

REPUBLIKA HRVATSKA
MINISTARSTVO FINANCIJA

SMJERNICE UPRAVLJANJA JAVNIM
DUGOM ZA RAZDOBLJE 2024. - 2026.

Zagreb, studeni 2023.

Sadržaj

| | |
|--|----|
| 1. UVOD | 3 |
| 2. PRAVNI I INSTITUCIONALNI OKVIR UPRAVLJANJA JAVNIM DUGOM | 5 |
| 3. STANJE JAVNOG DUGA I STANJE JAMSTAVA..... | 8 |
| 4. STANJE DRŽAVNOG DUGA 2017. – 30.6.2023..... | 14 |
| 4.1. Struktura državnog duga prema vrsti instrumenta | 14 |
| 4.2. Valutna struktura državnog duga | 15 |
| 4.3. Kamatna struktura državnog duga | 16 |
| 4.4. Ročna struktura državnog duga | 17 |
| 5. PREGLED FINACIJSKOG ZADUŽIVANJA U RAZDOBLJU 2021. – 30.6.2023. GODINE | 19 |
| 5.1. Zaduživanje putem obveznica | 19 |
| 5.2. Zaduživanja putem dugoročnih kredita | 24 |
| 5.3. Zaduživanja putem aukcija trezorskih zapisa | 25 |
| 6. KREDITNI REJTING REPUBLIKE HRVATSKE | 27 |
| 7. PROJEKCIJE KRETANJA JAVNOG DUGA U RAZDOBLJU 2023. - 2026. | 31 |
| 8. OSNOVNI CILJEVI I SMJERNICE UPRAVLJANJA JAVNIM DUGOM U RAZDOBLJU 2024. – 2026. | 32 |
| 8.1. Ublažavanje rizika refinanciranja i smanjenja udjela kratkoročnog duga u ukupnom javnom dugu | 32 |
| 8.2. Ublažavanje kamatnog rizika javnog duga | 33 |
| 8.3. Proširenje i diverzifikacija baze investitora | 34 |
| 8.4. Povećanje transparentnosti javnog duga i zaduživanja | 35 |
| 9. FISKALNI RIZICI I TESTOVI OSJETLJIVOSTI KRETANJA JAVNOG DUGA | 40 |

Popis tablica

| | |
|---|----|
| <i>Tablica 1: Struktura javnog duga u razdoblju 2016. - 2022.</i> | 10 |
| <i>Tablica 2: Državni dug prema vrsti instrumenata</i> | 14 |
| <i>Tablica 3: Pregled aktivnih međunarodnih obveznica RH, na dan 30. lipnja 2023.</i> | 20 |
| <i>Tablica 4: Pregled aktivnih domaćih obveznica RH, na dan 30. lipnja 2023.</i> | 23 |
| <i>Tablica 5: Zaduživanje putem dugoročnih kredita</i> | 25 |
| <i>Tablica 6: Usporedba kreditnih ocjena država EU.....</i> | 29 |
| <i>Tablica 7: Kalendar objava kreditnog rejtinga RH u 2023. godini</i> | 30 |
| <i>Tablica 8: Indikatori rizika državnog duga</i> | 33 |
| <i>Tablica 9: Bruto stanja ulaganja u dužničke vrijednosne papire RH (tržišno vrednovanje, u mil. EUR) 35</i> | |
| <i>Tablica 10: Račun financiranja državnog proračuna – obveze i izvori</i> | 36 |
| <i>Tablica 11: Kalendar izdavanja trezorskih zapisa u 2023. i 2024. godini</i> | 37 |
| <i>Tablica 12: Plan izdanja obveznica u 2023. i 2024. godini</i> | 37 |
| <i>Tablica 13: Projekcija otplata glavnica duga državnog proračuna za razdoblje 2023. - 2039.....</i> | 42 |
| <i>Tablica 14: Projekcija otplate unutarnjeg duga državnog proračuna</i> | 43 |
| <i>Tablica 15: Projekcija otplata međunarodnih obveznica Republike Hrvatske</i> | 44 |

Popis grafikona

| | |
|---|----|
| <i>Grafikon 1: Kretanje javnog duga u razdoblju 2013. - 2022.</i> | 8 |
| <i>Grafikon 2: Valutna struktura javnog duga 2017. – 2023.....</i> | 12 |
| <i>Grafikon 3: Ročna struktura javnog duga 2017. – 2023.</i> | 13 |
| <i>Grafikon 4: Kretanje valutne strukture državnog duga u razdoblju 2017. – lipanj 2023.</i> | 15 |
| <i>Grafikon 5: Valutni swap kao instrument zaštite od valutnog rizika, 31. prosinca 2022.</i> | 16 |
| <i>Grafikon 6: Struktura dugoročnog državnog duga prema vrsti kamate, 2017. – lipanj 2023.....</i> | 17 |
| <i>Grafikon 7: Dospijeca državnog duga u razdoblju 2023. - 2039. (u mlrd. EUR)</i> | 18 |
| <i>Grafikon 8: Krivulja prinosa inozemnih obveznica, lipanj 2023.....</i> | 21 |
| <i>Grafikon 9: Krivulja prinosa domaćih obveznica, lipanj 2023.</i> | 23 |
| <i>Grafikon 10: Struktura trezorskih zapisa na dan 30. lipnja 2023.</i> | 26 |
| <i>Grafikon 11: Kamatne stope na trezorske zapise u razdoblju 2013. – 2022.</i> | 26 |
| <i>Grafikon 12: Kretanje kreditnih ocjena Republike Hrvatske 1997. - 2022.....</i> | 29 |
| <i>Grafikon 13: Kretanje javnog duga 2017. - 2026.</i> | 31 |
| <i>Grafikon 14: Kretanje premije osiguranja od kreditnog rizika (Credit Default Swap, CDS 5Y) za RH i usporedne države EU u razdoblju 2019. – lipanj 2023</i> | 39 |
| <i>Grafikon 15: Kretanje udjela javnog duga u BDP-u prema određenim scenarijima</i> | 40 |

1. UVOD

Tijekom 2022. godine gospodarstvo Republike Hrvatske suočilo se s brojnim prilikama, ali i ograničenjima u uvjetima geopolitičkih napetosti, ruske agresije na Ukrajinu, nastavka poremećaja u opskrbnim lancima, a sve to u kontekstu vrlo snažnih inflatornih pritisaka. No, usprkos dominantnim negativnim i recesijskim pritiscima, ostvario se gospodarski rast od 6,3% temeljen na snažnom izvozu, investicijama i potrošnji kućanstava, posebice zahvaljujući oporavku turizma i ostalih usluga. Međutim, visoka inflacija te pad pouzdanja potrošača i poduzeća negativno utječu na ekonomske izgledе, ali i jačaju pritiske na javne financije u nadolazećem razdoblju. Tako je u 2023. godini projiciran rast BDP-a od 2,8%, a u 2024. i 2025. godini od 2,8% odnosno 2,7%. Projicirani rast BDP-a za 2026. godinu iznosi 2,5%. U 2022. godini ostvaren je suficit proračuna opće države od 0,1%, uz projekcije njegovog manjka u iznosu 0,3% BDP-a u 2023. godini temeljem očekivane realizacije negativnih ekonomskih rizika. U 2024. odnosno 2025. godini, predviđa se proračunski manjak opće države od 1,9% odnosno 1,6% BDP-a. Projekcija manjka opće države za 2026. godinu iznosi 1,5% BDP-a. Istovremeno, očekuje se i daljnje smanjenje udjela javnog duga u BDP-u i to sa 68,2% BDP-a u 2022. na 60,7% BDP-a u 2023. godini. Potom će se i dalje nastaviti smanjivati te će sa 58% BDP-a u 2024. godini dosegnuti razinu od 56,6% u 2025. godini, dok će u 2026. godini udio javnog duga u BDP-u iznositi 55,5%. Time će biti ispunjen kriterij proračunskog manjka kao i kriterij dinamike prilagodbe javnog duga sukladno odredbama Pakta o stabilnosti i rastu.

U srpnju 2022. godine Vijeće Europske unije donijelo je Odluku o prihvaćanju eura u Republici Hrvatskoj od 1. siječnja 2023. kao i dopunu uredbe prema kojoj Republika Hrvatska postaje dvadeseta članica europodručja te uredbu o fiksnom tečaju konverzije kune u euro, čime je i formalno završen cjelokupni proces pridruživanja RH europodručju započet 2017. godine.

2023. godina vezana je i uz značajna strateško-politička postignuća, poput punopravnog članstva u europodručju te ulaska u Schengenski prostor. Odluka o ulasku u europodručje doprinijela i povijesno najvišem investicijskom rejtingu RH. Već u srpnju 2022. kada je donesena formalna odluka o pridruživanju RH europodručju, agencija Moody's podigla je rejting RH za dvije razine na Baa2, uvrstivši ga u investicijsku kategoriju uz stabilne izgledе. Zatim je i agencija Fitch podigla investicijski kreditni rejting za jednu razinu na BBB+, a agencija Standard and Poor's na BBB+/A-2. Nakon što je sredinom rujna 2023. godine agencija Standard and Poor's potvrdila rejting RH na BBB+ i revidirala izgledе dugoročnog rejtinga RH iz stabilnih u pozitivne, isto je početkom listopada učinila agencija Fitch te u studenom agencija Moody's. Kao argumenti za ovako pozitivne ocjene, navode se očekivane koristi od ulaska u euro i Schengen, politička, gospodarska i financijska stabilnost, fiskalna postignuća te provedba reformi u okviru NPOO-a. Ovime se RH nalazi na korak do prelaska u najvišu razinu investicijskog kreditnog rejtinga.

S obzirom na visoki stupanj neizvjesnosti i dominantne negativne rizike u nadolazećem razdoblju, fiskalna politika bit će usmjerena na zaštitu stanovništva, javnog i privatnog sektora te napose onih najranjivijih u uvjetima snažno rastućih cijena energenata i hrane. U ovakvim okolnostima važno je jačati i javne investicije, posebice u zelenu i digitalnu tranziciju te energetske i obrambene sigurnost. Pritom će važnu ulogu imati sredstva Europske unije iz Mehanizma za oporavak i otpornost kao i iz strukturnih i investicijskih fondova te iz Fonda solidarnosti. Nastavit će se i napori u smislu saniranja društveno-ekonomskih i zdravstvenih posljedica pandemije koronavirusa i razornih potresa kao i zbrinjavanja te prihvata izbjeglica iz Ukrajine. U tako neizvjesnim okolnostima, u skladu s Preporukama Vijeća iz srpnja 2022. godine, nositelji fiskalne politike planiraju osigurati da rast primarnih tekućih rashoda koje financira država u 2023. godini bude u skladu s općim neutralnim smjerom fiskalne politike.

Uzevši u obzir ekonomske i geopolitičke okolnosti, na razini Europske Unije i tijekom 2023. godine bit će na snazi primjena opće klauzule o odstupanju (engl. *general escape clause*) od proračunskih pravila definiranih Paktom o stabilnosti i rastu iz 2020. godine. Njome se državama članicama omogućilo pružanje fiskalnih poticaja svojim gospodarstvima u svrhu ublažavanja negativnih učinaka pandemije koronavirusa. Također, i dalje je na snazi i Odluka o privremenom odgađanju primjene nacionalnih fiskalnih pravila koju je Vlada Republike Hrvatske donijela 2020. godine slijedom izvanrednih okolnosti, u skladu s preporukom Povjerenstva za fiskalnu politiku, a temeljem odredbi Zakona o fiskalnoj odgovornosti.

Smjernice upravljanja javnim dugom za razdoblje 2024. - 2026. (u daljnjem tekstu: Smjernice) naslanjaju se na osnovne ciljeve i provedbene metode unapređenja održivosti ukupnog javnog duga i ublažavanja povezanih rizika. Uz detaljne prikaze povijesnog kretanja i strukture javnog duga, trogodišnjih projekcija i načela ostvarenja utvrđenih planova financiranja, Smjernice sadrže i provedbene rizike te načela njihovog ublažavanja, s naglaskom u područjima:

1. ublažavanja rizika refinanciranja i smanjenja udjela kratkoročnog duga u ukupnom javnom dugu,
2. ublažavanja kamatnog rizika javnog duga,
3. daljnjeg proširenja i diverzifikacije baze investitora
4. povećanja transparentnosti javnog duga i zaduživanja.

Uz analizu navedenih rizika upravljanja javnim dugom, Smjernice sadrže plan i ostvarenje zaduživanja prvom polugodištu 2023. godine s predviđenom dinamikom i kalendarom aukcija trezorskih zapisa te planom izdanja obveznica. Također, prikazana je i projekcija plana zaduživanja do kraja 2026. godine kao i projekcije otplate duga u dužem vremenskom razdoblju.

2. PRAVNI I INSTITUCIONALNI OKVIR UPRAVLJANJA JAVNIM DUGOM

Zakonom o proračunu¹ propisan je osnovni cilj zaduživanja i upravljanja dugom, a on je usmjeren k osiguranju financijskih potreba državnog proračuna postizanjem najnižeg srednjoročnog i dugoročnog troška financiranja uz preuzimanje razboritog stupnja rizika. Razborito upravljanje rizicima nužno je kako bi se pridonijelo ostvarenju utvrđenih fiskalnih projekcija, osigurala održivost i optimalna struktura duga te realizirali ciljevi utvrđeni smjernicama upravljanja dugom. Zaduzivanje se provodi u svrhu financiranja proračunskog manjka, investicijskih projekata i posebnih programa (prema odobrenju Hrvatskog sabora), otplata državnog duga, podmirenja dospjelih plaćanja u svezi s državnim jamstvima, upravljanja likvidnošću proračuna te u svrhu pokrivanja potreba Hrvatske narodne banke (u daljnjem tekstu: HNB) za međunarodnim pričuvama.

Uloga predstavničkog tijela u upravljanju dugom razlikuje se od zemlje do zemlje, od delegiranja ukupne ovlasti zaduzivanja na vladu/ministarstvo financija bez naknadne obveze izvještavanja, do toga da predstavničko tijelo odobrava svaku transakciju zaduzivanja. Najbolja praksa zemalja EU prisutna je u slučajevima kada se pravo zaduzivanja delegira na vladu/ministarstvo financija, ali u isto vrijeme definiraju ciljevi upravljanja dugom uz godišnje izvješćivanje o zaduzivanju i upravljanju dugom. U skladu sa zacrtanim ciljevima, vlada/ministarstvo financija je ono koje odlučuje o smjernicama, temeljeno na razmatranju očekivanih troškova i rizika.

Hrvatski sabor putem zakona o izvršavanju državnog proračuna, koji se svake godine donosi uz državni proračun, utvrđuje ukupan iznos novog državnog duga i državnih jamstava koja se mogu preuzeti ili izdati u tijeku proračunske godine. Hrvatski sabor izvještava se dva puta godišnje, kroz polugodišnji i godišnji izvještaj o izvršenju državnog proračuna, o zaduzivanju na domaćem i stranom tržištu novca i kapitala te o danim državnim jamstvima i izdacima po državnim jamstvima.

Zakonom o proračunu propisana su ograničenja kratkoročnog i dugoročnog zaduzivanja za jedinice lokalne i područne (regionalne) samouprave, a zakonom o izvršavanju državnog proračuna regulirane su ovlasti Vlade prilikom donošenja odluke o davanju suglasnosti za dugoročno zaduženje jedinice lokalne i područne (regionalne) samouprave. Jedinica lokalne i područne (regionalne) samouprave može se dugoročno zadužiti samo za investiciju koja se financira iz njezina proračuna, a koju potvrdi njezino predstavničko tijelo, uz prethodno dobivenu suglasnost Vlade, a na prijedlog ministra financija. Jedan od uvjeta je da ukupna godišnja obveza jedinice lokalne i područne (regionalne) samouprave koja se zadužuje uzimanjem kredita, zajmova i izdavanjem vrijednosnih papira može iznositi najviše do 20%

¹ Narodne novine, broj 144/21

ostvarenih prihoda u godini koja prethodi godini u kojoj se zadužuje, umanjenih za prihode i primitke od domaćih i inozemnih pomoći i donacija kao i iz posebnih ugovora: sufinanciranje građana za mjesnu samoupravu, ostvarene temeljem dodatnog udjela u porezu na dohodak i pomoći izravnjanja za financiranje decentraliziranih funkcija. Na prikazani način, zadržava se zaduživanje jedinica lokalne i područne (regionalne) samouprave unutar zadanog fiskalnog okvira.

Nadalje, Zakonom o proračunu propisano je da pravna osoba u većinskom vlasništvu ili suvlasništvu RH sklapa ugovore o kreditu odnosno zajmu ili daje jamstva na osnovi odluke o suglasnosti Vlade i to u slučaju kada vrijednost posla ili jamstvo prelazi iznos utvrđen zakonom o izvršavanju državnog proračuna koji je u 2023. godini utvrđen u iznosu od 1 milijuna eura.

~ . ~

Nakon što je u prvom dijelu ovog poglavlja opisan odgovarajući institucionalno-pravni okvir, a u svrhu što boljeg razumijevanja osnovnih strateških elemenata politike upravljanja javnim dugom, koji će biti izneseni u nastavku dokumenta, potrebno je definirati ključne pojmove u ovom kontekstu.

Javni dug je dug opće države koji se izračunava prema metodologiji europskog sustava nacionalnih i regionalnih računa (ESA 2010.) i u skladu s Eurostatovim Priručnikom o državnom manjku i dugu, tzv. Maastrichtski ili EDP dug koji predstavlja bruto nominalni konsolidirani dug bez uključene obračunate neplaćene kamate. Javni dug se odnosi na jedinice klasificirane prema službenoj sektorskoj klasifikaciji u sektor opće države, a čine ga obveze po sljedećim financijskim instrumentima: gotovina i depoziti, dužnički vrijednosni papiri te krediti i zajmovi. Sukladno Sporazumu o suradnji na području statistike nacionalnih računa opće države i s njom povezanih statistika, HNB je odgovorna za godišnje i tromjesečne statistike financijskih računa sektora opće države te tromjesečno izvješćivanje o dugu prema kriteriju iz Maastrichta i to prema metodologiji ESA 2010, statistiku državnih financija i tromjesečnu statistiku financijskih računa za Europsku središnju banku. Serije podataka o dugu opće države objavljuju se u Biltenu te na mrežnim stranicama HNB-a.

Opća država je prema pravilima statističke metodologije EU (ESA 2010, propisana Uredbom (EU) 549/2013 Europskog parlamenta i Vijeća) institucionalni sektor, koji se u RH s obzirom na Ustavom RH utvrđeno ustrojstvo države sastoji od podsektora središnje države, lokalne države i fondova socijalne sigurnosti.

Središnja država obuhvaća tijela državne uprave (ministarstva, državne upravne organizacije), državne agencije te ostale vladine institucije koje imaju nadležnost nad cijelim gospodarskim teritorijem te su odvojene od fondova socijalne sigurnosti. Središnja država obuhvaća izvanproračunske korisnike skupine I. koji su upisani u Registar proračunskih i izvanproračunskih korisnika, ali i izvanproračunske korisnike iz skupine II. koji su prema pravilima statističke metodologije ESA 2010, razvrstani u sektor opće države, a nisu uključeni u Registar proračunskih i izvanproračunskih korisnika, a sve sukladno zakonu kojim se uređuje proračun. U izvanproračunske korisnike skupine I. ulaze Hrvatske vode - HV, Fond za zaštitu okoliša i energetska učinkovitost - FZOEU, Hrvatske ceste - HC, Hrvatska agencija za osiguranje depozita - HAOD, Centar za restrukturiranje i prodaju - CERP, HŽ Infrastruktura - HŽI, HŽ Putnički prijevoz – HŽ PP i Hrvatske autoceste – HAC, a u izvanproračunske korisnike iz skupine II. Hrvatska banka za obnovu i razvoj – HBOR, Hrvatska radio televizija – HRT, Fond za financiranje razgradnje NE Krško, Hrvatska turistička zajednica, Državne nekretnine, Hrvatski operator tržišta energije d.o.o. – HROTE i druge manje reklasificirane jedinice.

Lokalna država obuhvaća jedinice lokalne i područne (regionalne) samouprave i proračunske i izvanproračunske korisnike skupine I. i skupine II. lokalnih proračuna, kako je uređeno Zakonom o proračunu. U izvanproračunske korisnike skupine I. ulaze županijske uprave za ceste, a u izvanproračunske korisnike skupine II. Zagrebački električni tramvaj d.o.o. – ZET, turističke zajednice, razvojne agencije, komunalna poduzeća, lučke uprave kao i neke druge manje jedinice koje zadovoljavaju kriterije metodologije ESA 2010.

Fondovi socijalne sigurnosti uključuju sve institucionalne jedinice čija je primarna djelatnost administracija sustava socijalne sigurnosti (Hrvatski zavod za zdravstveno osiguranje, Hrvatski zavod za mirovinsko osiguranje i Hrvatski zavod za zapošljavanje).

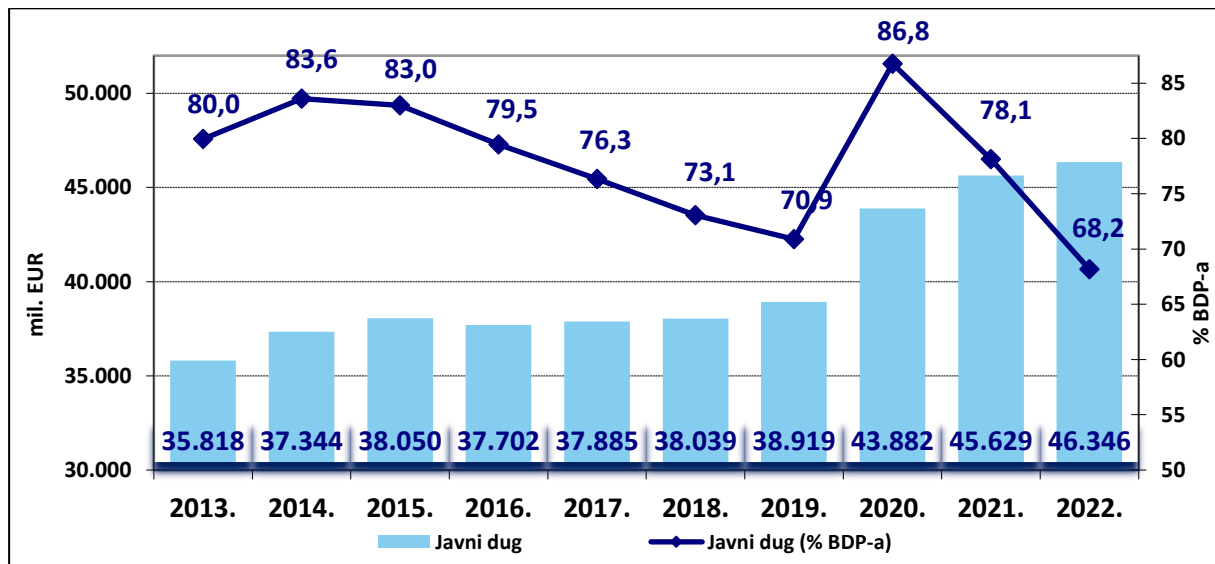
Državni dug u ovom dokumentu predstavlja dio javnog duga s osnova financijskih obveza duga središnjeg proračuna po instrumentima zaduživanja koji se izravno podmiruju iz državnog proračuna, a čine ga: obveznice, trezorski zapisi, krediti i zajmovi.

3. STANJE JAVNOG DUGA I STANJE JAMSTAVA

Prema podacima HNB-a, javni dug je krajem 2022. godine iznosio 46,3 milijardi eura, odnosno 68,2% BDP-a. Pritom je njegov udio u BDP-u smanjen za 10 postotnih bodova u odnosu na prethodnu godinu. Ovakva pozitivna kretanja javnog duga rezultat su nastavaka politike odgovornog vođenja javnih financija i snažnog oporavka cjelokupnog hrvatskog gospodarstva nakon krize uzrokovane pandemijom koronavirusa. Štoviše, u 2022. godini je udio javnog duga u BDP-u pao ispod razine iz 2019. godine, čime je nadoknađeno cjelokupno povećanje udjela javnog duga koje je uzrokovala pandemija koronavirusa.

Nominalni javni dug je u 2022. godini u odnosu na 2021. godinu veći za 717,5 milijuna eura. Na ovu razliku utječe deprecijacija tečaja kune u odnosu na euro te u manjoj mjeri deprecijacija kune u odnosu na dolar. Naime, fiksni tečaj kune koji se koristio prilikom konverzije u euro iznosio je 7,5345, dok je na dan 31. prosinca 2021. godine tečaj bio 7,5172, što predstavlja deprecijaciju od 0,23%. Tečaj kune u odnosu na dolar na dan 31. prosinca 2022. iznosio je 7,064, dok je na dan 31. prosinca 2021. godine bio 6,644, što predstavlja deprecijaciju od 6,33%. Promjena udjela eurskog i dolarskog javnog duga u ukupnom javnom dugu te promjena tečaja kune u odnosu na euro i dolar negativno utječu na nominalni javni dug u iznosu od 79,6 milijuna eura. Ostatak promjene nominalnog javnog duga odnosi se na promjenu depozita jedinica središnje države proizašlih iz većeg zaduživanja (najveći dio odnosi se na SURE instrument) kako bi se iskoristili povoljniji uvjeti na financijskom tržištu zbog očekivanog zaoštavanja monetarne politike odnosno povećanja kamatnih stopa.

Grafikon 1: Kretanje javnog duga u razdoblju 2013. - 2022.



Izvor: HNB, DZS

Usprkos zaoštavanju monetarnih politika središnjih banaka, u okruženju visoke razine likvidnosti i dalje su zadržani pozitivni trendovi prilikom zaduživanja na domaćem i međunarodnom financijskom tržištu. Tome je doprinio i ulazak RH u europodručje početkom 2023. godine. U 2022. godini ostvarene su četiri primarne emisije obveznica: tri na domaćem

te jedna na inozemnom financijskom tržištu. Pri emisijama obveznica ostvarene su zadovoljavajuće niske razine kamatnih stopa po kojima se RH zadužila, unatoč snažnom rastu referentnih kamatnih stopa s ciljem suzbijanja inflacije, a što je pokazatelj snažnog povjerenja domaćih i međunarodnih investitora u fiskalnu i gospodarsku politiku RH. Na domaćem obvezničkom tržištu RH je izdala tri obveznice. Prva obveznica je izdana s rokom dospijeca od osam godina i kuponskom kamatnom stopom od 1,25%. Druga obveznica je izdana s rokom dospijeca od četiri godine i kuponskom kamatnom stopom od 2,125%, dok je treća obveznica izdana s rokom dospijeca od 10 godina i kuponskom kamatnom stopom od 3,375%. Na inozemnom obvezničkom tržištu RH je izdala jednu obveznicu s dospeljem od 10 godina i kuponskom kamatnom stopom od 2,875%.

Domaća komponenta javnog duga povećana je za 4,3% u odnosu na 2021. godinu i iznosi 31,4 milijarde eura, čineći tako udio od 67,8% u ukupnom javnom dugu, dok inozemna komponenta bilježi pad od 3,8% i iznosi 14,9 milijardi eura, odnosno 32,2% ukupnog javnog duga.

Promatrano prema razinama državne vlasti, glavnina javnog duga (96,8%) odnosi se na sektor središnje države u iznosu od 44,9 milijardi eura, dok se ostatak duga od 1,4 milijarde eura odnosi na sektor lokalne države (3%), a 109,1 milijun eura na dug fondova socijalne sigurnosti (0,2%).

Tablica 1: Struktura javnog duga u razdoblju 2016. - 2022.

| mil. EUR | 2016. | 2017. | 2018. | 2019. | 2020. | 2021. | 2022. |
|---|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 1. Unutarnji konsolidirani dug opće države | 23.054 | 23.029 | 24.150 | 26.281 | 29.790 | 30.120 | 31.425 |
| 1.1. Unutarnji dug središnje države* | 22.449 | 22.444 | 23.407 | 25.491 | 28.796 | 28.973 | 30.382 |
| od čega: | | | | | | | |
| HAC | 1.611 | 1.337 | 1.294 | 1.516 | 1.840 | 1.812 | 1.699 |
| ARZ | 285 | 197 | 237 | 253 | 0 | 0 | 0 |
| HC | 1.009 | 473 | 458 | 455 | 493 | 525 | 577 |
| HV | 103 | 76 | 51 | 27 | 94 | 136 | 182 |
| HRT | 50 | 39 | 27 | 21 | 33 | 33 | 41 |
| HŽ INFRASTRUKTURA | 96 | 79 | 86 | 92 | 101 | 97 | 132 |
| HŽ PUTNIČKI PRIJEVOZ | 3 | 2 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| HŽ CARGO | 32 | 28 | 25 | 22 | 19 | 15 | 12 |
| HBOR | 245 | 94 | 133 | 100 | 0 | 0 | 34 |
| DAB | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| FZOEU | 51 | 56 | 57 | 56 | 1 | 1 | 0 |
| CERP | 83 | 44 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| FNOI | 36 | 24 | 12 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| APN | 0 | 21 | 38 | 65 | 110 | 138 | 155 |
| LUČKE UPRAVE | 5 | 5 | 5 | 5 | 7 | 12 | 14 |
| JPP I KONCESIJE | 20 | 48 | 53 | 126 | 473 | 504 | 520 |
| <i>BINA ISTRA</i> | 20 | 48 | 53 | 66 | 411 | 447 | 464 |
| <i>Međunarodna zračna luka Zagreb</i> | 0 | 0 | 0 | 60 | 62 | 58 | 56 |
| OSTALO | 18.821 | 19.921 | 20.930 | 22.752 | 25.625 | 25.698 | 27.017 |
| 1.2. Unutarnji dug fondova socijalne sigurnosti* | 0 | 0 | 0 | 1 | 1 | 1 | 2 |
| 1.3. Unutarnji dug lokalne države* | 606 | 585 | 743 | 789 | 994 | 1.145 | 1.041 |
| od čega: | | | | | | | |
| ZET | 0 | 0 | 125 | 111 | 155 | 143 | 127 |
| LUČKE UPRAVE | 10 | 11 | 11 | 11 | 12 | 12 | 11 |
| TURISTIČKE ZAJEDNICE | 2 | 3 | 3 | 3 | 3 | 3 | 3 |
| JPP Sportski grad TPN "Lora", Split | 8 | 8 | 8 | 8 | 8 | 8 | 8 |
| OSTALO | 586 | 563 | 597 | 656 | 815 | 979 | 893 |
| 2. Inozemni konsolidirani dug opće države | 14.647 | 14.856 | 13.889 | 12.638 | 14.092 | 15.509 | 14.921 |
| 2.1. Inozemni dug središnje države* | 14.598 | 14.809 | 13.842 | 12.589 | 14.042 | 15.460 | 14.823 |
| od čega: | | | | | | | |
| HAC | 1.491 | 978 | 824 | 491 | 583 | 447 | 377 |
| ARZ | 589 | 523 | 414 | 333 | 0 | 0 | 0 |
| HC | 249 | 202 | 183 | 171 | 158 | 142 | 126 |
| HV | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| HRT | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| HŽ INFRASTRUKTURA | 38 | 45 | 42 | 44 | 57 | 56 | 49 |
| HŽ PUTNIČKI PRIJEVOZ | 24 | 14 | 22 | 24 | 51 | 73 | 88 |
| HŽ CARGO | 15 | 23 | 28 | 34 | 38 | 39 | 0 |
| HBOR | 1.925 | 2.163 | 2.006 | 1.956 | 2.122 | 1.995 | 1.846 |
| DAB | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| FZOEU | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| CERP | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| FNOI | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| APN | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| LUČKE UPRAVE | 310 | 303 | 291 | 271 | 243 | 209 | 189 |
| JPP I KONCESIJE | 762 | 707 | 679 | 614 | 336 | 355 | 351 |
| <i>BINA ISTRA</i> | 540 | 480 | 465 | 468 | 195 | 213 | 223 |
| <i>Međunarodna zračna luka Zagreb</i> | 223 | 227 | 214 | 145 | 141 | 143 | 128 |
| OSTALO | 9.194 | 9.852 | 9.353 | 8.652 | 10.454 | 12.144 | 11.796 |
| 2.2. Inozemni dug fondova socijalne sigurnosti* | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 2.3. Inozemni dug lokalne države* | 50 | 47 | 46 | 48 | 50 | 49 | 98 |
| od čega: | | | | | | | |
| ZET | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| LUČKE UPRAVE | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| TURISTIČKE ZAJEDNICE | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| JPP Sportski grad TPN "Lora", Split | 46 | 45 | 45 | 45 | 46 | 45 | 46 |
| OSTALO | 4 | 1 | 1 | 3 | 4 | 4 | 53 |
| UKUPNI KONSOLIDIRANI DUG OPĆE DRŽAVE | 37.702 | 37.885 | 38.039 | 38.919 | 43.882 | 45.629 | 46.346 |

*1. Unutarnji dug opće države = (1.1 + 1.2 + 1.3 - konsolidacijski elementi)

Izvor: HNB

Na kraju 2022. godine unutarnji dug središnje države iznosio je 96,7% ukupnog unutarnjeg konsolidiranog duga opće države. Ukupan unutarnji dug HAC-a i HC-a iznosi 2,3 milijarde eura, ili 7,5% ukupnog unutarnjeg duga središnje države. Najveći dio unutarnjeg duga cestarskog sektora (74,6%) odnosi se na dug HAC-a. U odnosu na kraj 2021. godine navedeni dug cestarskog sektora je manji za 61 milijun eura. Unutarnji dug HŽ Infrastrukture, HŽ Putničkog prijevoza i HŽ Carga iznosi 144 milijuna eura ili 0,5% ukupnog unutarnjeg konsolidiranog duga središnje države te je u odnosu na 2021. godinu veći za 31 milijun eura.

Unutarnji dug proizašao iz javno privatnog partnerstva i koncesija zauzima 1,7% ukupnog unutarnjeg duga središnje države te iznosi 520 milijuna eura. 89,3% navedenog duga odnosi se na BINU ISTRU, a preostali dio na dug Međunarodne zračne luke Zagreb.

Unutarnji dug fondova socijalne sigurnosti iznosi svega 2 milijuna eura, dok unutarnji dug lokalne države iznosi 1 milijardu eura ili 3,3% ukupnog unutarnjeg konsolidiranog duga opće države. U odnosu na 2021. godinu unutarnji dug lokalne države je smanjen za 104 milijuna eura.

Gotovo ukupan inozemni konsolidirani dug opće države na kraju 2022. godine otpada na dug središnje države (99,3%). Ukupan inozemni dug HAC-a i HC-a iznosi 503 milijuna eura ili 3,4% ukupnog inozemnog duga središnje države. U odnosu na 2021. godinu inozemni dug cestara se smanjio za 85 milijuna eura. Inozemni dug HŽ Infrastrukture, HŽ Putničkog prijevoza i HŽ Carga iznosi 137 milijuna eura ili 0,9% ukupnog inozemnog duga središnje države. U odnosu na 2021. godinu navedeni dug se smanjio za 30 milijuna eura.

Inozemni dug HBOR-a iznosi 1,8 milijarde eura te na njega otpada 12,5% ukupnog inozemnog duga središnje države. Dug HBOR-a se tokom 2022. godine smanjio za 150 milijuna eura u odnosu na 2021. godinu.

Na inozemni dug lučkih uprava otpada 1,3% ukupnog inozemnog duga središnje države, te na kraju 2022. godine iznosi 189 milijuna eura.

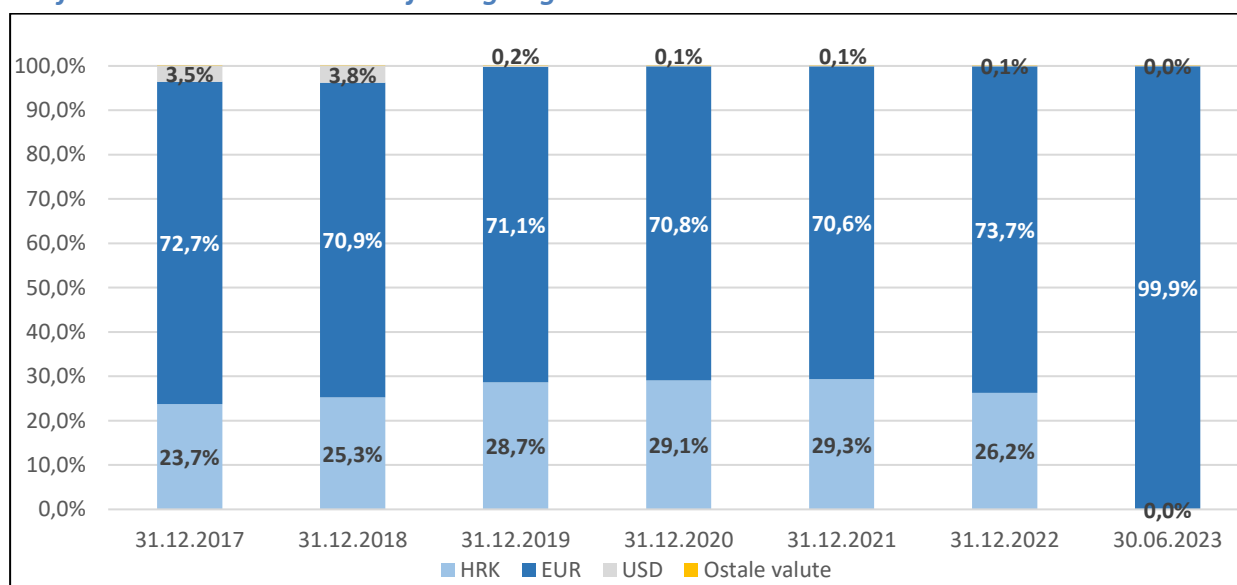
Inozemni dug proizašao iz javno privatnog partnerstva i koncesija zauzima 2,4% ukupnog inozemnog duga središnje države te iznosi 351 milijun eura. Veći dio ovog duga otpada na dug BINA ISTRE, koji iznosi 223 milijuna eura, dok se preostali dio od 128 milijuna eura odnosi na Međunarodnu zračnu luku Zagreb.

Gledajući prema instrumentima zaduživanja, najveći dio javnog duga nastao je zaduživanjem putem dugoročnih vrijednosnih papira, odnosno obveznica (64,2%), a zatim putem kredita (32%) te kratkoročnih vrijednosnih papira (3,8%).

Valutna struktura javnog duga pokazuje kako najznačajniji dio duga denominiranog u eurima iznosi 73,7%, dug denominiran u kunama iznosi 26,2%, a dug denominiran u dolarima 0,05%. Neznatan dio javnog duga od 0,02% denominiran je u ostalim stranim valutama. Udio javnog

duga koji je denominiran u eurima u 2022. godini se povećao i to za 3,1 postotnih bodova u odnosu na 2021. godinu, ponajviše zbog zaduženja krajem godine putem SURE instrumenta, čime su iskorištene povoljnije kamatne stope koje se plaćaju na taj instrument u odnosu na trenutne na financijskom tržištu. Ta sredstva će se koristiti tijekom 2023. godine, čime je izbjegnuta potreba za nepovoljnijim zaduživanjem na financijskom tržištu uslijed zaoštavanja monetarnih politika. Ulaskom RH u europodručje gotovo cjelokupni javni dug otpada na dug u domaćoj valuti, čime je tečajni rizik, kao jedan od najznačajnijih rizika kojem je hrvatski javni dug bio izložen, u potpunosti nestao.

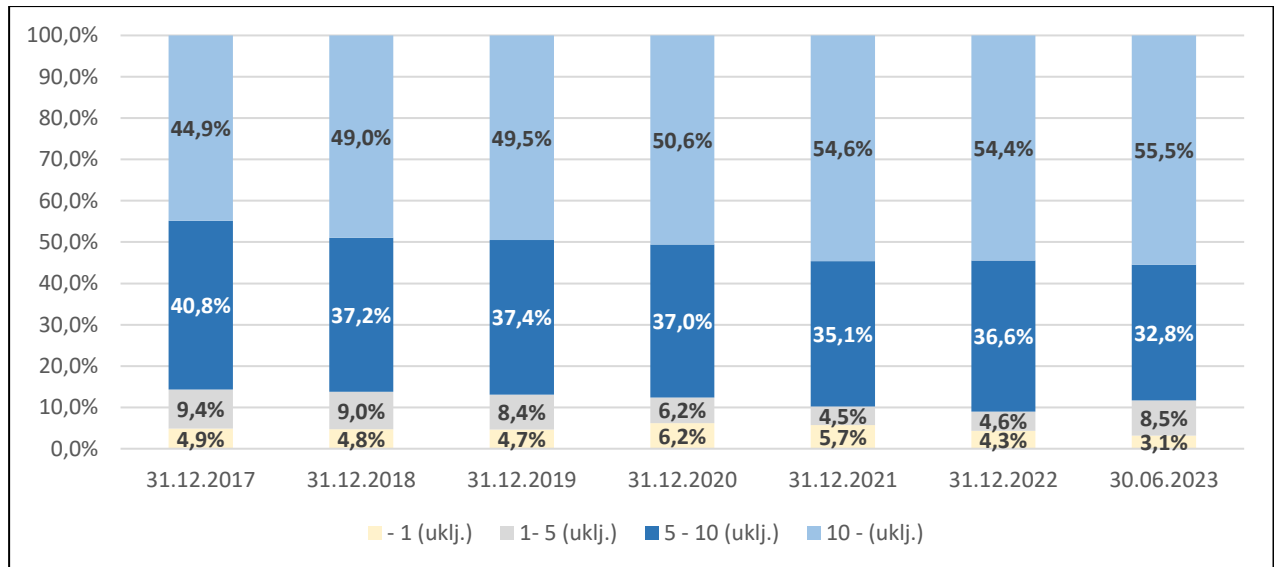
Grafikon 2: Valutna struktura javnog duga 2017. – 2023.



Izvor: HNB

Struktura javnog duga po ročnosti pokazuje da je na kraju 2022. godine udio javnog duga s rokom dospjeća do 1 godine u ukupnom dugu iznosio 4,3%. Udio javnog duga s rokom dospjeća od 1 do 5 godina bio je 4,6%, dok je udio duga s rokom dospjeća od 5 do 10 godina iznosio 36,6%. Na dug s rokom dospjeća iznad 10 godina odnosi se 54,4% ukupnog javnog duga. Dug s rokom dospjeća iznad 10 godina je u 2022. godini bio za 0,2 postotna boda niži nego u 2021. godini, čime je zadržana smanjena negativna izloženost kamatnom riziku, a koja je postignuta odgovornim upravljanjem javnim dugom u proteklim godinama.

Grafikon 3: Ročna struktura javnog duga 2017. – 2023.



Izvor: HNB

Ukupna izdana jamstva RH krajem 2022. godine iznosila su 1,6 milijarde eura, odnosno 2,3% BDP-a te su u odnosu na kraj 2021. godine povećana za 511,6 milijuna eura.

4. STANJE DRŽAVNOG DUGA 2017. – 30.6.2023.

U nastavku je iznesena detaljna struktura i obilježja državnog duga kao referentno polazište, koje će realizacijom planiranog računa financiranja zadržati i/ili unaprijediti sva bitna obilježja ukupnog portfelja javnog duga te pri tom minimizirati negativne učinke globalnih kretanja.

Državni dug u ovom dokumentu predstavlja dio javnog duga koji se izravno podmiruje iz državnog proračuna, a čine ga obveze po sljedećim instrumentima: obveznice, trezorski zapisi, krediti i zajmovi.

4.1. Struktura državnog duga prema vrsti instrumenta

Dug državnog proračuna obuhvaća domaći i inozemni dug. Domaći dug čine obveznice i krediti na domaćem tržištu kapitala te trezorski zapisi, dok se inozemni dug sastoji od obveznica i kredita na međunarodnim financijskim tržištima. Kretanje državnog duga u razdoblju 2017. – 2022. godine prikazano je u Tablici 2.

Tablica 2: Državni dug prema vrsti instrumenata

| | 2017. | | 2018. | | 2019. | | 2020. | | 2021. | | 2022. | | 30.06.2023. | |
|---------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| | mil. EUR | % | mil. EUR | % | mil. EUR | % | mil. EUR | % | mil. EUR | % | mil. EUR | % | mil. EUR | % |
| DOMAĆI DUG | 17.315 | 56,5% | 18.563 | 58,2% | 19.733 | 59,5% | 22.022 | 59,4% | 22.309 | 56,9% | 22.253 | 55,7% | 23.582 | 56,7% |
| 1. Obveznice | 11.094 | 36,2% | 11.788 | 37,0% | 13.413 | 40,5% | 15.740 | 42,4% | 16.166 | 41,3% | 16.443 | 41,2% | 18.321 | 44,1% |
| 2. Trezorski zapisi | 3.806 | 12,4% | 4.063 | 12,7% | 3.545 | 10,7% | 3.061 | 8,3% | 3.191 | 8,1% | 2.697 | 6,8% | 2.159 | 5,2% |
| 3. Krediti | 2.414 | 7,9% | 2.712 | 8,5% | 2.775 | 8,4% | 3.221 | 8,7% | 2.952 | 7,5% | 3.113 | 7,8% | 3.101 | 7,5% |
| INOZEMNI DUG | 13.351 | 43,5% | 13.319 | 41,8% | 13.420 | 40,5% | 15.067 | 40,6% | 16.876 | 43,1% | 17.674 | 44,3% | 17.992 | 43,3% |
| 1. Obveznice | 11.705 | 38,2% | 11.761 | 36,9% | 11.953 | 36,1% | 13.071 | 35,2% | 13.990 | 35,7% | 13.990 | 35,0% | 14.322 | 34,5% |
| 2. Krediti | 1.646 | 5,4% | 1.558 | 4,9% | 1.467 | 4,4% | 1.996 | 5,4% | 2.887 | 7,4% | 3.684 | 9,2% | 3.669 | 8,8% |
| Ukupni državni dug | 30.666 | 100,0% | 31.882 | 100,0% | 33.153 | 100,0% | 37.089 | 100,0% | 39.185 | 100,0% | 39.927 | 100,0% | 41.573 | 100,0% |

Izvor: Ministarstvo financija

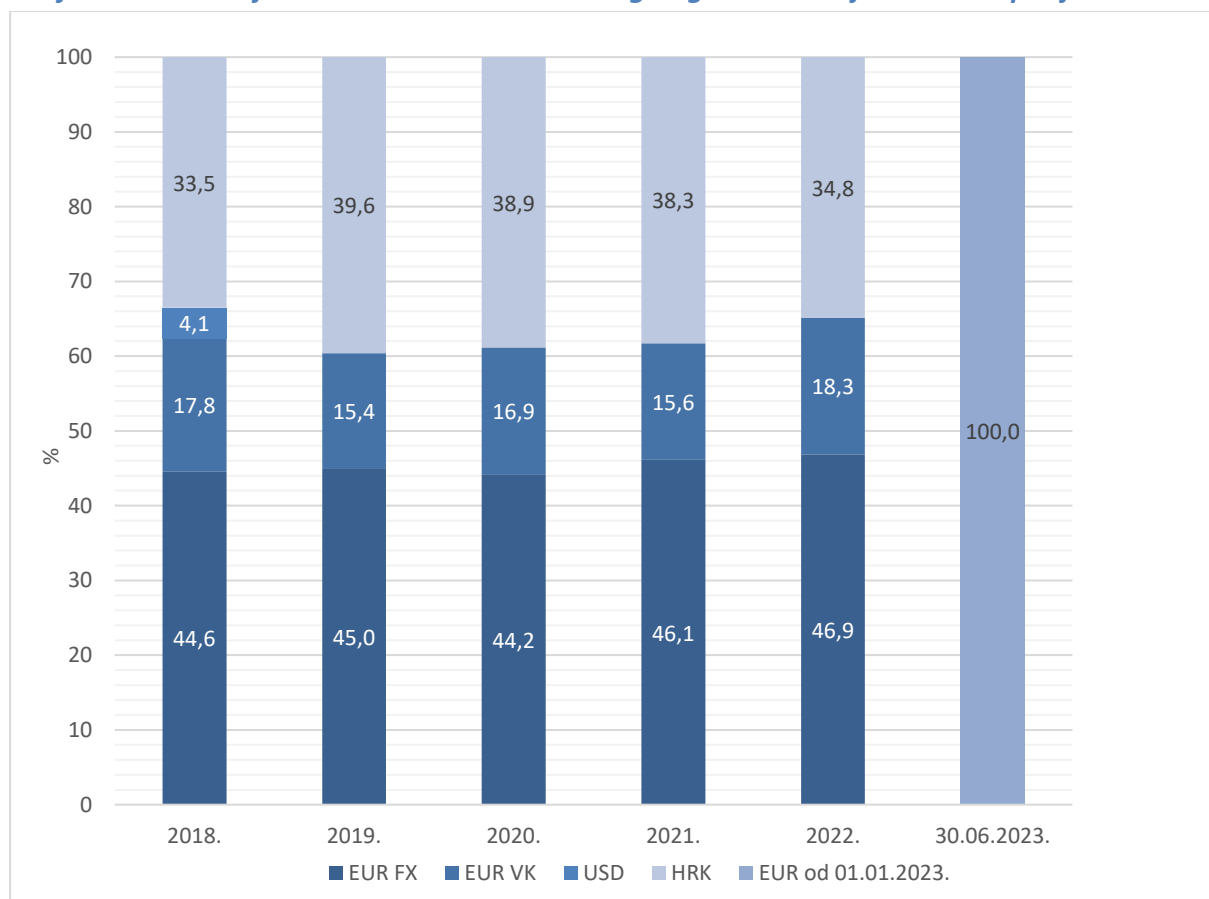
U strukturi državnog duga dolazi do smanjenja komponente s inicijalnim plasmanom na domaćem tržištu za 1,2 postotna boda, odnosno s 56,9% krajem 2021. na 55,7% u 2022. godini. Udio domaćeg duga u prethodnoj 2019. i 2020. godini dosegao je gotovo 60%. U isto vrijeme, udio duga s primarnim plasmanom na međunarodnom tržištu u ukupnom državnom dugu se povećao s 43,1% krajem 2021. godine na 44,3% u 2022. godini. U 2019. i 2020. godini je bio malo iznad 40%.

Gledajući prema instrumentima zaduživanja, najveći dio državnog duga u cijelom promatranom razdoblju činio je dug nastao zaduživanjem putem dugoročnih vrijednosnih papira, odnosno obveznica. U promatranom razdoblju udio obveznica povećao se s 73,9 na 78,5% u ukupnom državnom dugu. Istovremeno udio kredita domaćih poslovnih banaka smanjen je za 1 postotni poen, na 7,5%. Predviđamo da će se taj trend i ubuduće još brže nastaviti daljnjom diverzifikacijom investitora omogućenom ulaskom u europodručje, te razvojem izravnih ulagačkih mogućnosti za građane.

4.2. Valutna struktura državnog duga

Grafikon 5. prikazuje kretanje valutne strukture državnog duga u razdoblju od 2017. do lipnja 2023. godine. Posljednji podaci iz 2022. godine pokazuju kako se udio duga u kunama u ukupnom državnom dugu, u odnosu na početne promatrane godine, povećao s 31,3% na 34,8%. To povećanje je rezultat orijentacije zaduživanja RH na domaćem tržištu kapitala u kunama, što je ujedno pridonijelo razvoju dugoročne krivulje prinosa u nacionalnoj valuti. Udio duga u ukupnom državnom dugu denominiran u eurima potkraj 2022. godine je iznosio 65,2%. Uvođenje eura, kao službene valute u RH od 1. siječnja 2023. godine, praktički je u potpunosti eliminiralo valutni rizik javnog duga (uz postojeći valutni swap), što je povijesno bio jedan od najznačajnijih povezanih rizika identificiranih prethodnim smjernicama upravljanja javnim dugom.

Grafikon 4: Kretanje valutne strukture državnog duga u razdoblju 2017. – lipanj 2023.

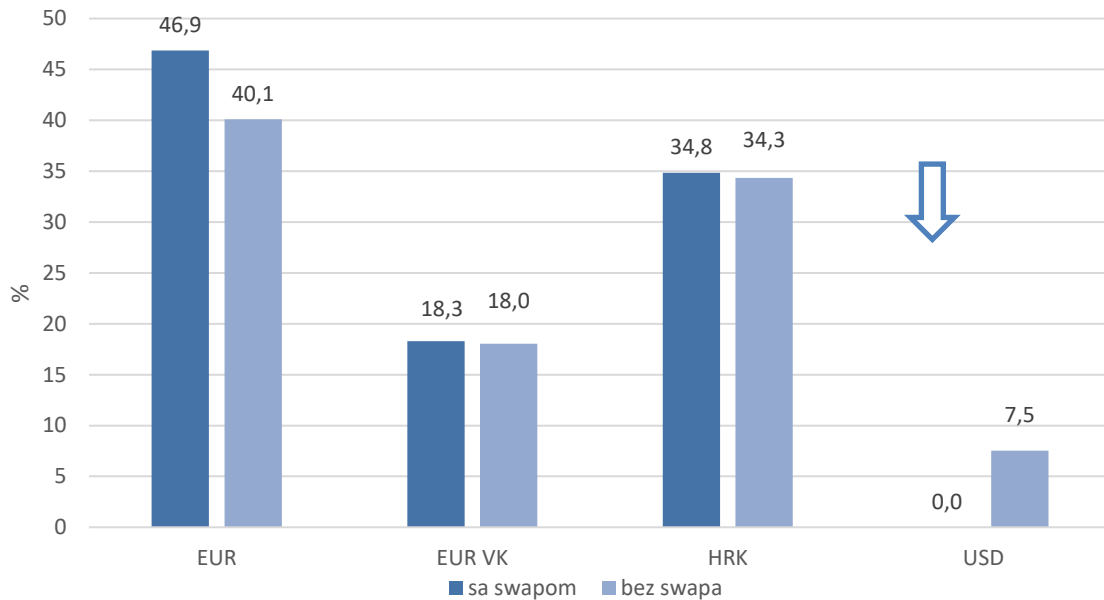


Izvor: Ministarstvo financija

Na Grafikonu 5. prikazano je stanje valutne strukture državnog duga uz primjenu valutnih *swap* transakcija obveznica i simulacija valutne strukture duga bez primjene valutnog *swapa*. Presjekom na dan 31. prosinca 2022. godine, zahvaljujući valutnim *swap* transakcijama,

utvrđene su uštede s obzirom na kretanje tečaja u iznosu od preko 582,4 milijuna eura na iznos glavnice duga, čime su izbjegnute negativne tečajne razlike uslijed volatilnosti tečaja dolara.

Grafikon 5: Valutni swap kao instrument zaštite od valutnog rizika, 31. prosinca 2022.

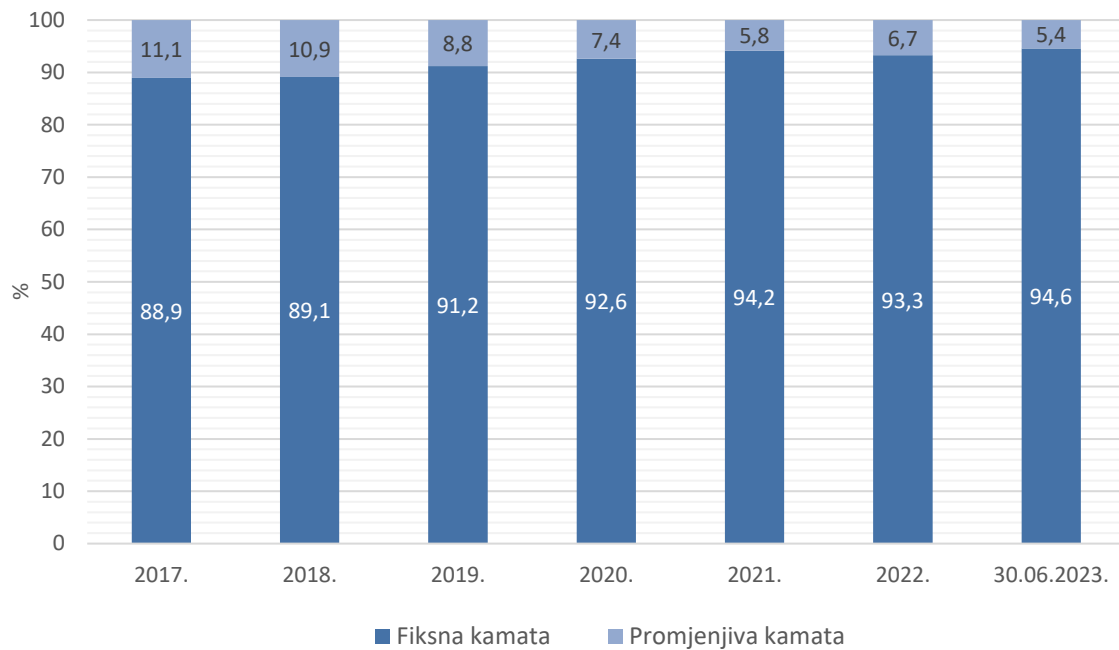


Izvor: Ministarstvo financija

4.3. Kamatna struktura državnog duga

Prema podacima iz lipnja 2023. godine udio duga s fiksnom kamatnom stopom činio je 94,6% dugoročnog duga državnog proračuna, što predstavlja blagi rast od 1,3 postotna boda u odnosu na kraj 2022. godine, kada je iznosio 93,3%. Povećanje udjela duga s fiksnom kamatnom stopom izraženo je u gotovo cijelom promatranom razdoblju i rezultat je orijentacije na zaduživanje putem dugoročnih vrijednosnih papira. Ublažavanje kamatnog rizika državnog duga jedan je od stalnih deklariranih ciljeva smjernica upravljanja javnim dugom. Kretanje strukture dugoročnog državnog duga prema vrsti kamatne stope u razdoblju od 2017. do lipnja 2023. godine prikazano je Grafikonom 6.

Grafikon 6: Struktura dugoročnog državnog duga prema vrsti kamate, 2017. – lipanj 2023.

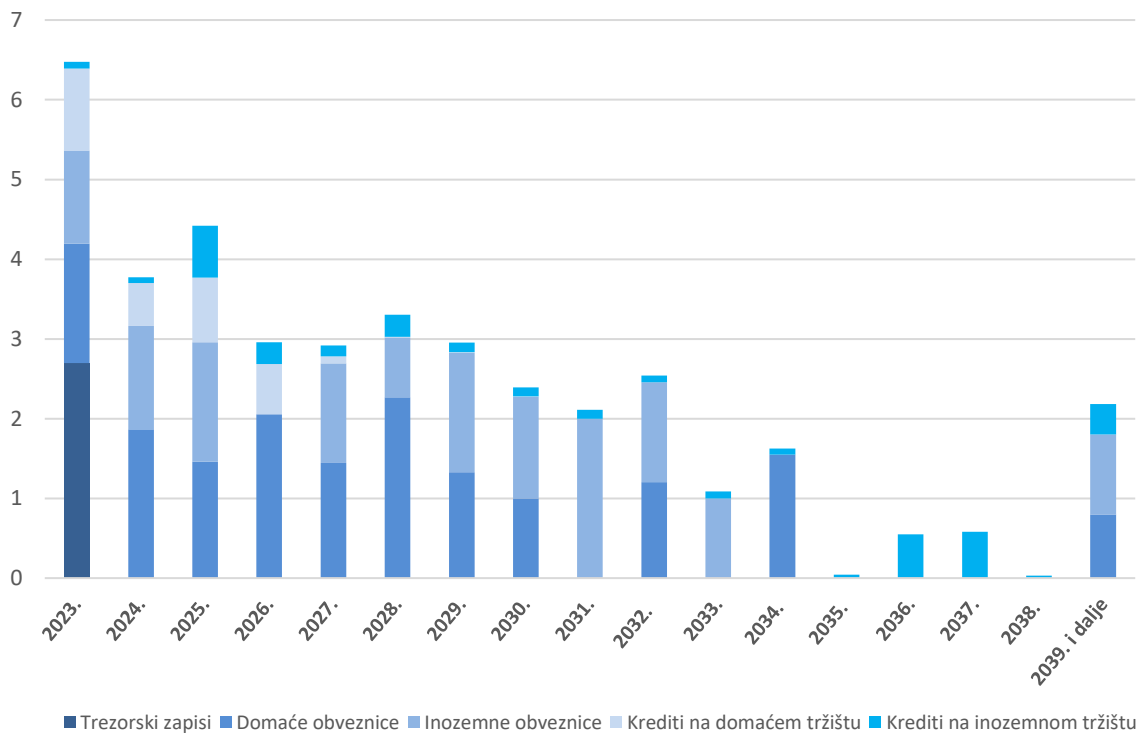


Izvor: Ministarstvo financija

4.4. Ročna struktura državnog duga

Projekcija otplata glavnica domaćeg i inozemnog duga državnog proračuna u razdoblju od 2023. do 2055. godine prikazana je Grafikonom 7. Bez iznosa kratkoročnih dospeljeća, koja su potkraj 2022. godine iznosila 2,697 milijardi eura, u 2023. godini potrebno je otplatiti 3,779 milijardi eura dugoročnih obveza. Kako je važno osigurati ravnomjeran teret otplata u nadolazećem razdoblju, posebna pažnja pridavati će se zadržavanju ujednačenog profila godišnjih dospeljeća glavnica državnog duga.

Grafikon 7: Dospjeća državnog duga u razdoblju 2023. - 2039. (u mlrd. EUR)



Izvor: Ministarstvo financija

5. PREGLED FINANCIJSKOG ZADUŽIVANJA U RAZDOBLJU 2021. – 30.6.2023. GODINE

Ciljevi i svrha zaduživanja propisani su odredbama Zakona o proračunu, prema kojima je osnovni cilj zaduživanja i upravljanja dugom osiguranje financijskih potreba državnog proračuna postizanjem najnižeg srednjoročnog i dugoročnog troška financiranja uz preuzimanje razboritog stupnja rizika. Zaduzivanje se može provesti u zemlji i inozemstvu u opsegu propisanom Zakonom, a gornji iznos novog zaduživanja, kao i obveza s osnove tekućih otplata državnog duga, propisuju se godišnjim zakonima o izvršavanju državnog proračuna.

U nastavku je dan pregled zaduživanja u razdoblju od siječnja 2021. do lipnja 2023. godine koje se odvijalo u skladu s potrebama utvrđenih državnim proračunom. U provedbi zaduživanja vodilo se računa o postizanju najnižeg srednjoročnog i dugoročnog troška financiranja te preuzimanju razboritog stupnja rizika, što se povoljno odrazilo na kamatne stope, kreditni rejting i premiju osiguranja od kreditnog rizika.

5.1. Zaduzivanje putem obveznica

Euroobveznice na međunarodnom tržištu

Republika Hrvatska je u ožujku 2021. godine uspješno realizirala izdanje dvije tranše euroobveznica na međunarodnom financijskom tržištu i to dvanaestogodišnjih i dvadesetogodišnjih obveznica. Obveznice u iznosu 1 milijarde eura su izdane po cijeni od 98,538% nominalnog iznosa uz nepromjenjivi kamatni kupon od 1,125% godišnje, što čini prinos do dospijeca od 1,257%. Obveznice su uplaćene 4. ožujka 2021., a datum dospijeca obveznica je 4. ožujka 2033. godine. Obveznice u iznosu 1 milijarde eura su izdane po cijeni od 99,366% nominalnog iznosa uz nepromjenjivi kamatni kupon od 1,75% godišnje, što čini prinos do dospijeca od 1,788%. Obveznice su uplaćene 4. ožujka 2021. godine, a datum dospijeca obveznica je 4. ožujka 2041. godine. Sredstva prikupljena ovim izdanjem iskoristila su se, između ostalog, za refinanciranje euroobveznica RH u iznosu od 1,5 milijarde dolara, koje su dospjele 24. ožujka 2021. godine. Ova desetogodišnja dolarska obveznica izdana je u ožujku 2011. godine uz nepromjenjivi kamatni kupon 6,375% godišnje. S obzirom na niske kuponske stope ostvarene novim izdanjima biti će ostvarene značajne uštede u smislu troška kamata od preko 21,2 milijuna eura na godišnjoj razini na iznos refinanciranja.

U travnju 2022. godine RH je uspješno realizirala izdanje euroobveznice na međunarodnom financijskom tržištu u iznosu 1,25 milijarde eura. Obveznice su izdane po cijeni od 99,146% nominalnog iznosa uz nepromjenjivi kamatni kupon od 2,875% godišnje, što čini prinos do dospijeca od 2,975%. Kamatni kupon isplaćivati će se jednom godišnje. Obveznice su uplaćene 22. travnja 2022. godine, a datum dospijeca obveznica je 22. travnja 2032. godine. Sredstva prikupljena ovim izdanjem iskoristila su se za financiranje općih potreba državnog proračuna,

koje uključuju refinanciranje euroobveznica RH dospjeća 30. svibnja 2022. godine, nominalnog iznosa 1,25 milijardi eura, a koje su nosile kamatu od 3,875%.

Republika Hrvatska je u lipnju 2023. Godine uspješno realizirala izdanje euroobveznice na međunarodnom financijskom tržištu u iznosu 1,5 milijardi eura. Obveznice su izdane po cijeni od 99,560% nominalnog iznosa uz nepromjenjivi kamatni kupon od 4,000% godišnje, što čini prinos do dospjeća od 4,047%. Kamatni kupon isplaćivat će se jednom godišnje. Obveznice su uplaćene 14. lipnja 2023., a datum dospjeća obveznica je 14. lipnja 2035.

Na međunarodnom tržištu kapitala kotira ukupno jedanaest izdanja obveznica od čega jedno izdanje denominirano u dolarima te deset izdanja denominirano u eurima. Tablica 3. daje pregled aktivnih međunarodnih obveznica RH krajem lipnja 2023. godine. Uz svaku pojedinačnu seriju obveznice naznačen je datum izdavanja, valuta, iznos izdanja, kamatni kupon te datum dospjeća otplate. Zbog potrebe otklanjanja valutnog rizika na dolarske obveznice sklopljena je valutna *swap* transakcija, čime se emitirane dolarske obveznice i pripadajuće kamate po unaprijed fiksiranom omjeru USD/EUR prebacuju u eurske obveze, što je s obzirom na manju volatilnost EUR/HRK eliminiralo rizik nepovoljnih valutnih promjena.

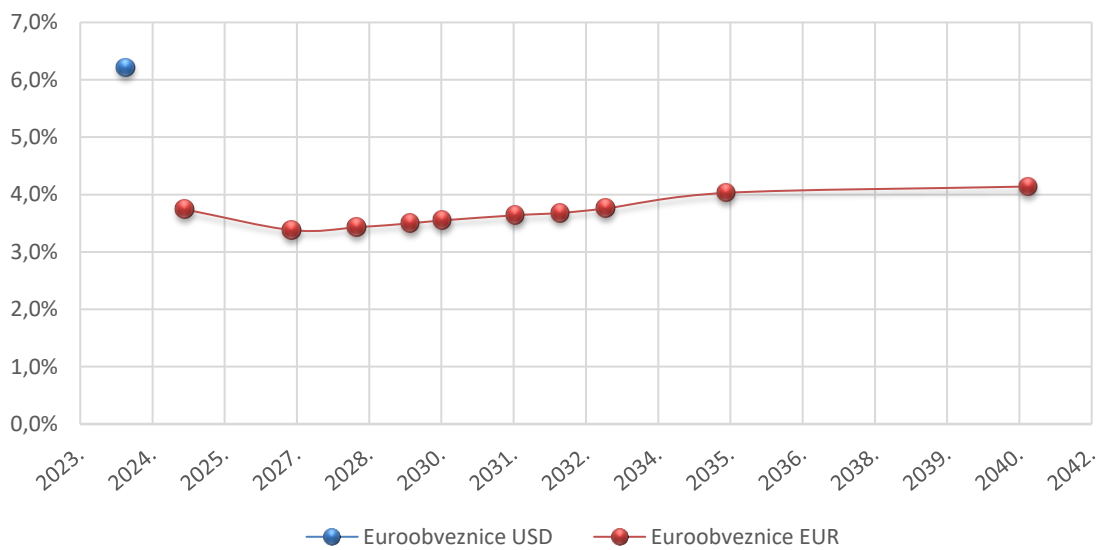
Tablica 3: Pregled aktivnih međunarodnih obveznica RH, na dan 30. lipnja 2023.

| Obveznica | Datum izdanja | Valuta | Iznos(milijuni) | Kamatna stopa | Dospijeće |
|------------------------------|---------------|------------|-----------------|---------------|-------------|
| Međunarodne obveznice | | | | | |
| Euro-USD VI D 2024 (swap) | 26.11.2013. | USD | 1.750 | 6,000% | 26.01.2024. |
| Euro-EUR X | 11.03.2015. | EUR | 1.500 | 3,000% | 11.03.2025. |
| Euro-EUR XI | 20.03.2017. | EUR | 1.250 | 3,000% | 20.03.2027. |
| Euro-EUR XIII | 15.06.2018. | EUR | 750 | 2,700% | 15.06.2028. |
| Euro-EUR XIV | 19.06.2019. | EUR | 1.500 | 1,125% | 19.06.2029. |
| Euro-EUR XII | 27.11.2017. | EUR | 1.275 | 2,750% | 27.01.2030. |
| Euro-EUR XV | 17.06.2020. | EUR | 2.000 | 1,500% | 17.06.2031. |
| Euro-EUR XVIII | 22.04.2022. | EUR | 1.250 | 2,875% | 22.04.2032. |
| Euro-EUR XVI | 04.03.2021. | EUR | 1.000 | 1,125% | 04.03.2033. |
| Euro-EUR XIX | 14.06.2023. | EUR | 1.500 | 4,000% | 14.06.2035. |
| Euro-EUR XVII | 04.03.2021. | EUR | 1.000 | 1,750% | 04.03.2041. |
| Ukupno | | EUR | 13.025 | | |
| | | USD | 1.750 | | |

Izvor: Ministarstvo financija

Nova izdanja obveznica pridonijela su razvoju krivulja prinosa obveznica RH. U nastavku, Grafikonom 8. prikazane su krivulje prinosa inozemne obveznice, a točke na krivuljama prinosa državnih obveznica prikazuju tražene prinose po pojedinim dospjećima.

Grafikon 8: Krivulja prinosa inozemnih obveznica, lipanj 2023.



Izvor: Ministarstvo financija

Obveznice uz plasman na domaćem tržištu kapitala

Republika Hrvatska zastupana po Ministarstvu financija je 30. lipnja 2021. godine donijela Odluku o izdavanju obveznica uz plasman na domaćem tržištu kapitala, u iznosu od 1,195 milijardi eura (odnosno 9 milijardi kuna). Obveznice su izdane po cijeni 99,774% nominalnog iznosa. Obveznice su uplaćene 5. srpnja 2021. godine, a dospijeće obveznica je 5. srpnja 2028. Kamatni kupon je nepromjenjiv i iznosi 0,50%, a isplaćivati će se polugodišnje. Sredstva ostvarena ovim zaduženjem koristila su se, između ostalog, za otplatu iznosa 6 milijardi kuna obveznica koje su dospjele 8. srpnja 2021. godine. Ova petogodišnja obveznica izdana je u srpnju 2016. godine uz nepromjenjivi kamatni kupon od 2,75% godišnje.

U veljači 2022. godine RH je uspješno realizirala izdanje obveznica uz plasman na domaćem tržištu kapitala u iznosu 1 milijarde eura. Obveznice su izdane po cijeni 98,943% nominalnog iznosa, uz nepromjenjivi kamatni kupon od 1,25% godišnje, što čini prinos do dospijeća od 1,39% godišnje. Kamatni kupon isplaćivati će se polugodišnje. Datum izdanja, odnosno uvrštenja obveznica u usluge depozitorija, poravnanja i namire Središnjeg klirinškog depozitarnog društva d.d. (u daljnjem tekstu: SKDD) je 4. veljače 2022. godine, a dospijeće obveznica je 4. veljače 2030. godine. Sredstva prikupljena ovim izdavanjem upotrijebljena su primarno za otplatu obveznica u iznosu od 500 milijuna eura uz valutnu klauzulu, dospijeća 5. veljače 2022. godine i obveznica u nominalnom iznosu od 3 milijarde kuna dospijeća 7. veljače 2022. godine te za financiranje općih potreba državnog proračuna.

Republika Hrvatska je u srpnju 2022. godine na domaćem tržištu kapitala realizirala izdanje dvije tranše obveznica, prvu dospijeća 2026. godine u nominalnom iznosu od 400 milijuna

eura, uz prinos do dospijeća 2,17% godišnje te drugu dospijeća 2032. godine u nominalnom iznosu od 800 milijuna eura, uz prinos od 3,47% godišnje. Datum izdanja, odnosno uvrštenja obveznica u usluge depozitorija, poravnanja i namire SKDD-a je 15. srpnja 2022. godine. Sredstva prikupljena ovim izdanjima obveznica većim dijelom su se koristila za refinanciranje postojećeg izdanja obveznica, dospijeća 22. srpnja 2022. godine, u ukupnom nominalnom iznosu od 1 milijarde eura. Ove desetogodišnje obveznice su izdane u srpnju 2011. godine uz nepromjenjivi kamatni kupon od 6,5% godišnje, što implicira uštedu na kamatama u približnom iznosu od 36 milijuna eura, promatrano na godišnjoj razini u odnosu na iznos refinanciranja.

U ožujku 2023. godine Republika Hrvatska, zastupana po Ministarstvu financija, realizirala je na domaćem tržištu kapitala inauguralno izdanje obveznica dospijeća 2025. godine u nominalnom iznosu od EUR 1,85 milijardi namijenjenih, osim institucionalnim ulagateljima, i fizičkim osobama.

Upis obveznica provodio se u dva kruga pri čemu je prvi krug bio namijenjen za fizičke osobe (hrvatski državljani te strani državljani rezidenti u Republici Hrvatskoj), dok je drugi krug bio predviđen za institucionalne investitore. Navedeno izdanje Obveznica predstavlja najveću investiciju fizičkih osoba u jedan vrijednosni papir izdan putem javne ponude u povijesti hrvatskog tržišta kapitala pri čemu je više od 44.000 ulagatelja ukupno upisalo 1.335.427.581 eura obveznica. Obveznice su izdane po cijeni 100,00% nominalnog iznosa uz nepromjenjivi kamatni kupon od 3,65% godišnje. Kamatni kupon isplaćivat će se godišnje. Datum izdanja, odnosno uvrštenja obveznica u usluge depozitorija, poravnanja i namire Središnjeg klirinškog depozitarnog društva d.d. je 8. ožujka 2023., a dospijeće obveznica je 8. ožujka 2025. godine. Sredstva prikupljena ovim izdanjem upotrijebljena su primarno za otplatu međunarodnih obveznica iznosa 1,5 milijarde dolara (swap), dospijeća 4. travnja 2023. te za financiranje općih potreba državnog proračuna.

Na domaćem tržištu kapitala kotira ukupno sedamnaest izdanja obveznica od čega je šest izdanja bilo u eurima s valutnom klauzulom, deset izdanja denominirano je u kunama i izdanje iz lipnja 2023. godine izravno u eurima. Tablica 4. daje pregled aktivnih domaćih obveznica Republike Hrvatske na dan 30. lipnja 2023. godine. Uz svaku pojedinačnu seriju obveznice naznačen je datum izdavanja, valuta i iznos izdanja te kamatna stopa i datum dospijeća otplate.

Tablica 4: Pregled aktivnih domaćih obveznica RH, na dan 30. lipnja 2023.

| Obveznica | Datum izdavanja | Valuta | Iznos (milijuni) | Kamatna stopa | Dospijeće |
|-------------------------|-----------------|------------|------------------|---------------|-------------|
| Domaće obveznice | | | | | |
| RHMF-O-23BA | 27.11.2017. | EUR* | 1.500 | 1,750% | 27.11.2023. |
| RHMF-O-247E | 10.07.2013. | EUR | 1.400 | 5,750% | 10.07.2024. |
| RHMF-O-24BA | 27.11.2019. | EUR* | 465 | 0,250% | 27.11.2024. |
| RHMF-O-253A | 03.03.2020. | EUR* | 664 | 0,250% | 03.03.2025. |
| RHMF-O-253B | 08.03.2023. | EUR | 1.850 | 3,650% | 08.03.2025. |
| RHMF-O-257A | 09.07.2015. | EUR* | 796 | 4,500% | 09.07.2025. |
| RHMF-O-267E | 15.07.2022. | EUR | 400 | 2,125% | 15.07.2026. |
| RHMF-O-26CA | 14.12.2015. | EUR* | 1.654 | 4,250% | 14.12.2026. |
| RHMF-O-275E | 05.05.2020. | EUR | 1.445 | 0,750% | 05.05.2027. |
| RHMF-O-282A | 07.02.2017. | EUR* | 1.074 | 2,875% | 07.02.2028. |
| RHMF-O-287A | 05.07.2021. | EUR* | 1.195 | 0,500% | 05.07.2028. |
| RHMF-O-297A | 09.07.2018. | EUR* | 1.327 | 2,375% | 09.07.2029. |
| RHMF-O-302E | 04.02.2022. | EUR | 1.000 | 1,250% | 04.02.2030. |
| RHMF-O-327A | 07.07.2017. | EUR** | 405 | 3,250% | 07.07.2032. |
| RHMF-O-327E | 15.07.2022. | EUR | 800 | 3,375% | 15.07.2032. |
| RHMF-O-34BA | 27.11.2019. | EUR** | 1.547 | 1,000% | 27.11.2034. |
| RHMF-O-403E | 03.03.2020. | EUR | 800 | 1,250% | 03.03.2040. |
| Ukupno | | EUR | 18.322 | | |

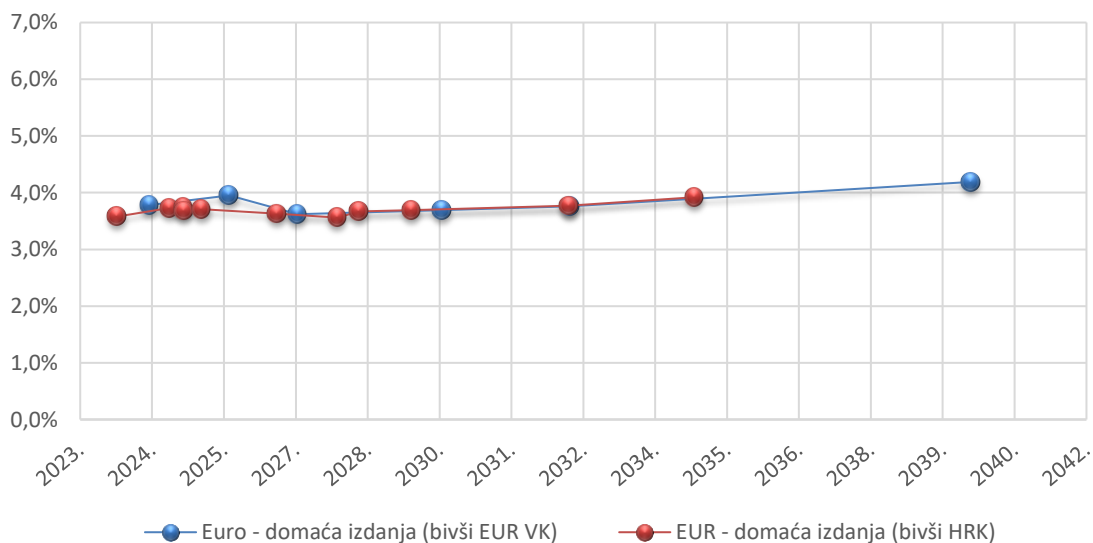
*izdanje u HRK

** izdanje u HRK i indeksirano na kretanje tečaja HRK prema EUR

Izvor: Ministarstvo financija

Nova izdanja obveznica pridonijela su razvoju krivulja prinosa obveznica RH. U nastavku, Grafikonom9. prikazane su krivulje prinosa domaćih obveznica, a točke na krivuljama prinosa državnih obveznica prikazuju tražene prinose po pojedinim dospeljima.

Grafikon 9: Krivulja prinosa domaćih obveznica, lipanj 2023.



Izvor: Ministarstvo financija

5.2. Zaduživanja putem dugoročnih kredita

Radi izvršenja izdataka utvrđenih Zakonom o izvršavanju Državnog proračuna, RH se u lipnju 2021. godine zadužila putem dugoročnih kredita u približnom iznosu od 663 milijuna eura, uz fiksnu kamatnu stopu. Glavnica kredita u iznosu od 398 milijuna eura, uz fiksnu kamatnu stopu od 0,298% godišnje, jednokratno će se otplatiti 31. srpnja 2026. godine. Kredit u iznosu od 265 milijuna eura, uz fiksnu kamatnu stopu 0,198% godišnje, dospijeva 30. lipnja 2026. godine, a glavnica se otplaćuje u jednakim polugodišnjim ratama, počevši 31. prosinca 2021. godine.

U 2022. godini, do kraja rujna, RH se zadužila putem četiri dugoročna kredita na domaćem financijskom tržištu. Zaduzenja u ožujku u iznosu od 360 i 200 milijuna eura, uz valutnu klauzulu, bila su uz promjenjivu kamatnu stopu jednaku zbroju šestomjesečnog EURIBOR-a i marže u iznosu od 0,45% godišnje, odnosno 0,27% godišnje. Glavnice će se otplaćivati u jednakim polugodišnjim ratama, gdje zadnja rata dospijeva 30. travnja 2027. godine, odnosno 31. ožujka 2026. godine. U istom mjesecu je i zaduzenje u iznosu od 120 milijuna eura, ali fiksnu kamatnu stopu od 0,50% godišnje te polugodišnji obračun i otplatu. Glavnica će se otplaćivati u osam jednakih polugodišnjih rata počevši 7. listopada 2022. godine, uz konačnu otplatu 7. travnja 2026. godine.

U lipnju 2022. godine provedeno je zaduzenje u iznosu od 18 milijuna eura, u svrhu otkupa dijela potraživanja HBOR-a po ugovorima o kreditima. Kamatna stopa je fiksna, 0,36% godišnje, uz kvartalni obračun i plaćanje. Glavnica će se otplaćivati u šesnaest jednakih tromjesečnih rata, počevši 30. rujna 2022. godine, uz krajnji povrat 30. lipnja 2026. godine.

Krajem 2022. godine, RH se zadužila putem dva dugoročna kredita za dodatnih 350 milijuna eura, od čega 150 milijuna eura uz varijabilnu, a 200 milijuna eura uz fiksnu kamatnu stopu. Glavnice se otplaćuje u jednakim polugodišnjim ratama, pri čemu zadnja rata dospijeva 16. prosinca 2026. godine, odnosno 31. prosinca 2027. godine.

Početakom 2023. godine provedena su zaduzenja putem tri dugoročna kredita u ukupnom iznosu 640 milijuna eura. Za zaduzenje u iznosu 240 milijuna eura kamatna stopa je nepromjenjiva i iznosi 3,152% godišnje. Glavnica se otplaćuje u osam jednakih polugodišnjih rata počevši 30. lipnja 2023. Te konačnu otplatu 31. prosinca 2026. godine. Za kredit u iznosu 100 milijuna eura, kamatna stopa je promjenjiva, jednaka zbroju šestomjesečnog EURIBOR-a i marže u iznosu od 0,13% godišnje. Glavnica se otplaćuje u osam jednakih polugodišnjih rata uz konačnu otplatu 27. siječnja 2027. godine.

Za zaduzenje u iznosu 300 milijuna eura kamatna stopa je fiksna, 3,234% godišnje, uz polugodišnji obračun i plaćanje. Glavnica se otplaćuje u jednakim polugodišnjim ratama s konačnim dospijecem 31. siječnja 2028. godine.

Zaduživanje putem dugoročnih kredita tijekom 2021., 2022. i prvog polugodišta 2023. godine prikazano je u Tablici 5.

Tablica 5: Zaduzivanje putem dugoročnih kredita

| Datum izdanja | Valuta | Iznos (mil.) | Kamatna stopa | Obračun i otplata glavnice | Datum dospjeća |
|---------------|--------|--------------|--------------------|-------------------------------|----------------|
| 25.06.2021. | EUR* | 398 | 0,298% | jednokratno | 31.07.2026. |
| 25.06.2021. | EUR* | 265 | 0,198% | polugodišnje | 30.06.2026. |
| 29.03.2022. | EUR | 360 | 0,45% + 6m EURIBOR | polugodišnje | 30.04.2027. |
| 30.03.2022. | EUR | 200 | 0,27% + 6m EURIBOR | polugodišnje | 31.03.2026. |
| 30.03.2022. | EUR | 120 | 0,5% | polugodišnje | 07.04.2026. |
| 26.05.2022. | EUR* | 18 | 0,36% | kvartalno | 30.06.2026. |
| 16.12.2022. | EUR | 150 | 0,13% + 6m EURIBOR | polugodišnje | 16.12.2026. |
| 26.12.2022. | EUR | 200 | 2,904% | polugodišnje | 31.12.2027. |
| 26.01.2023. | EUR | 300 | 3,234% | polugodišnje | 31.01.2028. |
| 27.01.2023. | EUR | 100 | 0,13% + 6m EURIBOR | polugodišnje | 27.01.2027. |
| 27.01.2023. | EUR | 240 | 3,152% | jednokratno | 31.12.2026. |

* Izdanje u HRK

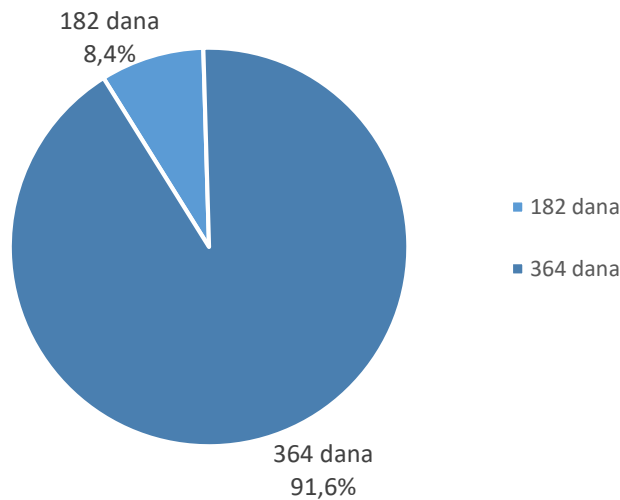
Izvor: Ministarstvo financija

5.3. Zaduzivanja putem aukcija trezorskih zapisa

Ministarstvo financija provodi aukcije trezorskih zapisa u skladu s Pravilima i uvjetima aukcija trezorskih zapisa koristeći se elektroničkim aukcijskim sustavom Bloomberg (BAS).

Na aukcijama trezorskih zapisa najveći je interes za trezorske zapise s rokom dospjeća od 364 dana. U ukupnom nominalnom iznosu upisanih trezorskih zapisa od 2,16 milijardi eura, udio trezorskih zapisa s rokom dospjeća od 364 dana krajem lipnja 2023. godine iznosio je čak 91,6%. Struktura upisanih trezorskih zapisa na dan 30. lipnja 2023. godine prikazana je Grafikonom10.

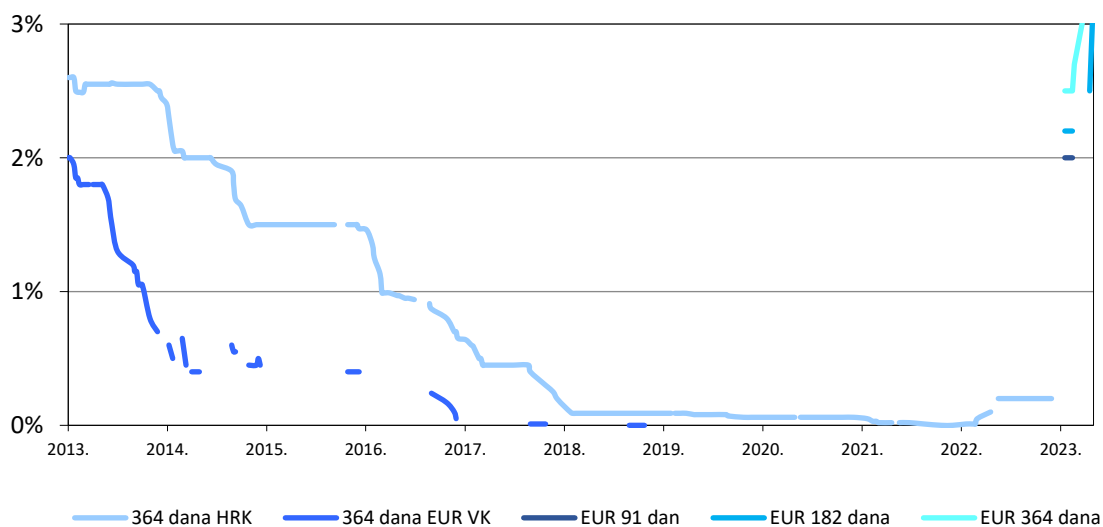
Grafikon 10: Struktura trezorskih zapisa na dan 30. lipnja 2023.



Izvor: Ministarstvo financija

Grafikonom 11. prikazano je kretanje kamatnih stopa na trezorske zapise različitih rokova dospjeća u razdoblju od 2013. do kraja lipnja 2023. godine. Zamjetno je kontinuirano smanjenje kamatnih stopa po svim vrstama izdanja do kraja 2022. godine, koje su u prosincu na kunske trezorske zapise s rokom dospjeća od 364 dana iznosile 0,20%, 0,10% s rokom dospjeća od 182 dana i 0,08% s rokom dospjeća od 91 dan. Pored toga, u razdoblju od 2018. do 2022. godine trezorski zapisi s valutnom klauzulom i rokom dospjeća od 364 dana izdani su po nominalnoj cijeni ili uz negativne kamatne stope. Nakon ulaska RH u eurozonu početkom 2023. godine, na aukcijama trezorskih zapisa koje su održane do kraja lipnja 2023. godine ostvarene su znatno više kamatne stope, točnije 2,00% s rokom dospjeća od 91 dan, 3,20% s rokom dospjeća od 182 dana i 3,50% s rokom dospjeća od 364 dana.

Grafikon 11: Kamatne stope na trezorske zapise u razdoblju 2013. – 2022.



Izvor: Ministarstvo financija

6. KREDITNI REJTING REPUBLIKE HRVATSKE

Kreditni rejting države je pokazatelj njene sposobnosti i spremnosti u otplati vanjskog i unutarnjeg duga. Poput ostalih oblika rejtinga i on uključuje procjenu relativne vjerojatnosti hoće li doći do neispunjenja ugovornih obveza. Kreditni rejting države namijenjen je prvenstvenog potencijalnim inozemnim investitorima - kao slika stanja i perspektive nacionalnog gospodarstva koja usmjerava njihovu odluku o ulaganju. O dodijeljenom kreditnom rejtingu ovise i uvjeti zaduživanja države. Povoljniji ili nepovoljniji uvjeti odredit će visinu kamatne stope na zaduživanja, a promjene kreditnog rejtinga utječu na kretanja prinosa državnih obveznica na tržištu kapitala.

U procesu definiranja kreditnog rejtinga države, kreditne agencije koriste kvantitativne i kvalitativne procjene. Također, navode brojne ekonomske, socijalne i političke čimbenike koji se pri tome uzimaju u obzir. Važnost pojedinih čimbenika nije fiksna već se mijenja, kao odgovor na promjenjive makroekonomske okolnosti. Neki od ključnih čimbenika uključuju dohodak po stanovniku, rast realnog BDP-a, fiskalni saldo kao i saldo na tekućem računu platne bilance, vanjski dug, povijest ispunjenja ugovornih obveza, političku stabilnost, stopu korupcije, geopolitički rizik te transparentnost u donošenju odluka i njihovom provođenju.

Tri najpoznatije agencije su Moody's Investors Service (u daljnjem tekstu: Moody's), Standard & Poor's (u daljnjem tekstu: S&P) i Fitch Ratings (u daljnjem tekstu: Fitch), koje izdaju kreditne rejtinge koristeći različite simbole za utvrđivanje kreditnog rizika. Agencije Fitch i S&P dugoročni rejting ocjenjuju ocjenama raspona od AAA do D. Sve kategorije, osim AAA, CC, C i D, kvantificirane su i predznakom plus ili minus, pri čemu se plus dodjeljuje najvišem rejtingu u kategoriji, a minus najnižem. Dugoročni rejtingi agencije Moody's kreću se u rasponu od Aaa do C. Sve kategorije osim Aaa, Ca i C imaju dodane brojeve od jedan do tri. Broj jedan dodjeljuje se najvišem rejtingu u kategoriji, a broj tri najnižem.

Uz odgovarajući simbol koristi se još jedan pokazatelj, tzv. *outlook* (ekonomski izgledi tj. očekivanja) - mogući trend promjene kreditnog rejtinga države. Outlook može bit pozitivan, stabilan ili negativan i odražava mogućnost promjena financijskih i drugih ekonomskih trendova u kraćem roku, obično od jednog do tri mjeseca. Utvrđeni rangovi rejtinga agencija podijeljeni su u dva razreda, investicijski i spekulativni.

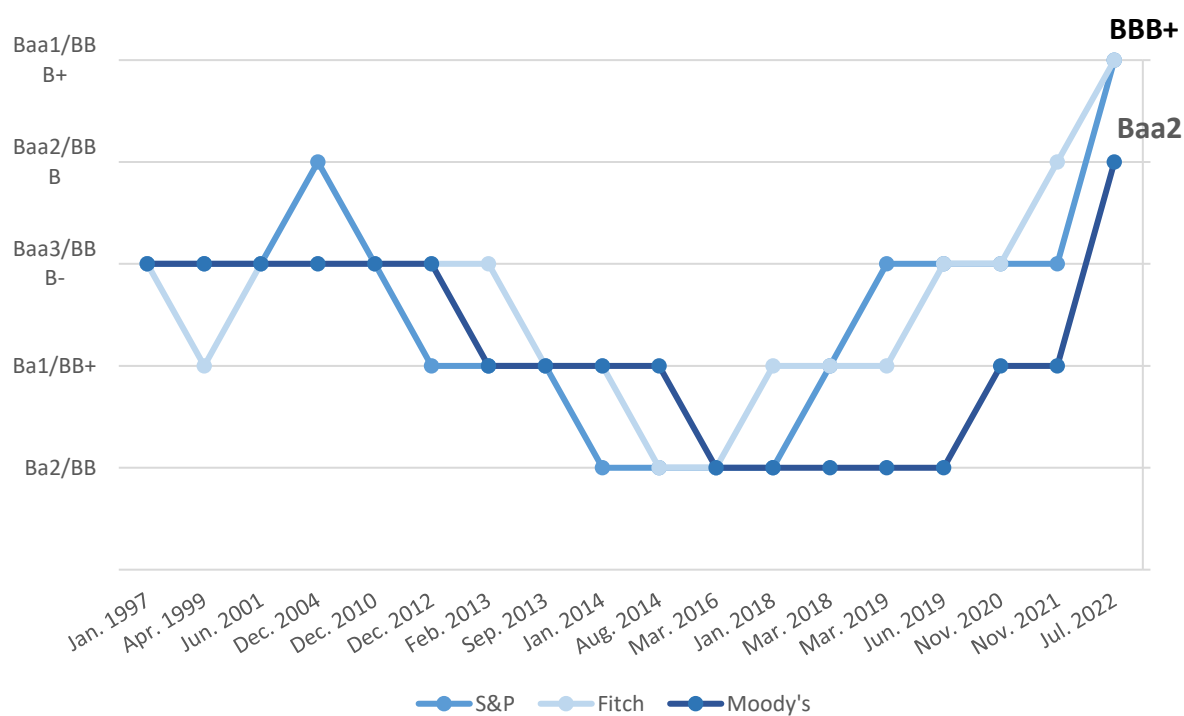
RH ima ocjene kreditnog rejtinga gore navedenih triju vodećih agencija za procjenu kreditne sposobnosti, ali i od japanske rejting agencije Rating & Investment Information. Ova posljednja specijalizirana je za dodjelu rejting ocjena izdavatelja vrijednosnih papira u Japanu. Spomenute agencije svake godine obavljaju provjeru dodijeljenog kreditnog rejtinga.

Od 1997. godine, kada je prvi puta ocijenjena, RH se kontinuirano nalazila u investicijskom razredu s uglavnom stabilnim izgledima za zadržavanje postojećeg rejtinga. Negativna očekivanja nastupila su početkom krize, slabijim izgledima za gospodarski rast, pojavom jačih fiskalnih neravnoteža te velikim porastom javnog duga, čime je došlo do pogoršanja kreditnog rejtinga. Tako se RH od 2012. godine (S&P), odnosno 2013. godine (Moody's, Fitch) nalazila u neinvesticijskom razredu (tzv. „smeće“, engl. junk). U narednim godinama rejting se i dalje zadržao na niskim razinama. U prosincu 2016. godine S&P unaprijedio je procjenu kretanja kreditnog rejtinga iz negativnog u stabilni temeljem ostvarenih makroekonomskih i fiskalnih pokazatelja. Tijekom 2017. godine sve tri vodeće rejting agencije poboljšale su izgleda za hrvatski kreditni rejting. U siječnju 2018. godine Fitch je poboljšao kreditni rejting RH s 'BB' na 'BB+' uz stabilne izgleda, zahvaljujući rastu gospodarstva, snažnoj turističkoj sezoni i poboljšanju javnih financija. Nadalje, u ožujku 2018. godine je i agencija S&P podigla rejting RH s 'BB' na 'BB+' uz stabilne izgleda, prije svega zbog daljnjeg smanjenja javnog duga i poboljšane fiskalne pozicije kojoj doprinosi ekonomski oporavak, ali i provedena porezna reforma iz 2017. godine. Daljnja pozitivna fiskalna kretanja, poboljšanje inozemne pozicije zemlje te nastavak inozemnog razduživanja gospodarstva kao i snažan rast deviznih pričuva, utjecali su na nove odluke rejting agencija Fitch i S&P kojima su u srpnju, odnosno rujnu 2018. godine poboljšali izgleda za rejting sa stabilnih na pozitivne. U prosincu 2018. godine agencija Fitch je zadržala hrvatski kreditni rejting na 'BB+', a izgleda pozitivnima.

Nakon što su u ožujku i lipnju 2019. rejting agencije S&P i Fitch podigle kreditni rejting RH na razinu investicijskog „BBB-“, uz stabilne odnosno pozitivne izgleda, prvenstveno zahvaljujući poboljšanoj fiskalnoj poziciji uslijed snažnog ograničenja rashoda, manjih troškova za kamate, povećanih prihoda te povoljnih makroekonomskih uvjeta, isti je od strane S&P-a tijekom 2020. i 2021. godine zadržan dok je Fitch u studenom 2021. godine podigao rejting s BBB- na BBB uz pozitivne izgleda. Krajem travnja 2019. godine agencija Moody's zadržala je rejting RH na 'Ba2' te poboljšala prognozu iz stabilne u pozitivnu, a u studenom 2020. godine je konačno i podigla kreditni rejting RH za jedan stupanj i to s Ba2 na Ba1, sa stabilnim izgledima, što je rezultat prije svega poduzetih mjera u svrhu stvaranja stabilnijeg okvira za ekonomsku i financijsku politiku, posebno u kontekstu ulaska u europodručje.

Odluka Vijeća o ulasku RH u europodručje doprinijela je i povijesno najvišem investicijskom rejtingu RH. Tako je već u srpnju 2022. godine, agencija Moody's podigla rejting RH za dvije razine, na „Baa2“, uvrstivši ga u investicijsku kategoriju, uz stabilne izgleda. Zatim je i agencija Fitch podigla investicijski kreditni rejting RH za jednu razinu, na „BBB+“, a Standard and Poor's na „BBB+/A-2“, također uz stabilne izgleda. Kreditne agencije kao pozitivne efekte ističu i političku stabilnost institucija, posebno u kontekstu ulaska u europodručje, rekordno kratko zadržavanje u tečajnom mehanizmu ERM II te eliminaciju valutnog i likvidonosnog rizika u smislu javnog duga koji je dominantno denominiran u eurima.

Grafikon 12: Kretanje kreditnih ocjena Republike Hrvatske 1997. - 2022.



Izvor: Ministarstvo financija, Bloomberg

Kretanje kreditnih ocjena RH od 1997. godine do danas je prikazano Grafikonom 12., dok je pregled ocjene kreditnog rejtinga uz danu usporedbu s državama članicama EU prikazan u Tablici 8.

Tablica 6: Usporedba kreditnih ocjena država EU

| Države | Moody's | | Standard & Poors | | Fitch | |
|-----------------|-------------|-------------|------------------|-------------|-------------|-------------|
| | 2011. | 2023. | 2011. | 2023. | 2011. | 2023. |
| Austrija | Aaa | Aa1 | AAA | AA+ | AAA | AA+u |
| Belgija | Aa3 | Aa3 | Aau | AAu | AA+ | AA-u |
| Bugarska | Baa3 | Baa1 | BBB | BBB | BBB- | BBB |
| Cipar | Baa3 | Ba1 | BBB | BBB | BBB | BBB |
| Češka | A1 | AA3 | AA- | AA- | A+ | AA- |
| Danska | Aaa | AAAu | AAA | AAAu | AA+ | AAA |
| Estonija | A1 | A1 | AA- | AA- | A+ | A+u |
| Finska | Aaa | Aa1 | AAA | AA+ | AAA | AA+ |
| Francuska | Aaa | AA2u | AAAu | AAu | AAA | AA-u |
| Grčka | Ca | Ba3 | CC | BB+ | CCC | BB+ |
| Hrvatska | Baa3 | Baa2 | BBB- | BBB+ | BBB- | BBB+ |
| Irska | Ba1 | AA3 | BBB+ | AA | BBB+ | AA- |
| Italija | A2 | Baa3u | Au | BBBu | A+ | BBBu |
| Latvija | Baa3 | A3 | BB+ | A+ | BBB- | A- |
| Litva | Baa1 | A2 | BBB | A+ | BBB | A |
| Luksemburg | Aaa | Aaa | AAA | AAA | AAA | AAA |

| | | | | | | |
|-------------------|------|------|------|-------|------|-------|
| Mađarska | Ba0 | Baa2 | BBB- | BBB- | BBB- | BBB |
| Malta | A2 | A2 | A | A- | A+ | A+ |
| Nizozemska | Aaa | Aaa | AAAu | AAAu | AAA | AAAu |
| Njemačka | Aaa | Aaa | AAA | AAAu | AAA | AAAu |
| Poljska | A2 | A2 | A- | A- | A- | A- |
| Portugal | Ba2 | Baa2 | BBB- | BBB+u | BB+ | BBB+u |
| Rumunjska | Baa3 | Baa3 | BB+ | BBB- | BBB- | BBB- |
| Slovačka | A1 | A2 | A+ | A+ | A+ | A |
| Slovenija | A1 | A3 | AA- | AA- | AA- | A |
| Španjolska | A1 | Baa1 | AA- | A-u | AA- | A-u |
| Švedska | Aaa | Aaa | AAA | AAAu | AAA | AAAu |

Izvor: Ministarstvo financija, Bloomberg

U nastavku je dan i kalendar objava kreditnog rejtinga RH spomenutih triju ključnih kreditnih agencija u 2023. godini.

Tablica 7: Kalendar objava kreditnog rejtinga RH u 2023. godini

| Moody's | Standard & Poors | Fitch |
|------------------------------|-----------------------------|-----------------------------|
| 12. svibnja 10. studenoga | 17. ožujka 15. rujna | 14. travnja 6. listopada |

Izvor: Moody's, Standard & Poors, Fitch

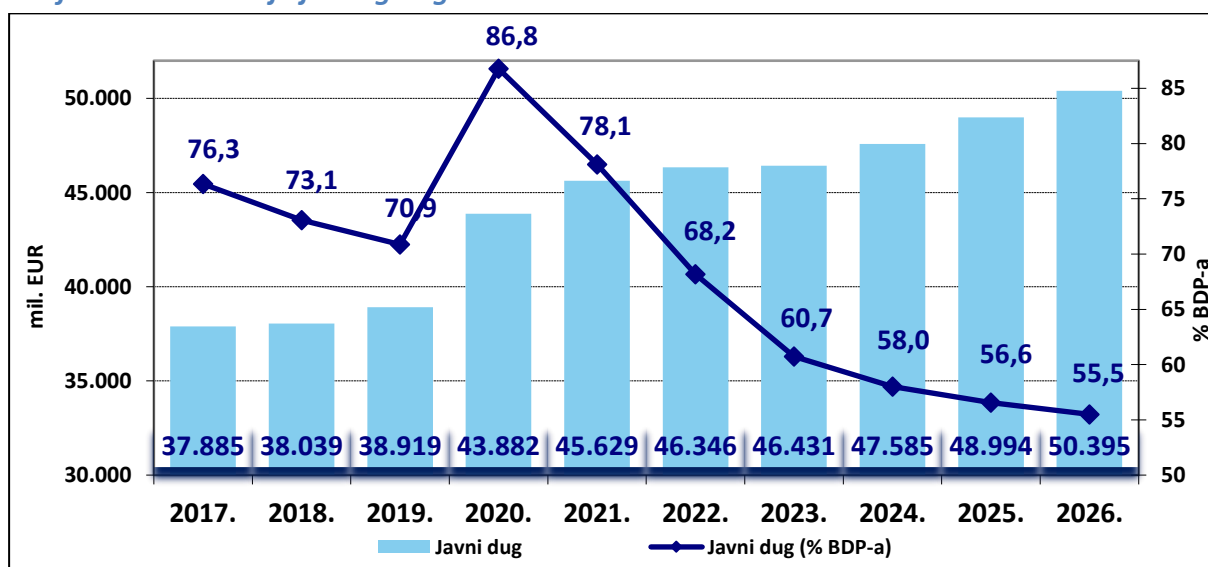
7. PROJEKCIJE KRETANJA JAVNOG DUGA U RAZDOBLJU 2023. - 2026.

Makroekonomska stabilnost i održivost javnih financija, uz visoko-kvalitetne investicije i učinkovite strukturne reforme, predstavljaju jedan od ključnih prioriteta Vlade RH u narednom srednjoročnom razdoblju. Time će se stvoriti preduvjeti za snažniji i trajniji ekonomski rast i realnu konvergenciju prema zemljama europodručja.

Prema posljednjim projekcijama za razdoblje od 2023. do 2026. godinu, fiskalna kretanja kako na prihodnoj, tako i na rashodnoj strani, rezultat će manjkom proračuna opće države prema metodologiji ESA 2010 u iznosu od 0,3% BDP-a u 2023. godini. U 2024. godini manjak se predviđa na razini od 1,9% BDP-a, dok će u 2025. i 2026. godini proračunski manjak iznositi 1,6%, odnosno 1,5% BDP-a.

Nadalje, planira se i daljnje smanjenje udjela javnog duga u BDP-u i to po prosječnoj stopi od 3,2 postotna boda u razdoblju od 2023. do 2026. godine. Projicira se udio javnog duga u BDP-u od 60,7% BDP-a u 2023. godini, dok će u 2024. godini udio javnog duga u BDP-u iznositi 58%. U 2025. i 2026. godini se projicira daljnje smanjenje udjela javnog duga u BDP-u, i to sa 56,6% na 55,5%. Ovime su zadovoljeni kriteriji proračunskog manjka i javnog duga sukladno odredbama Pakta o stabilnosti i rastu.

Grafikon 13: Kretanje javnog duga 2017. - 2026.



Izvor: HNB, Ministarstvo financija

I u 2023. godini na snazi će ostati opća klauzula o odstupanju od proračunskih pravila. Države članice trebale bi u tom kontekstu tijekom 2023. godine nastaviti pružati ciljanu i privremenu fiskalnu potporu, a sve u cilju daljnjeg oporavka i jačanja cjelokupnog gospodarstva, pritom vodeći računa o očuvanju srednjoročne fiskalne održivosti.

8. OSNOVNI CILJEVI I SMJERNICE UPRAVLJANJA JAVNIM DUGOM U RAZDOBLJU 2024. – 2026.

U pogledu upravljanja javnim dugom, osnovni cilj zaduživanja jest osiguranje financijskih potreba državnog proračuna, postizanjem najnižeg srednjoročnog i dugoročnog troška financiranja uz preuzimanje razboritog stupnja rizika, a u skladu sa usvojenim trogodišnjim smjericama upravljanja javnim dugom. Smjernice upravljanja javnim dugom su usklađene s tekućim programima konvergencije i trogodišnjim fiskalnim projekcijama. Radi ispunjavanja općeg cilja upravljanja dugom i ovogodišnje Smjernice upravljanja javnim dugom definiraju, uz osnovni cilj, provedbene metode unapređenja održivosti ukupnog javnog duga i ublažavanja povezanih rizika. Uz detaljne prikaze povijesnog kretanja i strukture javnog duga te trogodišnjih projekcija, Smjernice identificiraju i provedbene rizike te načela njihovog ublažavanja, s naglaskom na:

1. ublažavanje rizika refinanciranja te smanjenja udjela kratkoročnog duga,
2. ublažavanje kamatnog rizika javnog duga,
3. dodatno proširivanje i diverzifikacija baze investitora
4. povećanje transparentnosti javnog duga i zaduživanja.

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

Rizici refinanciranja sadrže rizike povezane s refinanciranjem tekućih dospeljaka obveza državnog duga i osiguravanjem ukupno utvrđene potrebe financiranja. U najizraženijem obliku mogu se pretvoriti u rizike likvidnosti proračuna uzrokovane fluktuacijama u planiranom novčanom tijeku i realizaciji operacija financiranja na tržištu kapitala. Postojeća razina javnog duga i utvrđena struktura godišnjih otplata glavnica generiraju značajne potrebe refinanciranja u promatranom trogodišnjem razdoblju. Relativno povoljni uvjeti na financijskim tržištima do 2022. godine, dali su mogućnost produženja prosječne ročnosti duga te uravnoteženja profila njegova dospeljaka. Istovremeno se postiglo smanjenje udjela kratkoročnog duga (trezorski zapisi) u ukupnom državnom dugu s 12,4% koliko je iznosio krajem 2017. godine na 6,8% krajem 2022. godine. U narednom srednjoročnom razdoblju očekuje se daljnje relativno smanjenje ove komponente kratkoročnog duga u ukupnom dugu državnog proračuna dijelom i zbog nove atraktivne alternativne depozitne mogućnosti koja je poslovnim bankama dostupna postojećom monetarnom politikom, pa će refinanciranje trebati bazirati na drugoj kategoriji ulagača. Prilikom realiziranja računa financiranja državnog proračuna vodit će se računa o uravnoteženom odnosu ročnosti i troška zaduživanja, težeći postizanju ukupne strukture obveza više prosječne ročnosti te nižeg postotka rizika financiranja.

Tablica 8: Indikatori rizika državnog duga

| | 2020. | 2021. | 2022. | 2023. | 2024. | 2025. | 2026. | Cilj za razdoblje |
|------------------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------------------|
| Ponderirana prosječna ročnost VAM= | 5,32 | 5,55 | 5,73 | 5,43 | 5,34 | 5,59 | 5,67 | min 5,00 |
| Rizik refinanciranja 1g. = | 16,2 | 18,6 | 16,2 | 14,7 | 19,9 | 14,1 | 16,2 | max 25,0 |
| Rizik refinanciranja 5g. = | 56,6 | 49,8 | 51,4 | 57,2 | 53,9 | 49,7 | 51,7 | max 60,0 |
| Udio kratkoročnog u ukupnom dugu % | 8,3 | 8,1 | 6,8 | 5,5 | 5,3 | 5,1 | 5 | max 6,5 |

**Državni dug - Indikatori krajem razdoblja, 2023-2026 projekcija Ministarstva financija*

Izvor: Ministarstvo financija

Predmetni indikatori ostvaruju pozitivnu dinamiku u razdoblju od 2020. do 2022. godine te temeljem postojećih projekcija povećanu razinu naročito jednogodišnjeg rizika refinanciranja očekivanu krajem 2024. godine. Sukladno tome pratit će se stvarno ostvarenje ovog indikatora te u slučaju njegovog dodatnog povećanja težiti ublažavanju ovog rizika dodatnom supstitucijom kratkoročnog duga instrumentima duže ročnosti, ranijim refinanciranjem glavnica duga originalnog dospjeća u 2025. godini i/ili kreiranjem dodatnih depozita za osiguranje likvidnosti.

8.2. Ublažavanje kamatnog rizika javnog duga

S obzirom na povišenu ukupnu razinu zaduženosti dugoročno povećanje referentnih tržišnih kamatnih stopa započeto početkom 2022. godine predstavlja prijetnju fiskalnoj održivosti posljedičnim znatnim porastom troškova servisiranja javnog duga. U kratkom roku ova prijetnja je ublažena postojećom strukturom kamatnih stopa ukupnog duga državnog proračuna u kojoj 93,4% dugoročnog duga čine instrumenti zaduženja s fiksnom kamatnom stopom. U srednjoročnom razdoblju ovaj se rizik može ublažiti dosljednom provedbom odgovorne i održive fiskalne politike, kao i daljnjim unapređenjem kreditnog rejtinga države te time i smanjenjem postojeće premije rizika. Stoga je kretanje udjela državnog duga s fiksnom kamatnom stopom projicirano prema razini od 94% do kraja 2026. godine.

8.3. Proširenje i diverzifikacija baze investitora

Što širi krug potencijalne baze ulagatelja i razvijena fleksibilnost u učinkovitom pristupu različitim skupinama investitora s obzirom na njihov karakter, ciljeve, zemljopisna i sektorska obilježja čini važnu polugu u osiguravanju optimalnog odabira i strukturiranja dužničkih instrumenata, naročito u razdoblju tržišnih poremećaja i visoke volatilnosti. U proteklom razdoblju RH je imala uspješne serije izdanja u najznačajnijim inozemnim tržištima uz denominacije u eurima, američkim dolarima te japanskim jenima. Istovremeno, znatnim dijelom kao rezultat uspostavljene mirovinske štednje imala je institucionalni oslonac za kontinuirani razvoj domaćeg tržišta kapitala, što je s vremenom omogućilo uspješno kreiranje tuzemne krivulje prinosa uz plasman obveznica koje su svojim obilježjima (iznosima, prinosu i ročnošću) bile konkurentne usporedivim izdanjima na inozemnom tržištu. Time se znatno smanjio rizik financiranja naročito u vremenima snažnih globalnih financijskih poremećaja te je i omogućena povoljna struktura ukupnog dužničkog portfelja u kojem krajem 2022. godine po rezidentnosti domaći izvori čine 67% ukupnog javnog duga. S ulaskom u europodručje i usporednim znatnim povećanjem kreditnog rejtinga praktički se neograničeno povećao ulagački potencijal u nacionalnoj valuti što će u budućnosti doprinijeti dubini i likvidnosti obvezničkog tržišta. No istovremeno smo suočeni i sa snažnim zaokretom monetarne politike, koja je suočena s globalnim inflatornim pritiscima okončala dugogodišnji izrazito ekspanzivan smjer uz posljedično znatno smanjenje globalne obvezničke potražnje te znatan porast kamatnih prinosa. Pri tome je instrument depozitne mogućnosti uz sukcesivno povećavanje stope remuneracije za viškove likvidnosti kreditnih institucija pri središnjim bankama (od rujna 2023. godine u visini 4,00%) imao znatan utjecaj na fragmentaciju tržišta kratkoročnog duga. Potaknuto i tim procesima, početkom 2023. godine Ministarstvo financija je pokrenulo razvoj instrumenata i platformi za unapređenje mogućnosti širokog sudjelovanja građanstva kao nove kategorije ulagača u državni dug, čime ćemo omogućiti alternativni oblik ulaganja u odnosu na depozite u poslovnim bankama. U Tablici 11. prikazana je struktura ulagatelja u dužničke vrijednosne papire Republike Hrvatske plasirane na domaćem i međunarodnom tržištu. Iz tablice je vidljivo da je samo jedno izdanje iz ožujka ove godine koje je u primarnoj ponudi ponuđeno i građanima rezultiralo više nego desetorostrukim povećanjem ove kategorije ulagača.

Tablica 9: Bruto stanja ulaganja u dužničke vrijednosne papire RH (tržišno vrednovanje, u mil. EUR)

| Vrsta ulagatelja | 2018. | 2019. | 2020. | 2021. | 2022. | 30.06.2023. |
|--|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|
| ulagatelji u sklopu opće države | 1.392,56 | 1.249,12 | 1.158,19 | 1.359,35 | 1.372,49 | 1.347,22 |
| Središnja banka | | | 2.694,72 | 2.552,37 | 2.030,32 | 1.987,96 |
| Druge monetarne financijske institucije | 6.940,89 | 7.085,86 | 7.110,09 | 7.231,80 | 7.354,45 | 7.456,16 |
| Investicijski i dr. fin. fondovi osim novčanih | 1.245,71 | 1.910,92 | 1.186,07 | 1.282,08 | 946,08 | 699,22 |
| Osiguravajuća društva | 2.381,16 | 2.569,89 | 2.259,94 | 2.262,39 | 2.002,24 | 2.121,52 |
| Mirovinski fondovi | 9.589,82 | 11.106,56 | 10.958,97 | 11.164,03 | 10.705,26 | 10.645,68 |
| Ukupno financijska društva | 20.157,59 | 22.673,24 | 24.209,79 | 24.492,67 | 23.038,35 | 22.910,54 |
| Ukupno nefinancijska društva i neprofit. org | 21,22 | 20,96 | 26,02 | 18,72 | 36,13 | 40,35 |
| stanovništvo | 123,41 | 130,12 | 116,13 | 101,24 | 145,46 | 1.586,84 |
| ukupno rezidenti | 21.694,78 | 24.073,44 | 25.510,13 | 25.971,98 | 24.592,43 | 25.884,96 |
| Inozemni ulagatelji | 8.848,34 | 9.184,00 | 9.993,52 | 10.404,16 | 7.900,66 | 7.576,75 |
| Sveukupno | 30.543,12 | 33.257,44 | 35.503,65 | 36.376,14 | 32.493,09 | 33.461,71 |

Izvor: HNB

8.4. Povećanje transparentnosti javnog duga i zaduživanja

Značajan naglasak u ovim trogodišnjim Smjernicama dan je povećanju transparentnosti javnog duga i zaduživanja, koja se očituje kroz javno objavljene planove, uvjete i pravila zaduživanja. Stoga se, s ciljem što jasnijeg informiranja potencijalnih investitora i osiguranja bolje predvidljivosti zaduživanja, u Smjernicama prikazuju:

- projekcija plana zaduživanja državnog proračuna do 2026 godine,
- kalendar izdavanja trezorskih zapisa u 2024. godini po datumima planiranih mjesečnih aukcija,
- plan izdavanja obveznica u 2024. godini po tromjesečjima,
- projekcija otplata glavnice duga državnog proračuna za razdoblje 2023. - 2039. godine,
- projekcija otplata unutarnjeg duga i međunarodnih obveznica RH,
- kretanje premije rizika za RH u razdoblju 2019. - 2022. godine usporedno s odabranim državama EU (*Credit Default Swap - CDS*).

U Tablici 12. (Račun financiranja državnog proračuna – obveze i izvori) dan je prikaz ostvarenja računa financiranja za 2021. i 2022. godinu, plan za 2023. godinu, prijedlog proračuna za 2024. te projekcije za 2025. i 2026. godinu.

Tablica 10: Račun financiranja državnog proračuna – obveze i izvori

| OBVEZE (EUR mil.) | 2021. | 2022. | 2023. | 2024. | 2025. | 2026. |
|---|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| Otplate (1) | 6.018 | 7.444 | 6.544 | 6.237 | 9.778 | 6.980 |
| Kratkoročni dug (Trezorski zapisi) | 3.108 | 3.276 | 2.697 | 2.301 | 3.301 | 3.801 |
| Dugoročni dug | 2.910 | 4.168 | 3.847 | 3.936 | 6.477 | 3.179 |
| Domaće obveznice | 796 | 1.883 | 1.500 | 1.865 | 3.310 | 2.054 |
| Domaći krediti i zajmovi | 965 | 915 | 1.080 | 685 | 978 | 799 |
| Inozemne obveznice | 1.033 | 1.259 | 1.167 | 1.297 | 1.500 | 0 |
| Inozemni krediti i zajmovi | 116 | 111 | 100 | 89 | 689 | 326 |
| Ostalo (dani zajmovi i udjeli u glavnici) (2) | 312 | 1.756 | 1.055 | 586 | 329 | 314 |
| Proračunski deficit (3) | 1.986 | 441 | 1.638 | 4.092 | 3.179 | 2.236 |
| Novčani depoziti (akumulacija) (4) | 2.267 | 1.197 | 2.195 | 1.660 | 1.044 | 1.609 |
| UKUPNO potreba zaduživanja (1)+(2)+(3)+(4) | 10.583 | 10.838 | 11.432 | 12.575 | 14.330 | 11.139 |
| IZVORI (EUR mil.) | 2021. | 2022. | 2023. | 2024. | 2025. | 2026. |
| Zaduživanje (1) | 8.255 | 8.216 | 8.007 | 10.325 | 12.566 | 9.994 |
| Kratkoročni dug (Trezorski zapisi) | 3.228 | 2.790 | 2.301 | 3.301 | 3.801 | 3.801 |
| Dugoročni dug | 5.027 | 5.426 | 5.706 | 7.024 | 8.765 | 6.193 |
| Domaće obveznice | 1.195 | 2.195 | 3.350 | 3.000 | 4.000 | 1.600 |
| Domaći krediti i zajmovi | 727 | 1.057 | 644 | 1.000 | 1.255 | 800 |
| Inozemne obveznice | 2.000 | 1.250 | 1.500 | 1.500 | 2.000 | 1.500 |
| Inozemni krediti i zajmovi | 1.105 | 924 | 212 | 1.524 | 1.510 | 2.293 |
| Ostalo (povrati danih zajmova) (2) | 127 | 293 | 1.756 | 127 | 97 | 104 |
| Privatizacijski prihodi (3) | 6 | 8 | 20 | 10 | 7 | 6 |
| Smanjenje novčanih depozita (4) | 2.195 | 2.321 | 1.649 | 2.113 | 1.660 | 1.035 |
| Ukupno financiranje (1)+(2)+(3)+(4) | 10.583 | 10.838 | 11.432 | 12.575 | 14.330 | 11.139 |

Izvor: Ministarstvo financija

Kalendar izdavanja trezorskih zapisa u 2023. i 2024. godini (Tablica 13.) ukazuje na planirane iznose i datume aukcija trezorskih zapisa.

Tablica 11: Kalendar izdavanja trezorskih zapisa u 2023. i 2024. godini

| Redni broj aukcije | Datum aukcije | Dospijeca | Indikativni iznos |
|--------------------|---------------|------------|-------------------|
| | | (mil. EUR) | (mil. EUR) |
| - | 18.07.2023. | 23 | - |
| - | 08.08.2023. | 19 | - |
| 1. | 16.08.2023.* | 151 | 12,5 |
| - | 19.09.2023. | 77 | - |
| - | 17.10.2023. | 97 | - |
| - | 31.10.2023. | 110 | - |
| 2. | 21.11.2023. | - | 440 |
| - | 28.11.2023. | 149 | - |
| 3. | 19.12.2023. | - | 400 |
| 4. | 16.01.2024. | 110 | 300 |
| 5. | 06.02.2024. | 248 | 250 |
| 6. | 13.02.2024. | 153 | 150 |
| - | 20.02.2024. | 39 | - |
| 7. | 16.04.2024. | 185 | 180 |
| 8. | 30.04.2024. | 811 | 800 |
| 9. | 12.11.2024. | 440 | 440 |
| 10. | 10.12.2024. | 400 | 400 |

*aukcija je održana

Izvor: Ministarstvo financija

Tablica 12: Plan izdanja obveznica u 2023. i 2024. godini

| Tržište | Plan izražen u mlrd. EUR | Tromjesečje |
|------------------|--------------------------|-------------|
| 2023. | | |
| Domaće tržište | 1,5 | IV. |
| 2024. | | |
| Domaće tržište | 3,0 | I., IV. |
| Inozemno tržište | 1,5 | I. |

Izvor: Ministarstvo financija

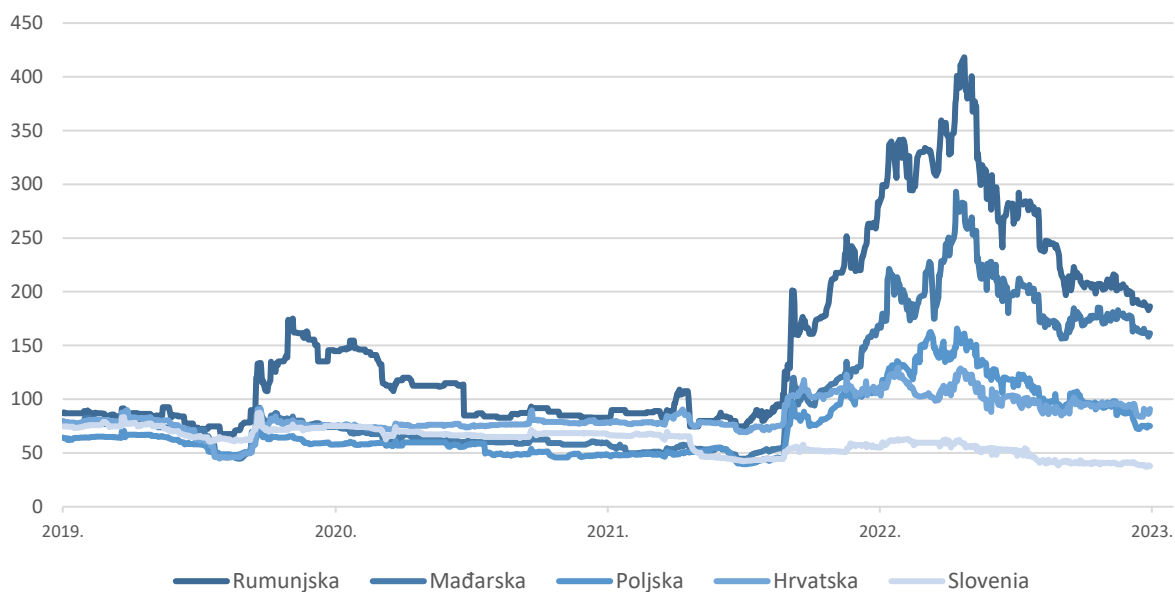
U Tablici 18. (Dodatak 1) iskazana je projekcija otplata glavnice državnog duga prema oblicima zaduženja u razdoblju od 2022. do 2039 godine.

Analitički pregled projekcija otplata unutarnjeg duga u razdoblju 2023. - 2040. godine detaljno je iskazan u Tablici 19. (Dodatak 2).

U Tablici 20. (Dodatak 3) dane su projekcije otplata međunarodnih obveznica gdje je izvorna valuta zaduživanja iskazana u eurima bez primjene valutnih *swap* transakcija

Kretanje premije osiguranja od kreditnog rizika (engl. *Credit Default Swap, CDS 5Y* – Grafikon 15.) za Republiku Hrvatsku u razdoblju 2019. - 2022. godine ukazuje da je u tom periodu njezina visina izjednačena s premijama usporedivih zemalja iz središnje i istočne Europe te da se u 2022. godini čak i smanjila u odnosu na zemlje istočne Europe.

Grafikon 14: Kretanje premije osiguranja od kreditnog rizika (*Credit Default Swap, CDS 5Y*) za RH i usporedne države EU u razdoblju 2019. – lipanj 2023



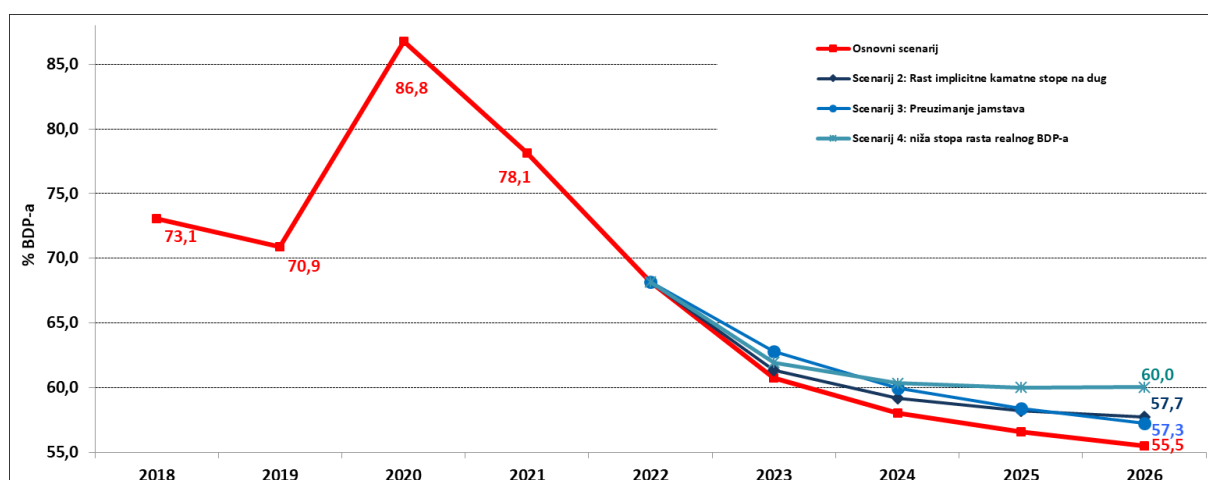
Izvor: *Ministarstvo financija, Bloomberg*

9. FISKALNI RIZICI I TESTOVI OSJETLJIVOSTI KRETANJA JAVNOG DUGA

Fiskalne projekcije za srednjoročno razdoblje temelje se na makroekonomskim pretpostavkama predstavljenim u ovom dokumentu. Rizici povezani s nižom razinom gospodarske aktivnosti u odnosu na makroekonomski scenarij imali bi značajne implikacije na očekivano kretanje i rezultate fiskalnih veličina, posebice prihoda od poreza i socijalnih doprinosa u nadolazećem razdoblju, a što bi dovelo do izravnog utjecaja na visinu salda proračuna opće države.

Mirovinski sustav RH suočava se s vrlo nepovoljnim demografskim trendovima koji se prvenstveno odnose na starenje stanovništva te na smanjenje broja stanovnika u mlađim dobnim skupinama. Nastavak takvih trendova stvorio bi dodatni pritisak na sustav generacijske solidarnosti, a što bi moglo imati negativan učinak na održivost javnih financija u dugom roku. Osim toga, stanje nepodmirenih obveza u zdravstvenom sustavu predstavlja dodatni fiskalni rizik koji je potrebno adresirati provedbom strukturnih mjera usmjerenih ka financijskoj održivosti cjelokupnog zdravstvenog sustava.

Grafikon 15: Kretanje udjela javnog duga u BDP-u prema određenim scenarijima



Izvor: Ministarstvo financija

Visoka razina javnog duga od 46,3 milijardi eura predstavlja značajan izvor ranjivosti za hrvatsko gospodarstvo. Naime, s obzirom na visinu duga, dugoročno povećanje referentnih tržišnih kamatnih stopa predstavljalo bi znatnu prijetnju fiskalnoj održivosti. Povećanje troška financiranja dovelo bi do visokih troškova refinanciranja duga, čime bi nastao i pritisak na financiranje ostalih potreba države. Tako bi u scenariju povećanja implicitne kamatne stope na dug za 1 postotni bod u razdoblju od 2023. do 2026. godine, javni dug zabilježio rast iznad projiciranog te bi krajem projekcijskog razdoblja bio veći za 2,2 postotna boda nego u osnovnom scenariju, odnosno dosegao bi razinu od 57,7% BDP-a.

Iako se RH nalazi pri dnu po visini potencijalnih obveza u usporedbi s ostalim zemljama članicama EU, takve obveze i dalje predstavljaju potencijalno veliki rizik za javne financije. Tako bi u pretpostavljenom scenariju preuzimanja cjelokupnih jamstava u javni dug, koje u 2022. godini iznose 2,3% BDP-a, javni dug dostigao razinu od 62,8% BDP-a u 2023. godini, odnosno javni dug bi bio veći za 2,1 postotni bod u odnosu na inicijalni scenarij, dok bi nominalno povećanje javnog duga iznosilo 1,6 milijardi eura.

U scenariju kada bi u projekcijskom razdoblju stopa rasta realnog BDP-a bila za 2 postotna boda niža nego što je originalno projicirano, ostvareni nominalni BDP bi bio manji za 6,9 milijardi eura na kraju projekcijskog razdoblja te bi udio javnog duga u BDP-u 2026. godini iznosio 60%, ili 4,5 postotnih bodova više nego što je inicijalno projicirano.

Dodatak 1

Tablica 13: Projekcija otplata glavnica duga državnog proračuna za razdoblje 2023. - 2039.

| Oblici zaduženja | Ukupno stanje obveza 31.12.2022. | 2023. | 2024. | 2025. | 2026. | 2027. | 2028. | 2029. | 2030. |
|-------------------------------|--|----------------------|----------------------|----------------------|----------------------|----------------------|----------------------|----------------------|----------------------|
| Trezorski zapisi | 2.697.033.593 | 2.697.033.593 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Domaće obveznice | 16.470.806.140 | 1.499.767.735 | 1.864.529.829 | 1.459.950.893 | 2.053.726.193 | 1.445.000.000 | 2.268.232.796 | 1.327.228.084 | 1.000.000.000 |
| Inozemne obveznice | 13.989.663.251 | 1.167.406.024 | 1.297.257.228 | 1.500.000.000 | 0 | 1.250.000.000 | 750.000.000 | 1.500.000.000 | 1.275.000.000 |
| Kreditni na domaćem tržištu | 3.112.771.042 | 1.028.075.522 | 540.073.107 | 809.763.924 | 631.329.903 | 86.148.080 | 7.230.920 | 6.766.390 | 3.383.196 |
| Kreditni na inozemnom tržištu | 3.684.171.223 | 83.985.661 | 70.509.513 | 649.349.919 | 274.953.880 | 138.658.832 | 278.544.065 | 121.978.030 | 113.808.903 |
| Ukupno | 39.954.445.251 | 6.476.268.536 | 3.772.369.677 | 4.419.064.735 | 2.960.009.975 | 2.919.806.912 | 3.304.007.781 | 2.955.972.504 | 2.392.192.099 |

| Oblici zaduženja | 2031. | 2032. | 2033. | 2034. | 2035. | 2036. | 2037. | 2038. | 2039. i dalje |
|-------------------------------|----------------------|----------------------|----------------------|----------------------|-------------------|--------------------|--------------------|-------------------|----------------------|
| Trezorski zapisi | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Domaće obveznice | 0 | 1.205.039.501 | 0 | 1.547.331.109 | 0 | 0 | 0 | 0 | 800.000.000 |
| Inozemne obveznice | 2.000.000.000 | 1.250.000.000 | 1.000.000.000 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 1.000.000.000 |
| Kreditni na domaćem tržištu | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Kreditni na inozemnom tržištu | 109.861.284 | 87.373.496 | 86.842.126 | 78.787.713 | 44.076.699 | 547.681.638 | 583.291.667 | 29.469.040 | 384.998.758 |
| Ukupno | 2.109.861.284 | 2.542.412.997 | 1.086.842.126 | 1.626.118.822 | 44.076.699 | 547.681.638 | 583.291.667 | 29.469.040 | 2.184.998.758 |

Izvor: Ministarstvo financija

Dodatak 2

Tablica 14: Projekcija otplate unutarnjeg duga državnog proračuna

| milijuni EUR * | 2023. | 2024. | 2025. | 2026. | 2027. | 2028. | 2029. | 2030. | 2031. | 2032. | 2033. | 2034. | ...2040. |
|-------------------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|-------------|----------------|-------------|----------------|--------------|
| Amortizacija | 2.527,8 | 2.404,6 | 2.269,7 | 2.685,1 | 1.531,1 | 2.275,5 | 1.334,0 | 1.003,4 | 0,0 | 1.205,0 | 0,0 | 1.547,3 | 800,0 |
| Obveznice – Serija 19 D-24 | 0,00 | 1.400,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 |
| Obveznice – Serija 20 D-25 | 0,00 | 0,00 | 796,34 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 |
| Obveznice – Serija 21 D-26 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 1.653,73 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 |
| Obveznice – Serija 24 D-28 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 1.073,73 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 |
| Obveznice – Serija 25 D-32 I. | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 405,04 | 0,00 | 0,00 | 0,00 |
| Obveznice – Serija 26 D-23 | 1.499,77 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 |
| Obveznice – Serija 27 D-29 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 1.327,23 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 |
| Obveznice – Serija 29 D-24 | 0,00 | 464,53 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 |
| Obveznice – Serija 30 D-34 I. | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 1.547,33 | 0,00 |
| Obveznice – Serija 31 D-40 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 800,00 |
| Obveznice – Serija 32 D-25 | 0,00 | 0,00 | 663,61 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 |
| Obveznice – Serija 33 D-27 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 1.445,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 |
| Obveznice – Serija 34 D-28 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 1.194,51 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 |
| Obveznice – Serija 35 D-30 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 1.000,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 |
| Obveznice – Serija 36 D-26 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 400,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 |
| Obveznice – Serija 37 D-32 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 800,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 |
| Dugoročni krediti | 1.028,08 | 540,07 | 809,76 | 631,33 | 86,15 | 7,23 | 6,77 | 3,38 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 |
| Otplata kamata | 431,4 | 382,4 | 293,6 | 241,7 | 155,1 | 131,5 | 109,2 | 71,4 | 65,6 | 65,6 | 25,5 | 25,5 | 5,0 |
| Obveznice – Serija 19 D-24 | 80,50 | 80,50 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 |
| Obveznice – Serija 20 D-25 | 35,84 | 35,84 | 35,84 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 |
| Obveznice – Serija 21 D-26 | 70,28 | 70,28 | 70,28 | 70,28 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 |
| Obveznice – Serija 24 D-28 | 30,87 | 30,87 | 30,87 | 30,87 | 30,87 | 15,43 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 |
| Obveznice – Serija 25 D-32 I. | 13,16 | 13,16 | 13,16 | 13,16 | 13,16 | 13,16 | 13,16 | 13,16 | 13,16 | 13,16 | 0,00 | 0,00 | 0,00 |
| Obveznice – Serija 26 D-23 | 26,25 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 |
| Obveznice – Serija 27 D-29 | 31,52 | 31,52 | 31,52 | 31,52 | 31,52 | 31,52 | 31,52 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 |
| Obveznice – Serija 29 D-24 | 1,16 | 1,16 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 |
| Obveznice – Serija 30 D-34 I. | 15,47 | 15,47 | 15,47 | 15,47 | 15,47 | 15,47 | 15,47 | 15,47 | 15,47 | 15,47 | 15,47 | 15,47 | 0,00 |
| Obveznice – Serija 31 D-40 | 10,00 | 10,00 | 10,00 | 10,00 | 10,00 | 10,00 | 10,00 | 10,00 | 10,00 | 10,00 | 10,00 | 10,00 | 5,00 |
| Obveznice – Serija 32 D-25 | 1,66 | 1,66 | 0,83 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 |
| Obveznice – Serija 33 D-27 | 10,84 | 10,84 | 10,84 | 10,84 | 5,42 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 |
| Obveznice – Serija 34 D-28 | 5,97 | 5,97 | 5,97 | 5,97 | 5,97 | 5,97 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 |
| Obveznice – Serija 35 D-30 | 11,25 | 11,25 | 11,25 | 11,25 | 11,25 | 11,25 | 11,25 | 5,63 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 |
| Obveznice – Serija 36 D-26 | 8,50 | 8,50 | 8,50 | 8,50 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 |
| Obveznice – Serija 37 D-32 | 27,00 | 27,00 | 27,00 | 27,00 | 27,00 | 27,00 | 27,00 | 27,00 | 27,00 | 27,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 |
| Dugoročni krediti | 51,12 | 28,36 | 22,05 | 6,88 | 4,43 | 1,66 | 0,76 | 0,15 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 |
| Ukupno | 2.959,2 | 2.787,0 | 2.563,3 | 2.926,8 | 1.686,3 | 2.406,9 | 1.443,2 | 1.074,8 | 65,6 | 1.270,7 | 25,5 | 1.572,8 | 805,0 |

Izvor: Ministarstvo financija

Dodatak 3

Tablica 15: Projekcija otplata međunarodnih obveznica Republike Hrvatske

| | Iznos u (EUR*) | 2023. (EUR*) | 2024. (EUR*) | 2025. (EUR*) | 2026. (EUR*) | 2027. (EUR*) | 2028. (EUR*) | 2029. (EUR*) | 2030. (EUR*) | 2031. (EUR*) | 2032. (EUR*) | 2033. (EUR*) | 2041. (EUR*) | |
|---|--------------------|-----------------|----------------------|----------------------|----------------------|-----------------|----------------------|--------------------|----------------------|----------------------|----------------------|----------------------|----------------------|----------------------|
| USD 1.500.000.000 5.500% Maturity: 2023 | Glavnica Kamata | 1.406.337.846 | 1.406.337.846 | | | | | | | | | | | |
| USD 1.750.000.000 6.000% Maturity: 2024 | Glavnica Kamata | 1.640.727.487 | 0 | 1.640.727.487 | | | | | | | | | | |
| EUR 1.500.000.000 3.000%, Maturity: 2025 | Glavnica Kamata | 1.500.000.000 | 0 | 0 | 1.500.000.000 | | | | | | | | | |
| EUR 1.250.000.000 3.000%, Maturity: 2027 | Glavnica Kamata | 1.250.000.000 | 0 | 0 | 0 | 0 | 1.250.000.000 | | | | | | | |
| EUR 750.000.000 2.700%, Maturity: 2028 | Glavnica Kamata | 750.000.000 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 750.000.000 | | | | | | |
| EUR 1.500.000.000 1.125%, Maturity: 2029 | Glavnica Kamata | 1.500.000.000 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 1.500.000.000 | | | | | |
| EUR 1.275.000.000 2.750%, Maturity: 2030 | Glavnica Kamata | 1.275.000.000 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 1.275.000.000 | | | | |
| EUR 2.000.000.000 1.500%, Maturity: 2031 | Glavnica Kamata | 2.000.000.000 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 2.000.000.000 | | | |
| EUR 1.250.000.000 2.875%, Maturity: 2032 | Glavnica Kamata | 1.250.000.000 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 1.250.000.000 | | |
| EUR 1.000.000.000 1.125%, Maturity: 2033 | Glavnica Kamata | 1.000.000.000 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 1.000.000.000 | |
| EUR 1.000.000.000 1.750%, Maturity: 2041 | Glavnica Kamata | 1.000.000.000 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 1.000.000.000 |
| plaćanje glavnice (EUR*) | | 1.406.337.846 | 1.640.727.487 | 1.500.000.000 | 0 | 1.250.000.000 | 750.000.000 | 1.500.000.000 | 1.275.000.000 | 2.000.000.000 | 1.250.000.000 | 1.000.000.000 | 1.000.000.000 | |
| Plaćanje kamate (EUR*) | | 386.492.940 | 298.596.825 | 249.375.000 | 204.375.000 | 204.375.000 | 166.875.000 | 146.625.000 | 129.750.000 | 94.687.500 | 64.687.500 | 28.750.000 | 17.500.000 | |
| Ukupno (glavnica + kamata) (EUR*) | | 1.792.830.786 | 1.939.324.312 | 1.749.375.000 | 204.375.000 | 1.454.375.000 | 916.875.000 | 1.646.625.000 | 1.404.750.000 | 2.094.687.500 | 1.314.687.500 | 1.028.750.000 | 1.017.500.000 | |
| Ukupno stanje glavnica na kraju godine (EUR*) | | 13.165.727.487 | 11.525.000.000 | 10.025.000.000 | 10.025.000.000 | 8.775.000.000 | 8.025.000.000 | 6.525.000.000 | 5.250.000.000 | 3.250.000.000 | 2.000.000.000 | 1.000.000.000 | 0 | |

* Korišten je tečaj konverzije 7,53450

Izvor: Ministarstvo financija