderno upravljanje javnim dugom. Države formiraju urede, agencije za upravljanje javnim dugom. (Andabaka, Badurina; Švaljek, 2012. prema Storkey, 2006)

Treća faza razvoja upravljanja javnim dugom odnosi se na primjenu pristupa upravljanja sveukupnom imovinom i obvezama kako bi se smanjili rizici državne bilance. Osim obuhvata izravnog duga, u ovoj fazi su obuhvaćene i potencijalne obveze koje također nose određen rizik. Ukoliko se dug i eventualne obveze izdaju u tuzemnoj valuti, tada se tečajni, kamatni i rizik promjene stope inflacije može znato smanjiti. (Andabaka, Badurina; Švaljek, 2012. prema Wheeler, 2004)

„Posljednju fazu u razvoju upravljanja javnim dugom predstavlja pružanje usluga riznice drugim državnim agencijama i nižim razinama vlasti te upravljanje državnom imovinom i obvezama.“ (Andabaka, Badurina; Švaljek. 2012. prema Storkey, 2006) Kod ove faze uredi i agencije za upravljanje javnim dugom povećavaju obujam funkcija na procjenjivanje zajmova, informiranje državnih tijela u vezi gotovine i rizika, pozajmljivanje sredstava nižim razinama vlasti ili ostalim državnim tijelima. (Andabaka, Badurina; Švaljek, 2012. prema Williams, 2006)

2.6.3. Rizici kod upravljanja javnim dugom

„Za ostvarenje optimalne kombinacije troškova i rizika zaduživanja potrebno je imati razvijen sustav upravljanja rizicima. Njime se analizira i prati izloženost portfelja javnog duga brojnim rizicima u nastojanju da se smanje i minimiziraju promjene visine otplate javnog duga.“ (Marković, Karačić, 2020 prema Bajo i dr. 2011)

Wheeler (2004) navodi korake kod uspostavljanja upravljanja rizicima u upravljanju javnim dugom:

- Identificiranje rizika – rizika je relativan pojam, svaki rizik ovisi o vrsti i ciljevima zaduživanja. Svako zaduživanje države mora biti u skladu s ciljevima koji se žele postići.
- Analiza Rizika – Obuhvaća analizu troškova i rizika koji su povezani sa strategijom zaduživanja i procjenu različitih kombinacija zaduživanja s njihovim troškovima i rizicima.
- Određivanje strategije rizika – Obuhvaća određivanje najbolje strategije upravljanja rizika za koju je najčešće zadužen ministar financija.
- Implementacija strategije rizika – Ovaj korak provodi ured koji je zadužen za upravljanje javnim dugom.
- Praćenje učinka strategije i kontrola strategije

Wheeler (2004) navodi nekoliko rizika koji su povezani s upravljanjem javnim dugom:

- Tržišni rizik – U ovaj rizik se ubrajaju cijene na tržištu, kamatne stope, devizni tečaj i cijena robe. Promjene u kamatnim stopama utječu na javni dug bilo u domaćoj ili inozemnog valuti, posebice ukoliko se dug refinancira. Dug koji je

denominiran u stranoj valuti podložen je promjenama tečaja te cijena troška zaduženja shodno tome može rasti.

- Rizik refinanciranja – Rizik refinanciranja podrazumijeva da će dug morati biti refinanciran po višim troškovima ili da neće moći biti refinanciran uopće. Zbog rizika viših troškova ovaj rizik se može ubrajati u tržišni rizik, međutim u stvarnosti se promatra kao zasebni rizik.
- Rizik likvidnosti – Wheeler (2004) razlikuje dvije vrste rizika likvidnosti. Prvi rizik se odnosi na trošak koji investitori susreću kada pokušavaju unovčiti sredstva odjednom. Drugi rizik likvidnosti preuzima zajmoprimac i to slučaju kad obujam likvidne imovine se smanji zbog nepredviđenih odljeva iz novčanog tijeka ili zbog poteškoća u prikupljanju gotovine kratkoročnim zaduživanjem.
- Rizik namire – Rizik koji bi mogao naštetiti državi ukoliko druga strana ne ispuni svoj dio uvjeta zaduživanja
- Operativni rizik – U ovaj rizik se ubrajaju mnogi drugi rizici poput pravnog rizika, rizik sigurnosti, prirodne katastrofe i nepogode koje mogu utjecati na poslovanje, pogreške koje se mogu dogoditi prilikom izvršenja i praćenja transakcija, pogreške u internim kontrolama i sistemima i dr. (Wheeler, 2004)

2.7.Prednosti javnog duga

Prednosti javnog duga su investiranje u državne projekte kao što je poboljšanje zdravstvenog sustava države, poboljšanje zdravstvenog sustava, zaštita ranjivih skupina građana. (Kose i dr. 2020)

Država treba investirati različite projekte kako bi se ostvario razvoj države u dugom periodu. Primarni cilj ulaganja u projekte je smanjenje siromaštva građana. Investiranja u različite projekte dovode do potencijalnog razvoja gospodarstva direktno i indirektno. Na direktni način do razvoja gospodarstva dolazi zbog povećanja zaposlenosti, dok indirektni način utječe na produktivnost zbog tehnološkog razvoja. Raznim investicijama utječe se na poboljšanje životnog standarda u državi. (Kose i dr. 2020)

Ukoliko dođe do makroekonomskih nepogoda, kao što je recesija, država može posuditi sredstva koja su joj prijeko potrebna. Također, država može smanjiti poreze te na taj način

stimulirati potrošnju građana, a razliku sredstava od smanjenja poreza će nadomjestiti zaduživanjem. (Kose i dr. 2020)

Javni dug predstavlja sigurnu imovinu za investitore za razliku od drugih izdavatelja vrijednosnica. Ukoliko averzija prema riziku raste, potražnja za sigurnim odnosno nisko rizičnim vrijednosnicama raste. (Kose i dr. 2020)

2.8.Javni dug i Europska Unija

Javni dug država članica Europske Unije je uređen „Paktom o stabilnosti i rastu“. Pakt je s primjenom počeo 1. siječnja 1999. godine kako bi omogućio državama članicama stabilnu fiskalnu politiku. Države moraju poštovati slijedeće kriterije:

- „Deficit proračuna opće države: udio proračunskog deficita opće države u bruto domaćem proizvodu (BDP) ne smije prelaziti 3% deficita s kraja prethodne financijske godine. Ako to nije moguće, dopušta se da deficit privremeno biti iznad (ali još uvijek blizu) razine od 3%.
- Državni dug: udio bruto duga opće države u BDP-u ne smije prijeći 60% BDP-a na kraju prethodne financijske godine. Ako nije tako, udio mora pokazivati tendenciju značajnog smanjivanja i zadovoljavajućom se dinamikom mora približavati referentnoj vrijednosti.“ (Kesner-Škreb, 2008)

Vijeće Europske Unije ima mogućnost kazniti svaku državu članicu ukoliko se ne pridržava navedenih kriterija ili ako ne poduzima mjere kako bi uklonila prekomjerne deficite. Pakt je više puta bio kritiziran zbog nefleksibilnosti i primjenjivao se u jednoj godini. Također, primjenjivao se nekonzistentno pa neke države nisu bile kažnjene unatoč tome što nisu slijedile kriterije koju su donesene ovim paktom. (Kesner-Škreb, 2008)

Preinaka pakta je napravljena 2005. godine. Kriteriji, tj. Iznosi u kriterijima su ostali isti, međutim, definicija i provedba pravila pakta su se promijenile. (Kesner-Škreb, 2008)

„Srednjoročni je cilj u novoj verziji Pakta, jednako kao i u originalnoj verziji, definiran kao strukturni (ciklički prilagođeni) manjak, isključujući jednokratne i privremene mjere. Prva je novost da će se proračunski ciljevi u srednjem roku revidirati svake četiri godine (te nakon primjene neke značajne strukturne reforme), kako bi odražavali dinamiku javnoga duga,

potencijalni rast i fiskalnu održivost. Druga je novost da će se zemljama s nižim javnim dugom i višim potencijalnim rastom dopustiti proračunski manjak u visini 1% BDP-a u srednjem roku.¹⁰ Visoko zadužene zemlje s nižim potencijalnim rastom morat će težiti uravnoteženom proračunu ili suficitu. Od zemalja s javnim dugom većim od 100% BDP-a tražit će se izričito pozitivan saldo proračuna.“ (Šabić, 2006)

2.9. Javni dug i financijska kriza 2008. godine

„Financijska kriza koja je pogodila svijet u godini 2008. izazvala je najveću globalnu gospodarsku krizu nakon Drugoga svjetskoga rata. Ta je kriza nastala poslije dugoga razdoblja (2002. – 2007.) brzoga kreditnoga rasta, malih premija za rizik, velike likvidnosti, rasta cijena imovine i napuhavanja cijena nekretnina.“ (Jurčić, 2010) U povijesti su krize nastajale zbog deficita resursa, prirodnih katastrofa i dr., međutim, ova kriza nastala je iz sustava koji sprečava dugoročan održiv rast gospodarstva. Ova kriza je počela na tržištu nekretnina u Sjedinjenim Američkim državama i poradi globalizacije proširila se na ostatak svijeta. (Jurčić, 2010)

Financijska kriza je izuzetno utjecala na javne financije u 2009. godini i ostavila posljedice koje su se osjećale dugi niz godina nakon 2008. godine. U godini prije gospodarske krize, proračunski deficit i javni dug su bili u pouzdanim granicama. (Jurčić, 2010)

„Prosječna vrijednost svjetskoga javnoga duga u narednome razdoblju umjereno će rasti. To će povećanje biti mnogo više od prosjeka u razvijenim zemljama, gdje se očekuju manje stope gospodarskoga rasta i koje su imale u ovome razdoblju veće fiskalne stimulanse i proračunske deficite. U zemljama u razvoju s visokim stopama gospodarskoga rasta (Kina i Indija) očekuje se smanjenje javnoga duga.“ (Jurčić, 2010)

Države koje su se suočile s krizom su morale su ostvariti ciljeve: zaustaviti pad proizvodnje, održati zaposlenost građana, i očuvati povjerenje u funkcioniranje gospodarstva i institucija. Za ostvarenje navedenih ciljeva najvažnija je fiskalna politika, a posljedice korištenja poreznih instrumenata su rast deficita proračuna i porast javnog duga. Usprkos negativnim činjenicama da se javni dug povećava, fiskalna politika mora koristiti te instrumente sve dok država i države zahvaćene krizom nisu na putu oporavka. (Jurčić, 2010)

2.10. Instrumenti zaduživanja

„Zaduživanje s ciljem osiguranja potreba za financiranjem utvrđenih državnim proračunom uz postizanje najnižeg troška financiranja provodi se putem:

- aukcije trezorskih zapisa
- kratkoročna i dugoročna kreditna zaduženja
- izdavanjem obveznica“ (Ministarstvo financija, 2020)

Ministarstvo financija emitira trezorske zapise na aukcijama koji moraju biti organizirani prema Pravilima i uvjetima aukcija trezorskih zapisa. Aukcije provodi Sektor za upravljanje javnim dugom putem elektroničkog Bloomberg aukcijskog sustava (BAS). Pristup aukcijama imaju korisnici Bloomberg aukcijskog sustava i Ministarstvo financija. (Ministarstvo financija, 2016)

Korisnici Bloomberg aukcijskog sustava mogu podnijeti ponude za kupnju trezorskih zapisa u svoje ime i za svoj račun, te u ime i za račun neke treće osobe koja se odlučila na kupovinu trezorskih zapisa. „Trezorski zapisi izdaju se u apoenu od 1.000.000,00 kuna ili u apoenu od 1.000,00 eura.“ (Ministarstvo financija, 2016) Ponude koje pristignu, rangiraju se shodno visinom ponuđene diskontirane cijene. Nakon što se prihvate sve ponude, Ministarstvo financija određuje jedinstvenu prodajnu cijenu. (Ministarstvo financija, 2016)

„U ponudi za kupnju trezorskih zapisa potrebno je navesti:

- nominalni iznos trezorskog zapisa (u milijunima HRK odnosno tisućama EUR),
- diskontiranu cijenu trezorskog zapisa zaokruženu na tri decimalna mjesta,
- broj računa na ime odnosno broj zastupničkog računa (ukoliko se radi o mirovinskom ili investicijskom fondu) otvoren u Središnjem klirinškom depozitarnom društvu d.d.)
- ukoliko se ponuda za kupnju trezorskih zapisa podnosi u ime druge fizičke ili pravne osobe, uz njezin broj računa otvoren u Središnjem klirinškom depozitarnom društvu potrebno je navesti puni naziv te osobe.“ (Ministarstvo financija, 2016)

Rezultati aukcije budu objavljeni istog dana na stranici Ministarstva financija, te sadržavaju: ukupan broj usvojenih ponuda, konačan broj zaprimljenih ponuda, najvišu, najnižu i prosječnu cijenu svih dostavljenih ponuda te univerzalnu prodajnu cijenu. Po završetku toga,

Ministarstvo upućuje Poziv za uplatu trezorskih zapisa. Nakon uplate vrši se upis trezorskih zapisa koje obavlja Središnje klirinško depozitarno društvo. (Ministarstvo financija, 2016)

MINISTARSTVO FINACIJA

Uprava za upravljanje javnim dugom

Zagreb, 18. kolovoza 2020.

**REZULTATI AUKEIJE TREZORSKIH
ZAPISA MINISTARSTVA FINACIJA**

Datum aukcije: 18. kolovoza 2020.

Planirani iznos izdanja : 800.000.000,00 kuna

Ostvareni iznos emisije: 1.228.000.000,00 kuna

Datum uplate: 20. kolovoza 2020.

Rezultati aukcije po vrsti emisije:

Vrsta emisije	364 dana
Ostvareni iznos emisije	1.228.000.000,00
Ukupan iznos pristiglih ponuda	1.228.000.000,00
Oznaka trezorskog zapisa	RIIMF-T-133B
ISIN	HRRHMFT133B0
Najviša ponuđena cijena uz kamatnu stopu	100,000 0,00%
Najniža ponuđena cijena uz kamatnu stopu	99,940 0,06%
Vagana prosječna ponuđena cijena uz kamatnu stopu	99,943 0,06%
Ostvarena jedinstvena prodajna cijena uz kamatnu stopu	99,940 0,06%
Udio nebankovnog sustava u ukupnom iznosu emisije	74,35%
Dospijeće	19. kolovoza 2021.

Nakon izdanja navedenih trezorskih zapisa u ukupnom iznosu od 1.228.000.000,00 kuna, uz istovremeno dospijeće od 1.168.000.000,00 kuna, saldo upisanih trezorskih zapisa povećava se za 60.000.000,00 kuna, odnosno sa 17.081.000.000,00 na 17.141.000.000,00 kuna.

Ukupan iznos upisanih trezorskih zapisa:

17.141.000.000,00 kuna s dospijećem 364 dana

Ukupno: 17.141.000.000,00 kuna

O datumu održavanja slijedeće aukcije obavijestiti ćemo Vas naknadno.

Slika 3. Primjer rezultata aukcije trezorskih zapisa Ministarstva financija

Izvor: Ministarstvo financija, 2020 [Pristupljeno: 04.09.2020.]

Obveznice su izravna, bezuvjetna i prioritetna obveza Republike Hrvatske koje Ministarstvo financija emitira u skladu s godišnjim programom emitiranja koji mora biti objavljen na

stranicama ministarstva. Aranžer izdanja je sindikat domaćih banaka, dok Vlada Republike Hrvatske na prijedlog Ministarstva financija daje odluku o emisiji obveznica koja ovisi o najpovoljnijoj ponudi aranžera izdanja. Sve obveznica koje su izdane uvrštene su u prvu kotaciju na Zagrebačkoj burzi. (Ministarstvo financija, 2020)

3. Metodologija rada

U ovom poglavlju rada su opisani predmet i ciljevi istraživanja, navedene su hipoteze rada, metode koje su korištene tijekom stvaranja rada te izvori koji su korišteni.

Predmet istraživanja ovog rada je komparativna analiza javnog duga Republike Hrvatske i Danske za razdoblje od 2008. do 2018. godine. Ovaj raspon godina je izabran zbog dugoročnih posljedica koje je ostavila gospodarska i financijska kriza na javne financije pa tako i na javni dug.

Cilj ovog rada je predstaviti kretanje javnog duga odabranih država nakon gospodarske krize te ustanoviti koja država je bolje reagirala na cjelokupnu situaciju. Također cilj ovog rada je nakon istraživanja i analize javnog duga Republike Hrvatske i Danske za navedeno vremensko razdoblje ustvrditi prihvatiti ili ne prihvatiti hipoteze.

Rad se temelji na dvije hipoteze. Prva hipoteza je da postoji korelacija između razvijenosti države i dobrog upravljanja javnim dugom za vrijeme gospodarske krize. Druga hipoteza glasi da članstvo u Europskoj Uniji pridonosi boljem upravljanju javnim dugom za vrijeme gospodarske krize.

Tijekom pisanja ovog rada korištene su mnoge znanstvene metode. U prvom dijelu rada, odnosno teorijska podloga i prethodna istraživanja korištena je metoda deskripcije kako bi se opisali glavni pojmovi vezani uz javni dug. Također, korištena je metoda kompilacije u kojoj je autorica preuzimala tuđe rezultate, stavove, zaključke i spoznaje. U radu su korištene induktivna i deduktivna metoda kako bi se što bolje iskazale i prikupile važne prikupljene informacije u vezi glavnog pojma.

U istraživačkom dijelu rada je korištena metoda analize kojom se pokušalo složenije pojmove prikazati na jednostavnije dijelove kako bi se lakše razumio ovaj rad. Također, u ovom dijelu rada je korištena statistička i matematička metoda. Statistička metoda je korištena prilikom uspostavljanja trendova te prikazivanja udjela određenog elementa u cjelini. Matematička metoda je korištena prilikom matematičkih operacija kako bi se mogle izračunati razlike vrijednosti za razne godine koje su uspoređivane.

Tijekom pisanja ovog rada korišteni su sekundarni izvori podataka, kao što su knjige iz područja javnih financija, elektronske knjige o upravljanju javnim dugom, stručna literatura, znanstveni članci, zbornici radova, zakona i internetskih izvora.

4. Komparativna analiza javnog duga Republike Hrvatske i Danske

U ovom poglavlju je predstavljen javni dug Republike Hrvatske i njegova struktura, struktura po instrumentima zaduženja, valutna struktura i kamatna struktura državnog duga. Nadalje slijedi analiza javnog duga Danske, struktura javnog duga, te na kraju struktura po instrumentima zaduženja, valutna i kamatna struktura državnog duga.

4.1. Analiza javnog duga Republike Hrvatske

U ovom potpoglavlju je analiziran javni dug Republike Hrvatske, odnos javnog duga u odnosu na BDP gdje su podaci prikazani tablično i grafički, struktura javnog duga, struktura po instrumentima zaduženja državnog duga, valutna i kamatna struktura državnog duga.

Tablica 1. Osnovni makroekonomski podaci o Hrvatskoj

Službeni naziv	Republika Hrvatska
Glavni grad	Zagreb
Službeni jezik	Hrvatski
Službena valuta	Hrvatska kuna (HRK)
Broj stanovnika	4.067.000
Godina pristupa EU	2013
Stopa ekonomskog rasta (2019.)	2,94%
BDP per capita (USD)	14.853,24

Izvor: Izrada autorice prema podacima The Global Economy Dostupno na:

<https://www.theglobaleconomy.com/Croatia/> [Pristupljeno: 09.09.2020.], Europa.eu

Dostupno na:

<https://ec.europa.eu/eurostat/databrowser/view/teina225/default/table?lang=en>

[Pristupljeno: 06.09.2020.]

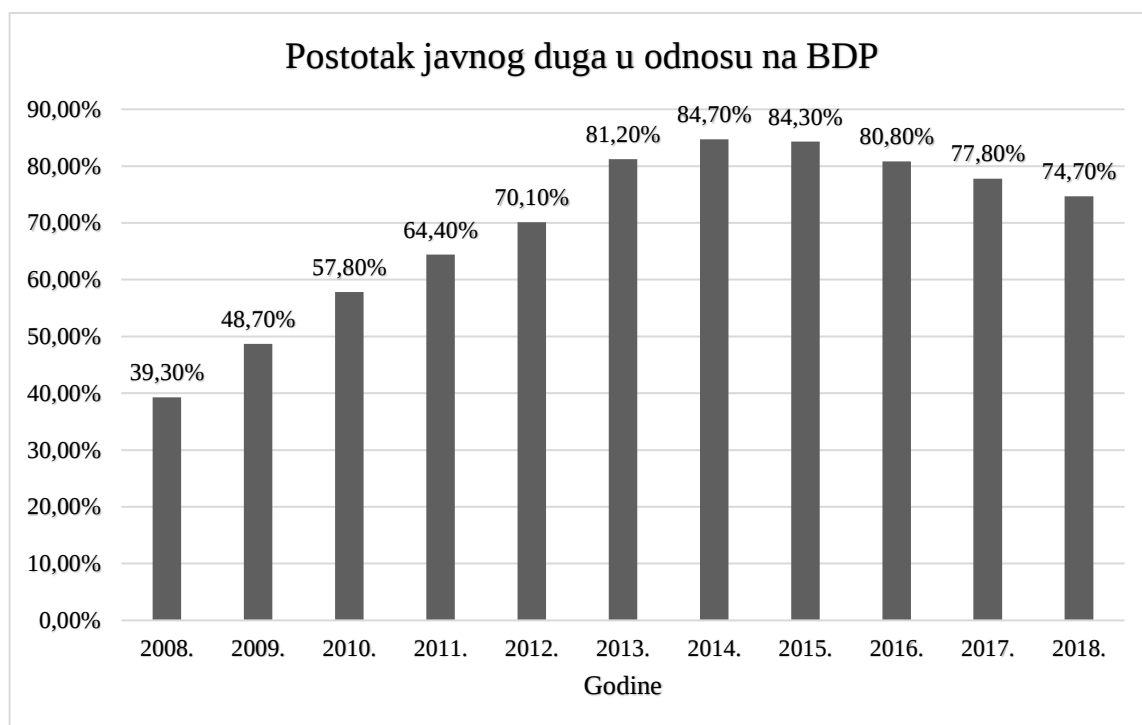
U Tablici 1. se mogu uočiti osnovni podaci o nekoj državi kao što je glavni grad, službeni jezik, službena valuta, broj stanovnika. Za analizu važni su podaci o stopi ekonomskog rasta te BDP per capita koji je dobar pokazatelj za komparativnu analizu dviju država. BDP per capita odnosno BDP po glavi stanovnika u Republici Hrvatskoj iznosi 14.853,24 Američkih Dolara. Stopa ekonomskog rasta za 2019. godinu je iznosila 2,94%.

Tablica 2. Javni dug RH i postotak javnog duga u BDP-u od 2008. do 2018. godine

Godina	Javni dug u milijunima eura	Postotak javnog duga u BDP-u
2008.	18.516,9	39,30%
2009.	22.051,2	48,70%
2010.	25.739,1	57,80%
2011.	28.458	64,40%
2012.	30.666,3	70,10%
2013.	35.259,6	81,20%
2014.	36.642,5	84,70%
2015.	37.498,1	84,30%
2016.	37.535	80,80%
2017.	38.295,7	77,80%
2018.	38.602,1	74,70%

Izvor: izrada autorice prema podacima s Eurostat Dostupno na: <https://ec.europa.eu/eurostat/databrowser/view/teina225/default/table?lang=en> [Pristupljeno: 06.09.2020.]

Javni dug je najlakše promatrati u odnosu na BDP, pogotovo prilikom usporedbe s drugim državama. Tijekom promatranog razdoblja, u tablici 2. može se uočiti kako najveći javni dug je zabilježen u 2018. godini. Međutim, u kada se javni dug stavi u odnos s BDP-om tada je javni dug najveći u 2014.godini i iznosi 84.70% ukupnog BDP-a. Za promatrano razdoblje javni dug ima trend rasta, dok u odnosu s BDP-om od 2008. godine zabilježen je trend rasta do 2014. godine i nakon toga slijedi trend pada javnog duga u odnosu na BDP.



Grafikon 1. Postotak javnog duga RH u odnosu na BDP od 2008. do 2018. godine

Izvor: Izradila autorica na temelju podataka iz tablice 2.

Iz grafičkog prikaza se jednostavnije može uočiti tendencija rasta javnog duga u odnosu na BDP do 2014. godine te nakon toga lagani pad istog. Rast postotka javnog duga u odnosu na BDP je posljedica gospodarske krize koje je počela 2008. godine. U periodu od 2008. do 2014. godine država je povećavala javni dug kako bi uspjela osigurati kvalitetnu fiskalnu politiku u borbi protiv gospodarske i financijske krize.

Tablica 3. Struktura javnog duga RH od 2008. do 2018. godine u milijunima kuna

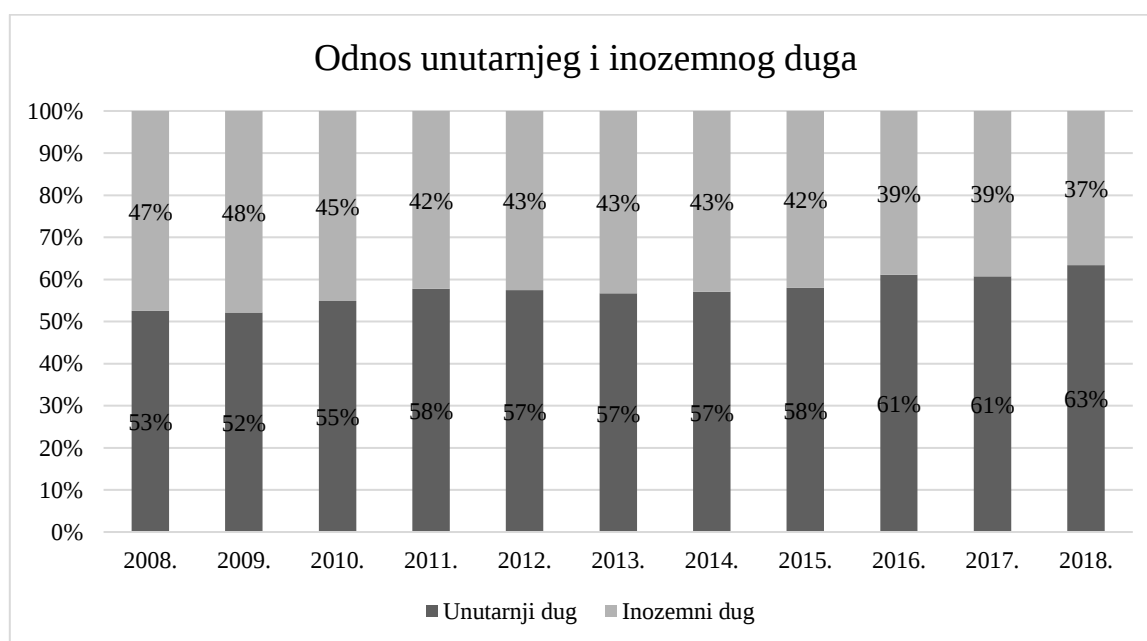
	31.12.08.	31.12.09.	31.12.10.	31.12.11.	31.12.12.	31.12.13.	31.12.14.	31.12.15.	31.12.16.	31.12.17.	31.12.18.
1. Unutarnji dug opće države1)	71.571,9	83.954,8	104.278,4	123.972,8	133.139,6	152.385,6	160.233,0	166.150,5	173.400,6	173.018,7	181.337,6
1.1 Unutarnji dug središnje države	69.198,1	81.508,9	100.534,0	120.113,7	129.364,9	147.650,7	155.101,9	161.277,9	168.851,9	168.623,1	175.760,4
Kratkoročni dužnički vrijednosni papiri	13.273,9	16.334,9	15.146,0	16.362,2	15.423,1	19.877,2	19.870,3	15.368,4	12.754,0	12.630,3	11.909,1
Dugoročni dužnički vrijednosni papiri	35.725,3	36.631,4	48.705,0	55.323,6	62.558,4	71.628,4	82.306,1	92.052,8	108.608,9	119.413,5	126.435,7
Kredit	20.199,0	28.542,7	36.683,1	48.427,9	51.383,3	56.145,1	52.925,5	53.856,8	47.488,9	36.579,2	37.415,6
1.2 Unutarnji dug fondova socijalne sigurnosti	0,0	0,0	1,0	2,3	1,6	0,9	3,5	1,9	0,6	0,0	1,1
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
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
Kredit	0,0	0,0	1,0	2,3	1,6	0,9	3,5	1,9	0,6	0,0	1,1
1.3 Unutarnji dug lokalne države	2.549,4	2.624,7	3.928,2	4.029,3	3.934,5	4.916,6	5.326,4	5.140,6	4.882,4	4.840,5	6.110,8
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
Dugoročni dužnički vrijednosni papiri	416,2	406,8	384,9	260,2	209,1	151,7	74,8	59,5	13,4	0,0	0,0
Kredit	2.133,3	2.218,0	3.543,3	3.769,0	3.725,5	4.764,9	5.251,6	5.081,2	4.869,0	4.840,5	6.110,8
2. Inozemni dug opće države	64.629,0	77.018,9	85.753,4	90.515,2	98.621,0	116.521,8	120.374,9	120.256,0	110.347,9	111.917,9	104.858,7
2.1 Inozemni dug središnje države	64.207,1	76.282,5	85.096,8	89.950,7	98.108,4	116.038,4	119.893,9	119.842,3	109.972,6	111.567,2	104.510,8
Kratkoročni dužnički vrijednosni papiri	183,5	1.301,4	3.520,5	1.205,3	895,1	539,8	642,5	62,7	13,5	150,0	4,7
Dugoročni dužnički vrijednosni papiri	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	61.839,7	57.609,7
Kredit	36.258,6	39.674,6	44.149,1	48.117,4	49.726,8	52.802,9	54.559,2	51.654,0	51.508,0	49.577,5	46.896,5
2.2 Inozemni dug fondova socijalne sigurnosti	0,0	0,0	0,0	0,0	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
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
Kredit	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
2.3 Inozemni dug lokalne države	421,9	736,4	656,7	564,6	512,6	483,4	481,0	413,6	375,3	350,7	347,9
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
Dugoročni dužnički vrijednosni papiri	165,8	165,3	165,8	133,6	132,5	132,7	130,4	65,4	31,0	0,0	0,0
Kredit	256,1	571,1	490,9	431,0	380,1	350,7	350,6	348,3	344,3	350,7	347,9
Ukupno dug opće države (1+2)	136.200,9	160.973,7	190.031,9	214.488,0	231.760,6	268.907,4	280.607,9	286.406,5	283.748,6	284.936,7	286.196,4

Izvor: HNB, Dostupno na: <https://www.hnb.hr/statistika/statisticki-podaci/opca-drzava/dug-opce-drzave> [Pristupljeno: 06.09.2020.]

Tablica 3. prikazuje strukturu javnog duga za promatrano razdoblje. Prilikom promatranja strukture javnog duga može se uočiti kako unutarnji dug opće države, za promatrano razdoblje, ima najmanji iznos u 2008. godini, a najveći iznos je u 2018. godini. Razlika između najvećeg i najmanjeg unutarnjeg duga opće države je 109.766.700.000,00 kuna. U strukturi unutarnjeg duga opće države kod stavke dugoročni dužnički vrijednosni papiri se događa najveći porast za promatrano razdoblje. Kod ostalih stavki nema značajnih oscilacija tijekom promatranih godina.

Prilikom promatranja inozemnog duga opće države, može se uočiti kao najmanji iznos je ostvaren u 2008. godini, a najveći u 2014. godini. Dakle, nakon 2014. godine slijedi četverogodišnji silazni trend kojem je prethodio petogodišnji trend rasta. U strukturi inozemnog duga opće države, krediti i dugoročni dužnički vrijednosni papiri imaju najveće oscilacije u vrijednosti i najveće poraste vrijednosti.

Ukupni dug opće države ima tendenciju rasta do 2015. godine, te nakon toga bilježi približno jednake iznose, odnosno održava se na jednakoj razini.



Grafikon 2. Odnos unutarnjeg i inozemnog duga RH od 2008. do 2018. godine

Izvor: izrada autorice prema podacima iz tablice 3.

U grafikonu 2. može se primijetiti kako je odnos između unutarnjeg i vanjskog duga stabilan za promatrano razdoblje. U 2008. godini postotak unutarnjeg duga je oko 53%, a vanjskog

47%. Nakon toga slijedi rast postotka unutarnjeg duga te 2018. godine bilježi oko 63% u odnosu unutarnjeg i vanjskog duga.

4.1.1. Struktura državnog duga prema vrsti instrumenata

U ovom dijelu rada je tablično prikazana struktura državnog duga prema vrsti instrumenta. Tablica je podijeljena na dva dijela, u gornjem dijelu tablice nalaze se nominalni iznosi državnog duga po vrstama instrumenata, dok u donjem dijelu se nalaze udijeli pojedinog instrumenta po godini.

Tablica 4. Državni dug prema vrsti instrumenta RH od 2008. do 2018. godine

	2008.	2009.	2010.	2011.	2012.	2013.	2014.	2015.	2016.	2017.	2018.
Domaći dug	69.857,1	74.452	85.102	90.318	102.644	112.697	119.512	124.124	125.892	130.096	137.690
1. obveznice	39.889,4	39.369	48.190	52.732	53.910	58.710	65.892	69.594	75.754	83.360	87.437
2. trezorski zapisi	14.463,4	21.663	22.864	19.879	24.803	27.892	29.367	27.686	28.673	28.601	30.139
3. krediti	15.504,3	13.420	14.048	17.707	23.931	26.095	24.253	26.844	21.465	18.135	20.114
Inozemni dug	30.286,8	35.786	40.761	50.537	60.877	82.784	87.173	93.453	91.283	100.317	98.797
1. obveznice	18.768,2	26.102	29.468	38.577	47.131	66.159	73.215	79.756	79.320	87.946	87.241
2. krediti	11.518,6	9.684	11.293	11.960	13.746	16.625	13.958	13.697	11.963	12.371	11.556
Ukupni državni dug	100.143,9	110.238	125.863	140.855	163.521	195.481	206.685	217.577	217.175	230.413	236.487
	2008.	2009.	2010.	2011.	2012.	2013.	2014.	2015.	2016.	2017.	2018.
Domaći dug	69,76%	67,54%	67,61%	64,12%	62,77%	57,65%	57,82%	57,05%	57,97%	56,46%	58,22%
1. obveznice	39,83%	35,71%	38,29%	37,44%	32,97%	30,03%	31,88%	31,99%	34,88%	36,18%	36,97%
2. trezorski zapisi	14,44%	19,65%	18,17%	14,11%	15,17%	14,27%	14,21%	12,72%	13,20%	12,41%	12,74%
3. krediti	15,48%	12,17%	11,16%	12,57%	14,63%	13,35%	11,73%	12,34%	9,88%	7,87%	8,51%
Inozemni dug	30,24%	32,46%	32,39%	35,88%	37,23%	42,35%	42,18%	42,95%	42,03%	43,54%	41,78%
1. obveznice	18,74%	23,68%	23,41%	27,39%	28,82%	33,84%	35,42%	36,66%	36,52%	38,17%	36,89%
2. krediti	11,50%	8,78%	8,97%	8,49%	8,41%	8,50%	6,75%	6,30%	5,51%	5,37%	4,89%
Ukupni državni dug	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%

1. Izvor: Ministarstvo financija, Dostupno na: <https://mfin.gov.hr/istaknute-teme/javni-dug/godisnje-izvjesce-i-strategija-upravljanja-javnim-dugom/2274> [Pristupljeno: 06.09.2020.]

U tablici 4. prikazan je državni dug prema vrsti instrumenata za razdoblje od 2008. do 2018. godine. Domaći dug čine obveznice, trezorski zapisi i krediti, a inozemni dug čine obveznice i krediti. U strukturi državnog duga, za promatrano razdoblje, ukupan domaći dug najveći udio ima u 2008. godini i to 69,76%, a najmanji udio domaćeg duga je zabilježen u 2017. godini od 57,97%. Udio domaćeg duga ima padajući trend sve do 2018. godine, kada je narastao za 1,76 postotni poen.

Udio domaćih obveznica u strukturi državnog duga se kreće u rasponu od 30,03% do 39,83%. Najveći pad udjela obveznica u strukturi državnog duga zabilježena je u 2012. godini kad je udio smanjen za 4,47 postotna poena. Udio trezorskih zapisa se kreće u rasponu od 12,41% do 19,65%. Od 2008. godine do 2014. godine udio trezorskih zapisa varira po godinama, dok zadnje četiri godine udio trezorskih zapisa u strukturi je stabilan i približan broju od 13%.

Udio kredita u strukturi državnog duga najveći je zabilježen 2008. godine u postotku od 15,48%, a najmanji 2017. godine od 7,87%. Posljednje tri promatrane godine udio kredita je manji od 10%.

Ukupni inozemni dug za promatrani vremenski period najmanji udio bilježi u 2008. godini od 30,24%, a najveći udio je zabilježen 2017. godine od 43,54%. Tijekom prvih pet promatranih godina udio inozemnog duga ima trend rasta, a nakon u ostalim godinama iznosi oko 43%. Inozemne obveznice najmanji udio imaju u 2008. godini od 18,74%, dok je najveći udio obveznica zabilježen u 2017. godini od 38,17%. Udio inozemnih obveznica bilježi trend rasta tijekom promatranog razdoblja. Inozemni krediti u 2008. godini imaju udio od 11,50% koji je najveći, a nakon toga slijedi trend pada udjela inozemnih kredita. U 2018. godini udio inozemnih kredita iznosi 4,89% što je i najmanji udio za promatrano razdoblje.

4.1.2. Valutna struktura državnog duga

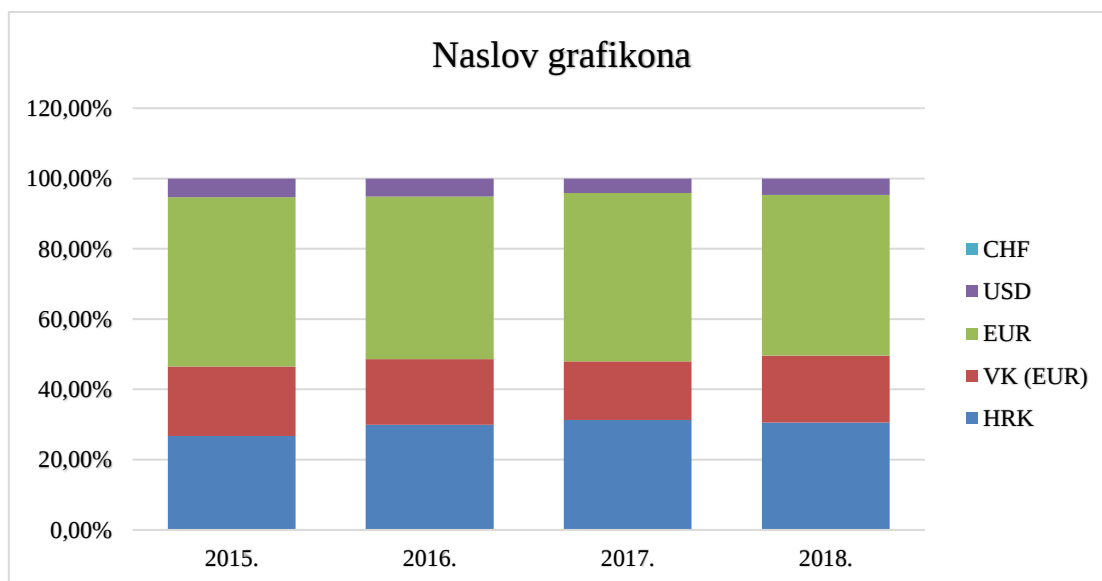
U ovom dijelu rada je prikazana valutna struktura državnog duga za razdoblje od 2015. godine do 2018. godine. Ovaj vremenski raspon je odabran jer su podaci za valutnu strukturu državnog duga dostupni za navedene četiri godine.

Tablica 5. Valutna struktura državnog duga RH od 2015. do 2018. godine

Valuta	2015.	2016.	2017.	2018.
HRK	26,70%	29,90%	31,30%	30,60%
VK (EUR)	19,80%	18,70%	16,70%	19,00%
EUR	48,20%	46,30%	47,90%	45,70%
USD	5,30%	5,10%	4,10%	4,70%
CHF	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Ukupno	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%

Izvor: Ministarstvo financija Dostupno na: <https://mfin.gov.hr/istaknute-teme/javni-dug/godisnje-izvjesce-i-strategija-upravljanja-javnim-dugom/2274> [Pristupljeno: 06.09.2020]

Iz tablice se može uočiti kako je dominantna valuta Euro za sve četiri promatrane godine i čini više od 60% u svakoj godini promatranog razdoblja. Dio duga koji je izražen u Eurima je također, plativ i u kunama te čini 19,80% ukupnog državnog duga za 2015. godinu. Dug u kunama ima gotovo jednak udio u svim promatranim godinama. Država se zadužuje u valuti Američki Dolar te udio u državnom dugu iznosi oko 5% za navedene godine.



Grafikon 3. Valutna struktura državnog duga RH od 2015. do 2018. godine

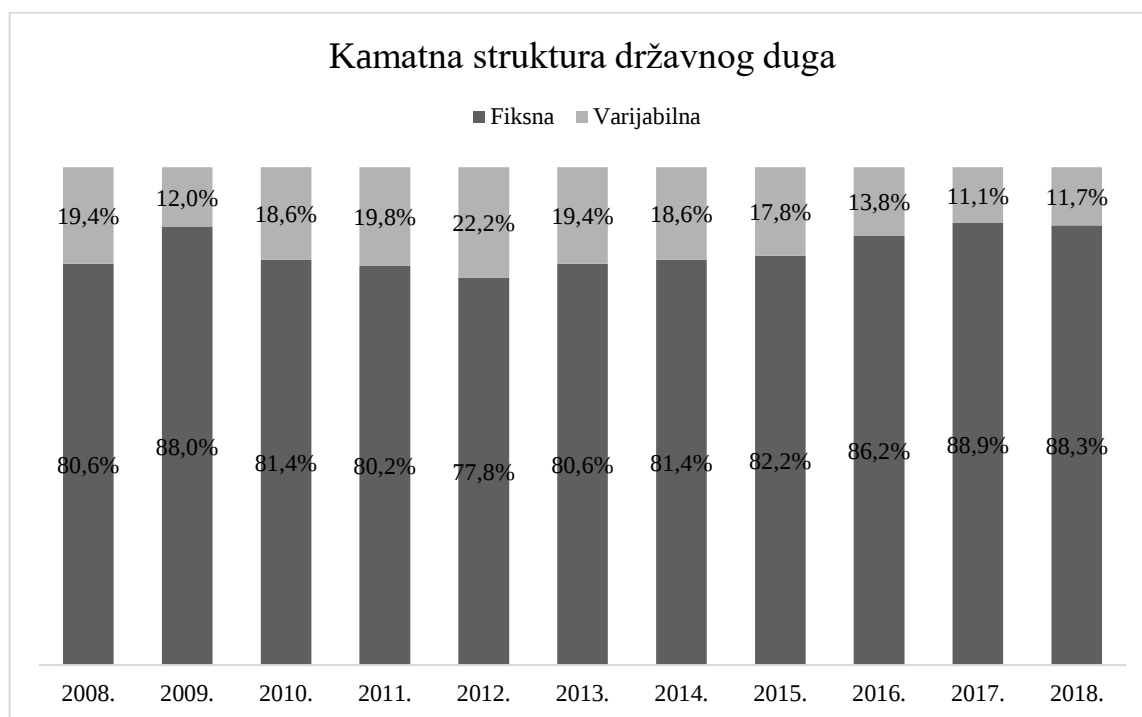
Izvor : Vlastita izrada autorice prema podacima iz Tablice 5.

U grafikonu 3. se može uočiti kako valutna struktura stabilna tijekom promatranog razdoblja, odnosno kako nema velikih oscilacija u udjelima valuta u državnom dugu.

4.1.3. Kamatna struktura državnog duga

U ovom dijelu rada je grafički prikazana kamatna struktura državnog duga za razdoblje od 2008. godine do 2018. godine.

Grafikon 4. Kamatna struktura državnog duga RH od 2008. do 2018. godine



Izvor: Ministarstvo financija Dostupno na: <https://mfin.gov.hr/istaknute-teme/javni-dug/godisnje-izvjesce-i-strategija-upravljanja-javnim-dugom/2274> [Pristupljeno: 06.09.2020]

Kamatna struktura se dijeli na fiksnu i varijabilnu kamatu. Tijekom promatranog razdoblja fiksna kamatna stopa je dominantna i udio u strukturi je gotovo u svim godinama iznad 80%. U 2012. godini zabilježena je fiksna kamatna stopa od 77,8% što je najmanji udio fiksne kamatne stope u promatranom razdoblju. Shodno tome, varijabilna kamatna stopa u 2012. godini ima najveći udio u strukturi od 22,2%. U ostalim godinama udio varijabilne kamatne stope varira od 11,1% do 19,4%

4.2. Analiza javnog duga Danske

U ovom dijelu rada je analiziran javni dug Danske, odnos javnog duga u odnosu na BDP gdje su podaci prikazani pomoću tablice i grafikona, struktura javnog duga, struktura po instrumentima zaduženja unutarnjeg duga, valutna struktura vanjskog duga te kamatna struktura državnog duga. Struktura po instrumentima zaduženja unutarnjeg duga je napravljena jer podaci nisu dostupni za vanjski dug, te iz istih razloga je napravljena valutna struktura vanjskog duga.

Tablica 6. Osnovni makroekonomski podaci o Danskoj

Službeni naziv	Kraljevina Danska
Glavni grad	Kopenhagen
Službeni jezik	Danski
Službena valuta	Danska kruna (DKK)
Broj stanovnika	5.817.000
Godina pristupa EU	1973.
Stopa ekonomskog rasta (2019.)	2,37%
BDP per capita (USD)	59.822,09

Izvor: Izrada autorice prema podacima The Global Economy Dostupno na: <https://www.theglobaleconomy.com/Denmark/> [Pristupljeno 09.09.2020.], Europa.eu Dostupno na: https://europa.eu/european-union/about-eu/countries/member-countries/denmark_hr [Pristupljeno: 09.09.2020.]

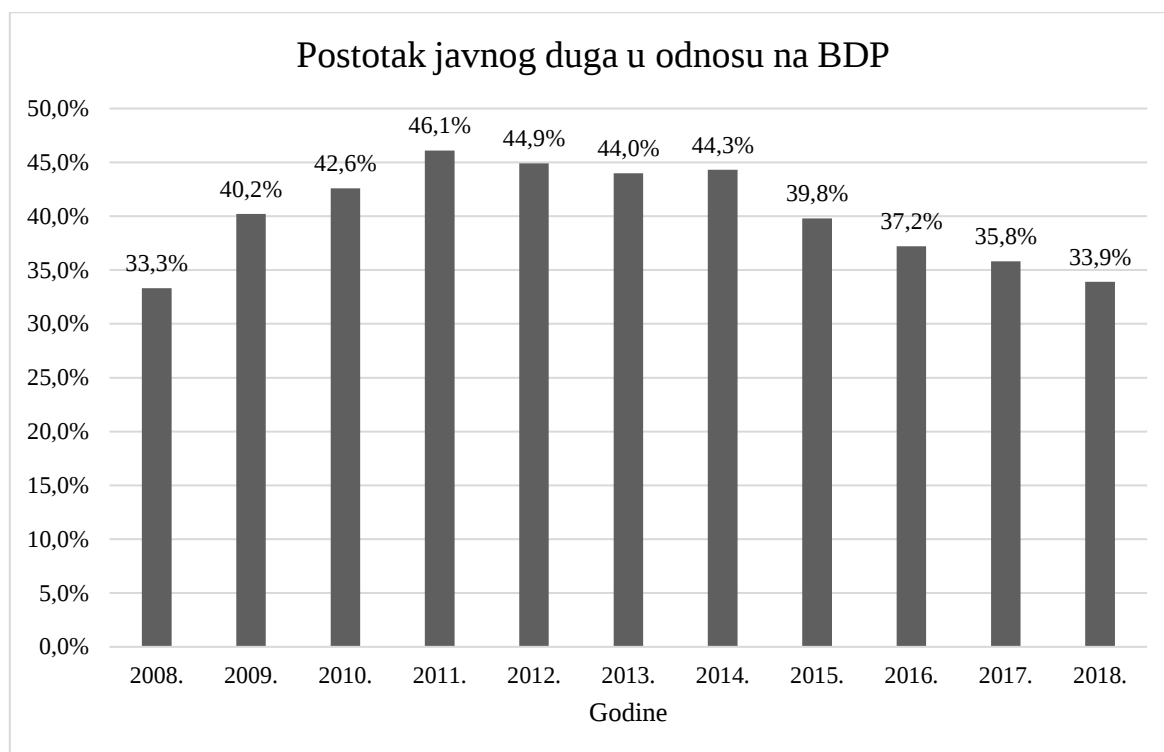
U tablici 6. su prikazani osnovni podaci o Danskoj kao što je glavni grad, službeni jezik i valuta te broj stanovnika. Za ekonomsku analizu važni su pokazatelji: stopa ekonomskog rasta i BDP per capita. U Danskoj stopa ekonomskog rasta u 2019. godini iznosi 2,37%, a BDP per capita je 59.822,09 Američkih Dolara.

Tablica 7. Javni dug Danske i postotak javnog duga u BDP-u od 2008. do 2018. godine

Godina	Javni dug u milijunima Eura	Postotak javnog duga u BDP-u
2008.	80.547,5	33,3%
2009.	92.986,6	40,2%
2010.	103.472,9	42,6%
2011.	114.452,4	46,1%
2012.	114.025,7	44,9%
2013.	113.943,4	44,0%
2014.	117.801,4	44,3%
2015.	108.532,4	39,8%
2016.	105.468,5	37,2%
2017.	104.652,0	35,8%
2018.	102.110,1	33,9%

Izvor: izrada autorice prema podacima sa stranice Europa.eu Dostupno na: <https://ec.europa.eu/eurostat/databrowser/view/teina225/default/table?lang=en> [Pristupljeno: 06.09.2020.]

Javni dug Danske najveći iznos bilježi u 2014. godini od 117.801.400.000,00 Eura u promatranom razdoblju. Najmanji javni dug za isto vremensko razdoblje je 2008. godine u iznosu od 80.547.500.000,00 Eura. Kada se javni dug uspoređi s BDP-om, tada najveći udio je ostvaren 2011. godine, a najmanji udio je 2008. godine za analizirano vremensko razdoblje.



Grafikon 5. Postotak javnog duga u odnosu na BDP Danske od 2008. do 2018. godine

Izvor: izradila autorica prema podacima iz Tablice 7.

U grafičkom prikazu se može uočiti kako postotak javnog duga Danske u BDP-u ima tendenciju rasta od 2008. godine do 2011. godine kada dostiže svoj maksimum u promatranom vremenskom periodu. Nakon maksimuma, slijedi trend pada udjela javnog duga u BDP-u gdje se 2018. godine odnos vraća u gotovo isti odnos kao i 2008. godine. Navedeni rast odnosa javnog duga i BDP-a je posljedica ekonomske i financijske krize u 2008. godini.

Tablica 8. Struktura javnog duga Danske od 2008. do 2018. godine u milijunima Danskih Kruna

Milijuni Danskih Kruna	2008.	2009.	2010.	2011.	2012.	2013.	2014.	2015.	2016.	2017.	2018.
1. Unutarnji dug opće države¹⁾	429,509	487,921	576,413	645,927	667,524	664,198	698,24	646,22	634,794	640,127	617,207
1.1 Unutarnji dug središnje države	429,509	487,921	576,413	645,927	667,524	664,198	698,24	646,22	634,794	640,127	617,207
Kratkoročni dužnički vrijednosni papiri	37,001	52,237	65,371	105,471	111,06	89,167	110,767	82,97	133,924	85,311	92,581
Dugoročni dužnički vrijednosni papiri	392,508	435,684	511,042	540,456	556,464	578,627	591,277	566,109	502,48	555,821	525,316
Kredit	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
1.2 Unutarnji dug fondova socijalne sigurnosti	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
Dugoročni dužnički vrijednosni papiri	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Kredit	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
1.3 Unutarnji dug lokalne države											
Kratkoročni dužnički vrijednosni papiri	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
Kredit	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
2. Inozemni dug opće države	133,092	139,588	114,731	111,818	90	75,908	58,986	33,27	11,839	2,152	1,244
2.1 Inozemni dug središnje države	133,092	139,588	114,731	111,818	90	75,908	58,985	33,27	11,839	2,152	1,245
Kratkoročni dužnički vrijednosni papiri	81,996	30,35	37,839	34,967	24,948	29,266	26,31	21,513	10,456	0,968	0,758
Dugoročni dužnički vrijednosni papiri	51,096	109,238	76,892	76,851	65,052	46,642	32,675	11,757	1,383	1,184	0,487
Kredit	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
2.2 Inozemni dug fondova socijalne sigurnosti	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
Dugoročni dužnički vrijednosni papiri	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Kredit	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
2.3 Inozemni dug lokalne države	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
Dugoročni dužnički vrijednosni papiri	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Kredit	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Ukupno dug opće države (1+2)	562,601	627,509	691,144	757,745	757,524	740,106	757,225	679,49	646,633	642,279	618,451

Izvor: Izrada autorice prema podacima s: Danmarks Nationalbanken, Dostupno na: <https://nationalbanken.statbank.dk/nbf/122566> [Pristupljeno: 09.09.2020.]

Tablica 8. prikazuje strukturu javnog duga Danske za promatrano razdoblje. U strukturi javnog duga unutarnji dug opće države najmanji iznos ima u 2008. godini, a najveći iznos u 2014. godini. U strukturi unutarnjeg duga nalaze se kratkoročni i dugoročni dužnički vrijednosni papiri. Kratkoročni dužnički vrijednosni papiri imaju velike oscilacije tijekom godina pa su podaci prikazani grafički.



Grafikon 6. Kratkoročni dužnički vrijednosni papiri Danske od 2008. do 2018. godine

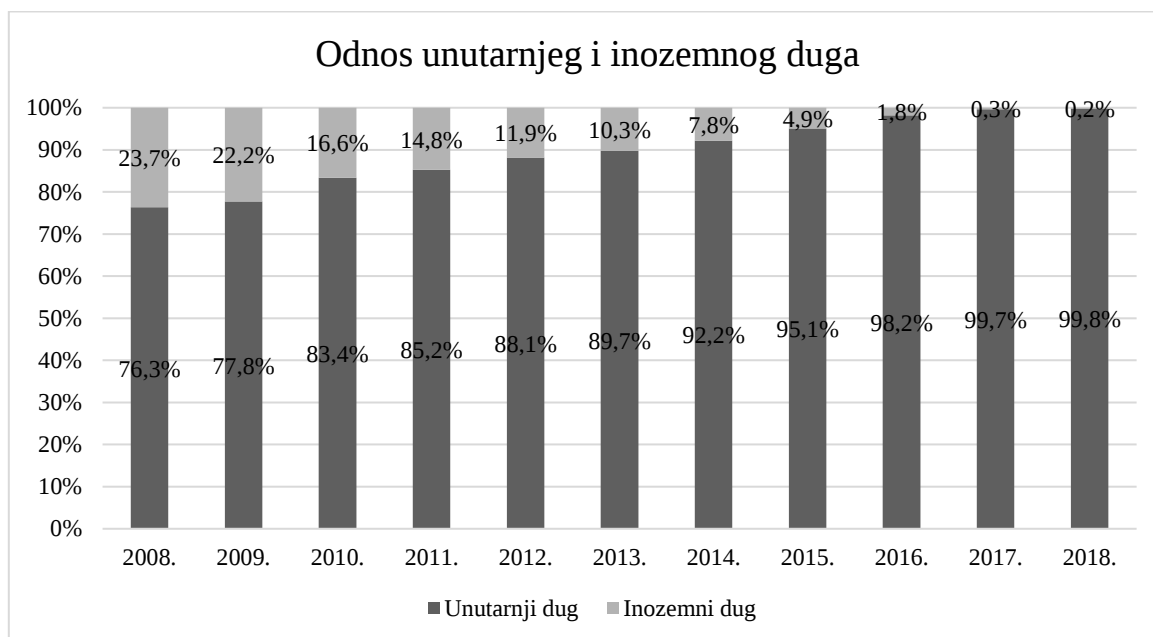
Izvor: izrada autorice prema podacima iz tablice 8.

U grafikonu 6. može se uočiti da za prvih pet promatranih godina postoji trend rasta, međutim, za ostatak promatranih godina vrijednost kratkoročnih dužničkih vrijednosnih papira oscilira.

U 2008. godini vrijednost kratkoročnih dužničkih papira je nešto manja od 40 milijardi Danskih Kruna, dok u 2016. godini vrijednost nešto manja od 140 milijardi Danskih Kruna.

Promatrajući dugoročne dužničke vrijednosne papire unutarnjeg duga primjećuje se kako je vrijednost najmanja u 2008. godini, a najveća 2014. godine. U prve dvije promatrane godine vrijednost je manja od 500 milijardi Danskih Kruna, dok u ostatku godina taj broj varira od 500 – 600 milijardi Danskih Kruna.

Odnos unutarnjeg i inozemnog duga je također prikazan grafički.



Grafikon 7. Odnos unutarnjeg i inozemnog duga Danske od 2008. do 2018. godine

Izvor: izrada autorice prema podacima iz tablice 8.

U grafikonu 7. može se primijetiti kako unutarnji dug ima velik udio u strukturi javnog duga. 2008. godine postotak unutarnjeg duga je oko 76%, a već 2013. godine taj postotak je približan 90%. U posljednje dvije godine inozemnog duga gotovo da i nema u strukturi javnog duga, te iznosi manje od 1%.

4.2.1. Struktura državnog duga prema vrsti instrumenta

U ovom dijelu je prikazana struktura unutarnjeg javnog duga Danske za razdoblje od 2008. godine do 2018. godine. Za svaku godinu posebno je analizirana struktura instrumenata u unutarnjem javnom dugu. Unutarnji javni dug je analiziran zbog nedostupnosti podataka o ukupnom državnom dugu, odnosno strukturi po instrumentima zaduženja u vanjskom dugu.

Tablica 9. Unutarnji dug po vrsti instrumenata

	2008.	2009.	2010.	2011.	2012.	2013.	2014.	2015.	2016.	2017.	2018.
Dugoročne obveznice	429.509	487.915	547.979	598.753	622.584	631.898	668.440	616.380	607.614	607.387	586.807
Trezorski zapisi	0	0	25.460	44.200	44.940	32.300	29.800	29.840	27.180	32.740	30.400
Kredit	0	0	2.974	2.974	0	0	0	0	0	0	0
Domaći dug ukupno	429.509	487.915	576.413	645.927	667.524	664.198	698.240	646.220	634.794	640.127	617.207
	2008.	2009.	2010.	2011.	2012.	2013.	2014.	2015.	2016.	2017.	2018.
Dugoročne obveznice	100,0%	100,0%	95,1%	92,7%	93,3%	95,1%	95,7%	95,4%	95,7%	94,9%	95,1%
Trezorski zapisi	0,0%	0,0%	4,4%	6,8%	6,7%	4,9%	4,3%	4,6%	4,3%	5,1%	4,9%
Kredit	0,0%	0,0%	0,5%	0,5%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Domaći dug ukupno	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%

Izvor: Izrada autorice prema podacima s Danmarks Nationalbanken Dostupno na: <https://nationalbanken.statbank.dk/nbf/122566> [Pristupljeno: 09.09.2020.]

U tablici 9. prezentiran je unutarnji javni dug po instrumentima zaduženja. U 2008. i 2009. godini može se uočiti kako je zaduženje dugoročnim obveznicama jednako ukupnom unutarnjem dugu. U preostalim godinama dugoročno zaduženje obveznicama je približno 95%, a zaduženje trezorskim zapisima je približno 5%. Krediti u 2010. i 2011. godini iznose 0,5%, a u ostalim godinama nema kredita.

4.2.2. Valutna struktura državnog duga

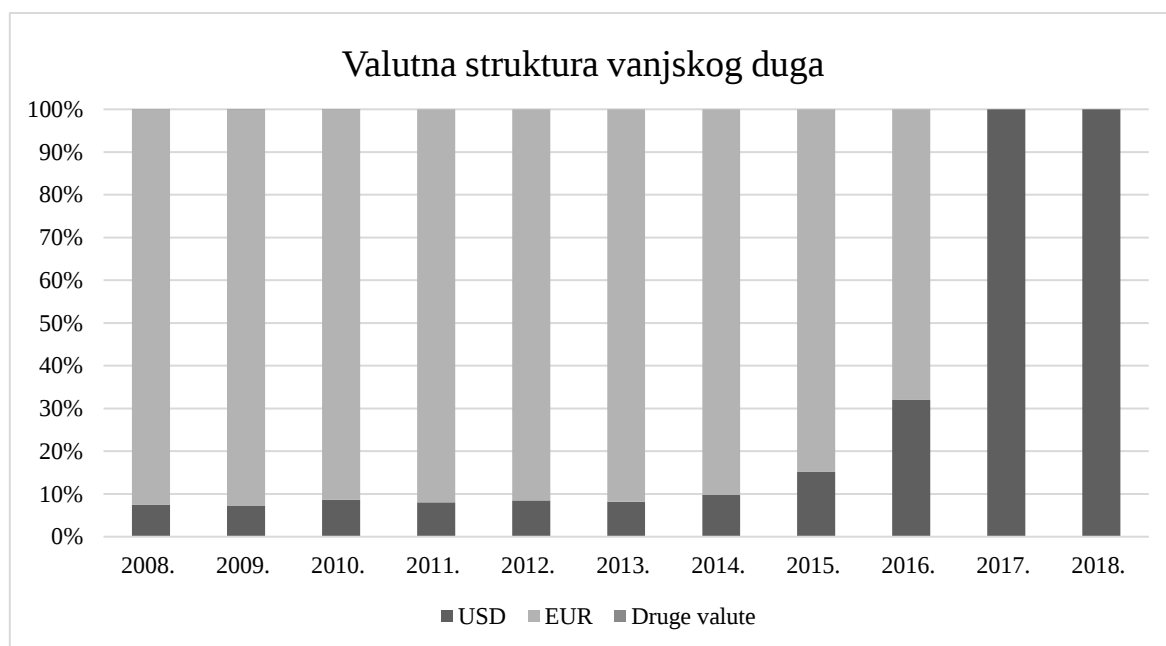
Valutna struktura duga govori koliki je postotak određene valute u strukturi duga. U priloženoj tablici je prikazana valutna struktura vanjskog duga za Dansku od 2008. do 2018. godine.

Tablica 10. Valutna struktura vanjskog duga Danske od 2008. do 2018.

	USD	EUR	Druge valute	Ukupno
2008.	7,47%	92,51%	0,01%	100,00%
2009.	7,32%	92,67%	0,01%	100,00%
2010.	8,63%	91,35%	0,02%	100,00%
2011.	8,01%	91,99%	0,00%	100,00%
2012.	8,51%	91,49%	0,00%	100,00%
2013.	8,19%	91,81%	0,00%	100,00%
2014.	9,80%	90,20%	0,00%	100,00%
2015.	15,17%	84,83%	0,00%	100,00%
2016.	32,06%	67,94%	0,00%	100,00%
2017.	100,00%	0,00%	0,00%	100,00%
2018.	100,00%	0,00%	0,00%	100,00%

Izvor: Izrada autorice prema podacima s Danmarks Nationalbanken, Dostupno na: https://www.nationalbanken.dk/en/publications/Documents/2019/01/REPORT_no%201_Danish%20Government%20Borrowing%20and%20Debt%202018.pdf [Pristupljeno: 09.09.2020.]

U valutnoj strukturi vanjskog duga može se uočiti kako najveći udio odlazi na Euro od 2008. do 2016. godine. U 2016. godini vanjski dug u valuti Euro je otplaćen te je preostao vanjski dug u Američkim dolarima. U 2017. i 2018. godini vanjski odnosno inozemni dug je smanjen na minimum što se može vidjeti i u grafikonu 7. Dug u drugim valutama je postojao u prve tri godine promatranog razdoblja, ali je u zanemarivom postotku od 0,1 do 0,2%.



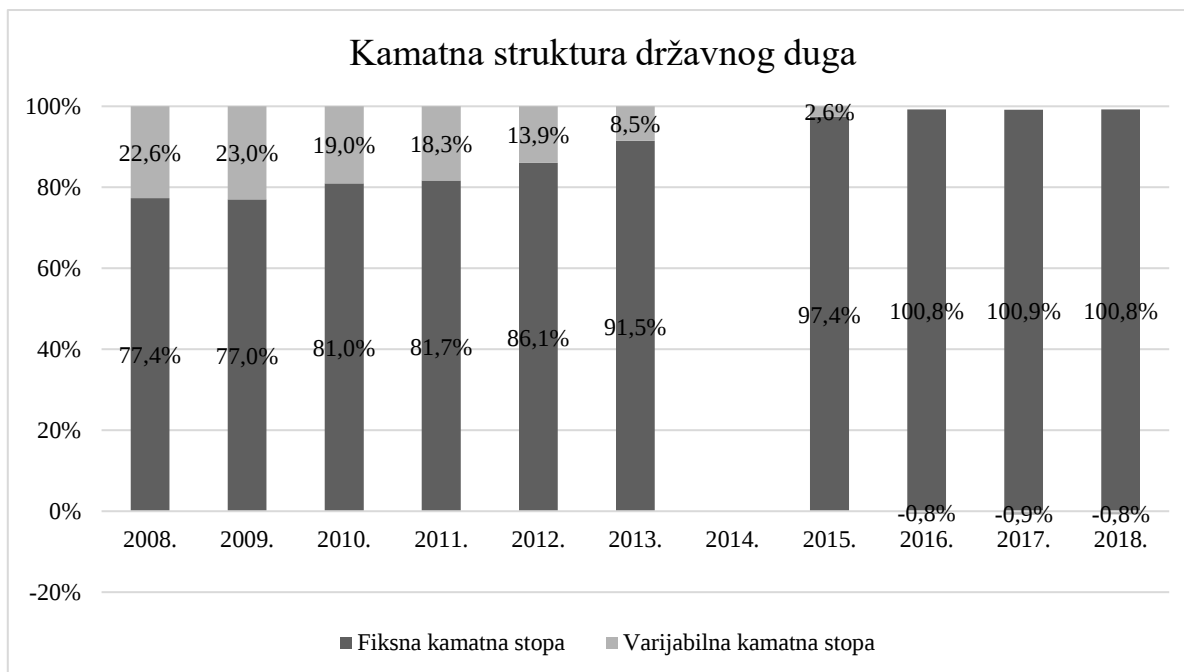
Grafikon 8. Valutna struktura vanjskog duga Danske od 2008. do 2018.

Izvor: izrada autorice prema podacima iz Tablice. 10

U grafikonu se jasno može vidjeti dominacija valute Euro za razdoblje od 2008. do 2014. godine, kada je udio Američkog dolara manji od 10%. U 2015. i 2016. godini vidi se porast udjela Američkog Dolara u odnosu na Euro, te na kraju Američki dolar ostaje jedina valuta u strukturi vanjskog duga Danske.

4.2.3. Kamatna struktura državnog duga

Kamatna struktura državnog duga se dijeli na fiksnu i varijabilnu kamatnu stopu. U slijedećem grafikonu je prikazana kamatna struktura državnog duga Danske za period od 2008. do 2018. godine.



Grafikon 9. Kamatna struktura državnog duga Danske od 2008. do 2018. godine

Izvor: Izrada autorice prema podacima s Danmarks Nationalbanken

U grafikonu 9. se može vidjeti kako za prvih četiri godine varijabilna stopa je približno 20%, a fiksna kamatna stopa je približno 80%. Nakon 2012. godine odnos se smanjuje u korist fiksne kamatne stope te nakon 2016. godine državni dug je financiran fiksnim kamatnim stopama.

Podaci za 2014. godinu nisu bili dostupni.

4.3. Komparativna analiza javnog duga Republike Hrvatske i Danske za razdoblje od 2008. do 2018. godine

U ovom dijelu rada su uspoređeni usporedivi podaci koji su prikazani u tablicama i grafikonima za obje države. Podaci o strukturi duga po instrumentima i valutnoj strukturi nisu bili dostupni po jednakim razinama duga stoga se nije mogla napraviti komparativna analiza.

U osnovnim makroekonomskim podacima važno je usporediti stopa ekonomskog rasta te BDP per capita. U Republici Hrvatskoj stopa ekonomskog rasta je 2,94%, a u Danskoj iznosi 2,37%. Međutim BDP per capita u Republici Hrvatskoj je 14.853,24 Američkih dolara, dok je u Danskoj 59.822,09 Američkih dolara. Stopu gospodarskog rasta Republika Hrvatska ima veću, no BDP per capita je daleko veći u Danskoj.

Kada se promatra postotak javnog duga u odnosu na BDP za promatrano razdoblje u Republici Hrvatskoj 2014. godine je najveći udio, dok u Danskoj je to slučaj 2011. godine. Kod Danske se može primijetiti kako je udio javnog duga u BDP-u 2018. godine gotovo vraćen u jednaki omjer kao u 2008. godini. Kod Republike Hrvatske je drugačiji slučaj te je udio javnog duga u BDP-u ostao na visokoj razini i 2018. godine.

Prilikom usporedbe odnosa unutarnjeg i inozemnog duga može se uočiti kako u Republici Hrvatskoj je daleko veći udio inozemnog, nego što je u Danskoj. U grafikonu 2. može se uočiti kako Republika Hrvatska ima tendenciju smanjenja udjela inozemnog duga, ali nije uspješna u tome kao što je Danska. Danska je, u promatranom razdoblju, od 23,7% udjela inozemnog duga smanjila udio istog na manje od 1%.

Uspoređujući podatke o kamatnoj strukturi kod Republike Hrvatske se može uočiti kako najveći dio zauzima fiksna kamatna stopa s udjelom od oko 80% za 2008. godinu te nešto manje od 90% za 2018. godinu. U kamatnoj strukturi Danske za 2008. godinu udio fiksne kamatne stope je nešto manji od 80%, ali u 2018. godini je 100% udio fiksne kamatne stope.

5. Rasprava

Svrha ovog rada je bila analizirati utjecaj gospodarske i financijske krize na javni dug Republike Hrvatske i Danske u vremenskom periodu od 2008. godine do 2018. godine. Stoga su analizirani javni dug zasebno od svake države te je na kraju četvrtog poglavlja dana komparativna analiza usporedivih podataka.

U komparativnoj analizi odnosno usporedbi dobivenih grafikona može se uočiti kako je gospodarska i financijska kriza imala utjecaj na obje države. Promatrajući grafikone usporedbe udjela javnog duga u BDP-u može se zaključiti kako obje države imaju gotovo jednake udjele istog za 2008. godinu. Međutim, nakon gospodarske krize udjeli su različiti. Republika Hrvatska svoj maksimalni udio je dosegla tri godine kasnije no Danska, te je udio kod Republike Hrvatske ostao visok. Kod Danske se je taj udio smanjio nakon deset godina gotovo na prvotnu razinu.

Kod udjela inozemnog duga i unutarnjeg u strukturi javnog duga uviđa se kako Republika Hrvatska ima veći udio inozemnog duga no što ima Danska. Danska, za promatrano razdoblje, je smanjila udio inozemnog duga na minimum, dok je kod Republike Hrvatske udio nešto manji nego što je bio a početku gospodarske i financijske krize.

Rad se temelji na dvije hipoteze:

1. Postoji korelacija između razvijenosti države i dobrog upravljanja javnim dugom za vrijeme gospodarske krize.
2. Članstvo u Europskoj Uniji pridonosi boljem upravljanju javnim dugom za vrijeme gospodarske krize.

Prema analiziranim podacima može se ustanoviti kako je Danska reagirala bolje na gospodarsku i financijsku krizu nego Republika Hrvatska. Prilikom promatranja osnovnih makroekonomskih podataka, može se uočiti kako Danska ima veći BDP per capita u odnosu na onaj u Hrvatskoj. Veći BDP per capita označava bolju razvijenost države i stabilnost, stoga se hipoteza 1 djelomično prihvća. Danska je imala bolje temelje u odnosu na Republiku Hrvatsku te je bolje reagirala na gospodarsku krizu u vezi javnog duga.

Hipoteza 2 je vezana za članstvo u Europskoj Uniji. Razlika između država je članstvo u Europskoj Uniji. Iz tablice o osnovnim makroekonomskim podacima može se uočiti kako je Danska članica Europske Unije dugi niz godina i bila je članica Europske unije za vrijeme krize, dok Republika Hrvatska je postala članica Europske Unije nakon krize. Upravo članstvo u Europskoj Uniji može razlikovati drugačiji pristup krizi i samom reagiranju na krizu te se hipoteza 2 djelomično prihvaća.

6. Zaključak

U ovom radu je bio analiziran javni dug kao pojam, zakonodavni okvir javnog duga, nastajanje javnog duga, upravljanje javnim dugom, prednosti javnog duga, javni dug i Europska unija te javni dug i gospodarska i financijska kriza 2008. godine. Teorijska podloga i prethodna istraživanja su postavljena kako bi se lakše moglo razumjeti istraživanje i analiza javnog duga za Republiku Hrvatsku i Dansku.

Svrha ovog rada je bilo uočiti utjecaj gospodarske i financijske krize na javni dug navedenih država. Iz tog razloga autorica je odabrala vremenski period s godinom početka krize te slijedećih deset godina kako bi se mogle uočiti dugoročne posljedice krize. Cilj ovog rada je bio ustanoviti koja država je bolje reagirala na situaciju s krizom. Tijekom pisanja rada uočeno je kako su prema ekonomskim pokazateljima Hrvatska i Danska imale gotovo jednako stanje s javnim dugom na početku krize. Međutim, posljedice odnosno stanje nakon nekoliko godina je bilo drugačije. Na kraju promatranog razdoblja Danska je uspjela vratiti stanje duga na stanje s početka krize, dok kod Republike Hrvatske to nije slučaj. Kod Republike Hrvatske mogu se uvidjeti poboljšanja u stanju javnog duga, ali ne uspješno kao kod Danske.

U radu su bile postavljene dvije hipoteze: prva je da postoji korelacija između razvijenosti države i dobrog upravljanja javnim dugom za vrijeme gospodarske krize, a druga glasi da članstvo u Europskoj Uniji pridonosi boljem upravljanju javnim dugom za vrijeme gospodarske krize. Obje hipoteze su djelomično potvrđene i prihvaćene u provedenoj analizi. Hipoteze su djelomično potvrđene zbog nedovoljno opsežnog istraživanja.

Tijekom stvaranja rada bilo je važno obratiti pozornost na razine javnog duga. U dostupnim podacima države su na drugačiji način prezentirale dug. Kod nekih struktura, u jednoj državi je bila dostupna struktura za samo jednu razinu duga, dok je u drugoj državi bila dostupna drugačija razina duga za istu strukturu, stoga neki pokazatelji nisu bili usporedivi. Tijekom donošenja zaključaka u reagiranju na gospodarsku i financijsku krizu u obzir bi se trebali uzeti i razni makroekonomski podaci o razvijenosti država te članstvo u Europskoj Uniji koji mogu imati veliki utjecaj na donošenje odluka o reakcijama na krizu.

Postavlja se pitanje ima li članstvo u Europskoj Uniji utjecaja na upravljanje javnim dugom za vrijeme gospodarskih i financijskih kriza. Također, ima li utjecaj, na upravljanje javnim dugom za vrijeme kriza, stupanj razvijenosti neke države. Kako bi se dobili odgovori na ova pitanja bilo bi potrebno proširiti istraživanje na više država. Države koje bi trebalo odabrati su one koje imaju gotovo jednak stupanj razvijenosti i članice su Europske Unije kao Danska, te države koje imaju sličan stupanj razvijenosti i nisu bile članice Europske unije kao Hrvatska. Nakon provedene opsežne analize mogli bi se ustanoviti odgovori na postavljena pitanja.

7. Literatura

Knjige:

1. Bajo A., Primorac M., Andabak, A. (2011). *Osnove upravljanja javnim dugom*, u knjizi: Javni dug – pojam, obuhvat i klasifikacija. Zagreb: Institut za javne financije, str. 15-29.
2. Bajo, A., Primorac, M., Andabaka Badurina, A. (2010). *Osnove upravljanja javnim dugom*. Zagreb: Institut za javne financije, str. 15-125
3. Jelčić, Božidar i dr.(2008). *Financijsko pravo i financijska znanost*. Zagreb: Narodne novine d.d.
4. Jurković, P. (2002). *Javne financije*. Zagreb: Masmedia.
5. Storkey, I., (2006). “*Sound practice*” in: M. Williams and P. Brione, eds. *Government Debt Management: New Trends and Challenge*. London: Central Banking Publications Ltd
6. Šimurina, N., Šimović, H., Mihelja Žaja, M., Primorac, M. (2012). *Javne financije u Hrvatskoj*. Zagreb: Ekonomski fakultet u Zagrebu
7. Williams, M., (2006). “The growing responsibilities of debt management offices” in: M. Williams and P. Brione, eds. *Government Debt Management: New Trends and Challenge*. London: Central Banking Publications Ltd

Radovi i članci:

1. Andabaka Badurina, A., i Švaljek, S. (2012). 'Public debt management before, during and after the crisis', *Financial theory and practice*, 36(1), str. 73-100. Dostupno na: <https://doi.org/10.3326/fintp.36.4> [Pristupljeno: 01.09.2020.]
2. Glibo, M. (2017). 'Utjecaj stupnja zaduženosti država na ekonomski i ukupni razvoj', *Pravnik*, 51(102), str. 99-126. Dostupno na: <https://hrcak.srce.hr/192606> [Pristupljeno: 14.08.2020.]
3. Goreta, M., Peran, B., i Vukošić, K. (2016). 'Originarni i derivativni prihodi države', *Zbornik radova Veleučilišta u Šibeniku*, (1-2/2016), str. 183-190. Dostupno na: <https://hrcak.srce.hr/161805> [Pristupljeno: 11.8.2020.]

4. Homen, K. (2018). *'Kretanje strukture javnog duga u Republici Hrvatskoj i odabranim zemljama'*, Diplomski rad, Sveučilište Josipa Jurja Strossmayera u Osijeku, Ekonomski fakultet u Osijeku, Dostupno na: <https://urn.nsk.hr/urn:nbn:hr:145:268808> [Pristupljeno: 25.08.2020.]
5. Jurčić, Lj. (2010). *'Financijska kriza i fiskalna politika'*, Ekonomski pregled, 61(5-6), str. 317-334. Dostupno na: <https://hrcak.srce.hr/56576> [Pristupljeno: 09.09.2020.]
6. Karačić, D., Dernaj, B. i Raič, M. (2015) *'The concept of public debt management strategy of the Republic of Croatia'*, Ekonomski vjesnik : Review of Contemporary Entrepreneurship, Business, and Economic Issues, 28(2), str. 409-422. Preuzeto s: <https://urn.nsk.hr/urn:nbn:hr:145:684604> [Pristupljeno: 21.09.2020.]
7. Kesner-Škreb, M., (2008) *'Pakt o stabilnosti i rastu'* : Financijska teorija i praksa, 32 (1), 83-85. Dostupno na: <http://www.ijf.hr/pojmovnik/pakt.htm> [Pristupljeno: 03.09.2020.]
8. Kose, M. A., Ohnsorge, F., Sugawara, N., (2020). *'Benefits and Costs of Debt : The Dose Makes the Poison.'* Policy Research Working Paper;No. 9166. World Bank, Washington, DC. © World Bank. Dostupno na: <https://openknowledge.worldbank.org/handle/10986/33409> License: CC BY 3.0 IGO. [Pristupljeno: 03.09.2020]
9. Ott, K., Bajo, A., Bronić, M., Bratić, V., Medak Fell, D. (2009). Proračunski vodič za građane. Zagreb: Institut za javne financije. Dostupno na: <http://www.ijf.hr/proracunski/2009.pdf> [Pristupljeno: 10.8.2020.]
10. Šabić, A. (2006). *'Reforma Pakta o stabilnosti i rastu'*, Financijska teorija i praksa, 30(3), str. 283-293. Dostupno na: <https://hrcak.srce.hr/5255> [Pristupljeno: 04.09.2020.]
11. Žorž, J. (2017). *'Ekonomski aspekti javnog duga i vanjskog duga RH'*, Završni rad, Sveučilište u Splitu, Ekonomski fakultet, Dostupno na: <https://repozitorij.efst.unist.hr/islandora/object/efst%3A1618/datastream/PDF/view> [Pristupljeno: 25.08.2020.]

Zakoni:

1. Narodne Novine (2008). Zakon o proračunu. NN, 87/2008, Zagreb. Dostupno na: https://narodne-novine.nn.hr/clanci/sluzbeni/2008_07_87_2791.html [Pristupljeno: 13.08.2020]

2. Narodne Novine (2015). Zakon o proračunu. NN, 15/15, Zagreb. Dostupno na: <https://www.zakon.hr/z/283/Zakon-o-prora%C4%8Dunu> [Pristupljeno: 11.08.2020.]

Web:

1. Danmarks Nationalbanken (2019). Danish government borrowing and debt 2018 – Report. Dostupno na: https://www.nationalbanken.dk/en/publications/Documents/2019/01/REPORT_no%201_Danish%20Government%20Borrowing%20and%20Debt%202018.pdf [Pristupljeno: 09.09.2020.]
2. Danmarks Nationalbanken (2020). Central government finance and debt. Dostupno na: <https://nationalbanken.statbank.dk/nbf/122566> [Pristupljeno: 09.09.2020.]
3. Europska Unija (2020). Danska – Pregled. Dostupno na: https://europa.eu/european-union/about-eu/countries/member-countries/denmark_hr [Pristupljeno: 09.09.2020.]
4. Europska Unija (2020). Hrvatska – Pregled. Dostupno na: https://europa.eu/european-union/about-eu/countries/member-countries/croatia_hr [Pristupljeno: 09.09.2020.]
5. Eurostat (2020). Javni dug – godišnji podaci. Dostupno na: <https://ec.europa.eu/eurostat/databrowser/view/teina225/default/table?lang=en> [Pristupljeno: 06.09.2020.]
6. HNB (2020). Dug opće države. Dostupno na: <https://www.hnb.hr/statistika/statisticki-podaci/opca-drzava/dug-opce-drzave> [Pristupljeno: 06.09.2020.]
7. Marković, B., Karačić, D. (2020). Nastavni materijali – Javni dug. Osijek: Ekonomski fakultet u Osijeku. Dostupno na: <http://www.efos.unios.hr/upravljanje-javnim-dugom/nastavni-materijali/> [Pristupljeno: 13.08.2020.]
8. Ministarstvo financija (2011). Strategija upravljanja javnim dugom za razdoblje 2011.-2013. Zagreb. Dostupno na: <https://mfin.gov.hr/istaknute-teme/javni-dug/godisnje-izvjesce-i-strategija-upravljanja-javnim-dugom/2274> [Pristupljeno: 06.09.2020.]
9. Ministarstvo financija (2016). Pravila i uvjeti aukcije trezorskih zapisa Ministarstva financija. Zagreb: Ministarstvo financija. Dostupno na: <https://mfin.gov.hr/istaknute-teme/javni-dug/trezorski-zapisi-pravila-i-uvjeti-aukcije/189> [Pristupljeno: 04.09.2020.]
10. Ministarstvo financija (2017). Strategija upravljanja javnim dugom za razdoblje 2017.-2019. Zagreb. Dostupno na: <https://mfin.gov.hr/istaknute-teme/javni-dug/godisnje-izvjesce-i-strategija-upravljanja-javnim-dugom/2274> [Pristupljeno: 06.09.2020.]

11. Ministarstvo financija (2018). Strategija upravljanja javnim dugom za razdoblje 2018.-2020. Zagreb. Dostupno na: <https://mfin.gov.hr/istaknute-teme/javni-dug/godisnje-izvjesce-i-strategija-upravljanja-javnim-dugom/2274> [Pristupljeno: 06.09.2020]
12. Ministarstvo financija (2019). Strategija upravljanja javnim dugom za razdoblje 2019.-2021. Zagreb. Dostupno na: <https://mfin.gov.hr/istaknute-teme/javni-dug/godisnje-izvjesce-i-strategija-upravljanja-javnim-dugom/2274> [Pristupljeno: 06.09.2020.]
13. Ministarstvo financija (2020). Rezultati aukcije trezorskih zapisa Ministarstva financija. Zagreb: Ministarstvo financija. Dostupno na: <https://mfin.gov.hr/istaknute-teme/javni-dug/trezorski-zapisi-rezultati-aukcija-2020/3009> [Pristupljeno: 04.09.2020.]
14. Ministarstvo financija. Javni dug. Dostupno na: <https://mfin.gov.hr/print.aspx?id=104&url=print> [Pristupljeno: 01.09.2020.]
15. MMF (2014). Revised guidelines for public debt management. Washington, D.C.: International Monetary Fund. Dostupno na: <https://www.imf.org/en/Publications/Policy-Papers/Issues/2016/12/31/Revised-Guidelines-for-Public-Debt-Management-PP4855> [Pristupljeno: 29.08.2020.]
16. Proračun, Vodič za proračun. Dostupno na: <https://www.proracun.hr/Home/VodicProracun> [Pristupljeno: 11.08.2020.]
17. The Global Economy (2020). Croatian Economic Indicators. Dostupno na: <https://www.theglobaleconomy.com/Croatia/> [Pristupljeno: 09.09.2020.]
18. The Global Economy (2020). Denmark Economic Indicators. Dostupno na: <https://www.theglobaleconomy.com/Denmark/> [Pristupljeno 09.09.2020.]

E- knjige:

1. Hubig, A. (2012). Introduction of a New Conceptual Framework for Government Debt Management. Berlin: Springer Gabler. Dostupno na: <https://1lib.eu/book/2134738/4b88a0> [Pristupljeno: 01.09.2020.]
2. Wheeler, G. (2004). Sound Practice in Government Debt Management. Washington D.C.: The World Bank. Dostupno na: <https://1lib.eu/book/950547/24e3a1> [Pristupljeno: 01.09.2020.]
3. Rosen, Harvey S., Gayer, T. (2014). *Public finances*. 8th edition. Mcgraw-Hill International edition. Dostupno na: <http://www.scribd.com/doc/210179086/Harvey-Rosen-Ted-Gayer-PublicFinance#scribd> [Pritupljeno: 20.9.2015]

Popis tablica

Tablica 1. Osnovni makroekonomski podaci o Hrvatskoj	24
Tablica 2. Javni dug RH i postotak javnog duga u BDP-u od 2008. do 2018. godine.....	25
Tablica 3. Struktura javnog duga RH od 2008. do 2018. godine u milijunima kuna.....	27
Tablica 4. Državni dug prema vrsti instrumenta RH od 2008. do 2018. godine.....	30
Tablica 5. Valutna struktura državnog duga RH od 2015. do 2018. godine	32
Tablica 6. Osnovni makroekonomski podaci o Danskoj.....	34
Tablica 7. Javni dug Danske i postotak javnog duga u BDP-u od 2008. do 2018. godine	35
Tablica 8. Struktura javnog duga Danske od 2008. do 2018. godine u milijunima Danskih Kruna	37
Tablica 9. Unutarnji dug po vrsti instrumenata	40
Tablica 10. Valutna struktura vanjskog duga Danske od 2008. do 2018.	41

Popis slika

Slika 1. Struktura državnog proračuna	5
Slika 2. Kriteriji klasifikacije javnog duga.....	10
Slika 3. Primjer rezultata aukcije trezorskih zapisa Ministarstva financija	20

Popis grafikona

Grafikon 1. Postotak javnog duga RH u odnosu na BDP od 2008. do 2018. godine	26
Grafikon 2. Odnos unutarnjeg i inozemnog duga RH od 2008. do 2018. godine.....	28
Grafikon 3. Valutna struktura državnog duga RH od 2015. do 2018. godine.....	32
Grafikon 4. Kamatna struktura državnog duga RH od 2008. do 2018. godine.....	33
Grafikon 5. Postotak javnog duga u odnosu na BDP Danske od 2008. do 2018. godine ..	36
Grafikon 6. Kratkoročni dužnički vrijednosni papiri Danske od 2008. do 2018. godine ..	38
Grafikon 7. Odnos unutarnjeg i inozemnog duga Danske od 2008. do 2018. godine	39
Grafikon 8. Valutna struktura vanjskog duga Danske od 2008. do 2018.	42
Grafikon 9. Kamatna struktura državnog duga Danske od 2008. do 2018. godine	43