

REPUBLIKA HRVATSKA
MINISTARSTVO FINACIJA

STRATEGIJA UPRAVLJANJA JAVNIM DUGOM ZA RAZDOBLJE 2017. - 2019.

Zagreb, siječanj 2017.

Sadržaj

1.	UVOD	3
2.	PRAVNI I INSTITUCIONALNI OKVIR UPRAVLJANJA JAVNIM DUGOM	5
3.	STANJE JAVNOG DUGA I STANJE JAMSTAVA.....	8
4.	PREGLED FINACIJSKOG ZADUŽIVANJA U 2015. I 2016. GODINI	11
4.1.	Zaduživanje putem obveznica	11
	Euroobveznice na međunarodnom tržištu.....	11
	Obveznice uz plasman na domaćem tržištu kapitala	11
4.2.	Zaduživanje putem dugoročnih kredita	12
	Preuzete obveze	13
5.	DRŽAVNI DUG U RAZDOBLJU 2011. - 2016.	14
5.1.	Valutna struktura državnog duga	14
5.2.	Kamatna struktura državnog duga	16
5.3.	Ročna struktura državnog duga.....	17
5.4.	Struktura državnog duga prema vrsti instrumenta	18
	Trezorski zapisi	18
	Obveznice	20
6.	MAKROEKONOMSKI OKVIR	22
7.	KREDITNI REJTING REPUBLIKE HRVATSKE	25
8.	PROJEKCIJE KRETANJA I OSNOVNI CILJEVI TE SMJERNICE UPRAVLJANJA JAVNIM DUGOM U RAZDOBLJU 2017. - 2019.....	27
8.1.	Jačanje pravnog i institucionalnog okvira upravljanja javnim dugom	30
8.2.	Ublažavanje rizika refinanciranja i smanjenja udjela kratkoročnog duga u ukupnom javnom dugu	30
8.3.	Ublažavanje valutnog rizika javnog duga	31
8.4.	Ublažavanje kamatnog rizika javnog duga	31
8.5.	Povećanje transparentnosti javnog duga i zaduživanja	31
9.	TESTOVI OSJETLJIVOSTI KRETANJA JAVNOG DUGA I RIZICI U OSTVARENJU CILJEVA STRATEGIJE	39
10.	ZAKLJUČNO.....	42

Popis tablica

<i>Tablica 1: Struktura javnog duga u razdoblju 2013. - 2016.</i>	<i>9</i>
<i>Tablica 2: Državni dug prema vrsti instrumenata</i>	<i>14</i>
<i>Tablica 3: Projekcije makroekonomskih pokazatelja Republike Hrvatske</i>	<i>23</i>
<i>Tablica 4: Usporedba kreditnih ocjena zemalja Europske unije</i>	<i>25</i>
<i>Tablica 5: Kalendar objava kreditnog rejtinga Republike Hrvatske u 2017. godini</i>	<i>26</i>
<i>Tablica 6: Procjena ukupnog manjka/viška opće države, ESA 2010 metodologija</i>	<i>28</i>
<i>Tablica 7: Račun financiranja državnog proračuna – obveze i izvori</i>	<i>33</i>
<i>Tablica 8: Kalendar izdavanja trezorskih zapisa u 2017. godini</i>	<i>34</i>
<i>Tablica 9: Plan izdanja obveznica u 2017. godini</i>	<i>34</i>
<i>Tablica 10: Projekcija otplata glavnica duga državnog proračuna za razdoblje 2017. - 2027.</i>	<i>35</i>
<i>Tablica 11: Projekcija otplate unutarnjeg duga</i>	<i>35</i>
<i>Tablica 12: Projekcija otplata međunarodnih obveznica Republike Hrvatske</i>	<i>36</i>
<i>Tablica 13: Pregled aktivnih obveznica Republike Hrvatske</i>	<i>37</i>
<i>Tablica 14: Stanje i projekcija kretanja referentnih pokazatelja strukture duga državnog proračuna.</i>	<i>41</i>

Popis grafikona

<i>Grafikon 1: Kretanje javnog duga u razdoblju 2008. - 2016.</i>	<i>10</i>
<i>Grafikon 2: Valutna struktura državnog duga na dan 31. prosinca 2016. godine</i>	<i>15</i>
<i>Grafikon 3: Kretanje valutne strukture državnog duga u razdoblju 2011. - 2016.</i>	<i>15</i>
<i>Grafikon 4: Valutni swap kao instrument zaštite od valutnog rizika</i>	<i>16</i>
<i>Grafikon 5: Struktura dugoročnog državnog duga prema vrsti kamate</i>	<i>17</i>
<i>Grafikon 6: Dospijeća dugoročnog državnog duga u razdoblju 2017. - 2027.</i>	<i>18</i>
<i>Grafikon 7: Struktura trezorskih zapisa na dan 31. prosinca 2016. godine</i>	<i>19</i>
<i>Grafikon 8: Kamatne stope na trezorske zapise u razdoblju 2012. – 2016.</i>	<i>20</i>
<i>Grafikon 9: Krivulja prinosa domaćih obveznica</i>	<i>21</i>
<i>Grafikon 10: Krivulja prinosa inozemnih obveznica</i>	<i>21</i>
<i>Grafikon 11: Kretanje javnog duga 2012. - 2019.</i>	<i>28</i>
<i>Grafikon 12: Kretanje javnog duga i manjka proračuna opće države</i>	<i>29</i>
<i>Grafikon 13: Kretanje premije osiguranja od kreditnog rizika (Credit Default Swap, CDS 5Y) za RH i usporedne države EU u razdoblju 2013. - 2016.</i>	<i>38</i>
<i>Grafikon 14: Kretanje udjela javnog duga u BDP-u prema određenim scenarijima</i>	<i>40</i>

1. UVOD

Javni dug opće države krajem 2015. godine dosegao je razinu od 289,6 milijardi kuna odnosno 86,7% bruto domaćeg proizvoda (u daljnjem tekstu: BDP). Ova visoka razina javnog duga predstavlja velik teret ukupnoj gospodarskoj politici i svojim povezanim rizicima potencira ranjivost javnih financija. Ciklički poremećaji praćeni strukturnim rigidnostima demonstrirali su u razdoblju 2008. - 2015. posljedične razmjere i brzinu ekspanzije javnog duga, koji je u tom razdoblju porastao za 152 milijarde kuna, ili mjereno udjelom u BDP-u s 39,6% na 86,7%.

Izlazak iz višegodišnje gospodarske recesije tijekom 2015. godine podupro je nastojanja i učinke provedene fiskalne konsolidacije te posljedično zaustavio višegodišnji trend prekomjernih međugodišnjih stopa porasta udjela javnog duga u BDP-u. Postojeće makroekonomske projekcije, u kratkom roku sugeriraju ublažavanje rizika refinanciranja te reverziju ovog trenda. No, dosegnuta razina javnog duga zahtijeva sveobuhvatan pristup gospodarske politike na tri osnovne razine:

U najužem smislu, upravljanje javnim dugom implicira definiranje načina zadovoljenja potreba državnog proračuna za financiranjem te osmišljavanje strukture duga putem odabira tržišta, instrumenata i datuma izdavanja duga.

U širem smislu, upravljanje dugom je sastavni dio fiskalne politike i odnosi se na odluke koji će se dio državnih rashoda financirati putem duga te koja je ciljna razina duga. Ovakve odluke detaljnije se obrazlažu u godišnjim strateškim dokumentima poput smjernica za izradu državnog proračuna, samog državnog proračuna te programa konvergencije koji se izrađuje u okviru Europskog semestra.

Osmišljavanje i provođenje Strategije upravljanja javnim dugom, kako u užem tako i širem smislu iziskuje, koordinirano i konzistentno djelovanje mjera ekonomske politike temeljenih na tri ključna strateška prioriteta: poticanju gospodarskog rasta, daljnjoj fiskalnoj konsolidaciji te aktivaciji državne imovine. Takve mjere bit će popraćene aktivnom politikom upravljanja javnim dugom i to s ciljem osiguravanja njegove dugoročne održivosti te ograničavanja negativnih učinaka povezanih rizika.

U tom kontekstu, Strategija upravljanja javnim dugom za razdoblje 2017. - 2019. (u daljnjem tekstu: Strategija) definira 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, Strategija identificira i provedbene rizike te načela njihovog ublažavanja, s naglaskom u područjima:

1. pravnog i institucionalnog okvira upravljanja javnim dugom
2. ublažavanja rizika refinanciranja i smanjenja udjela kratkoročnog duga u ukupnom javnom dugu
3. ublažavanja valutnog rizika javnog duga
4. ublažavanja kamatnog rizika javnog duga
5. povećanja transparentnosti javnog duga i zaduživanja.

Uz analizu navedenih rizika upravljanja javnim dugom, Strategija sadrži i plan zaduživanja u 2017. s predviđenom dinamikom i kalendarom aukcija te projekcije plana zaduživanja do 2019. godine.

Nužna poluga za aktivno upravljanje javnim dugom je redovito utvrđivanje, objava i ocjena provedbe Strategije upravljanja javnim dugom čiji su ciljevi bazirani na analizi troškova i rizika, uvažavajući makroekonomska i tržišna ograničenja. Stoga se u narednom razdoblju predviđa redovito godišnje usvajanje i objavljivanje strategije za trogodišnje razdoblje usklađene s tekućim programom konvergencije i trogodišnjim fiskalnim projekcijama.

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 strategijom 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 zaduživanja na vladu/ministarstvo financija bez naknadne obveze izvještavanja, do toga da predstavničko tijelo odobrava svaku transakciju zaduživanja. Najbolja praksa zemalja Europske unije (u daljnjem tekstu: EU) prisutna je u slučajevima kada se pravo zaduživanja delegira na vladu/ministarstvo financija, ali u isto vrijeme definiraju ciljevi upravljanja dugom uz godišnje izvješćivanje o zaduživanju i upravljanju dugom. U skladu sa zacrtanim ciljevima, vlada/ministarstvo financija je ono koje odlučuje o strategiji, 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 zaduživanju 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 zaduživanja 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, br. 87/08, 136/12 i 15/15

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 2017. godini utvrđen u iznosu od 7,5 milijuna kuna.

~ . ~

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 predstavlja bruto nominalnu vrijednost duga sektora opće države, a prema pravilima statističkog izvještavanja EU. 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 odgovoran za godišnje i tromjesečne statistike financijskih računa sektora opće države te tromjesečno izvješćivanje o dugu prema kriteriju iz Maastrichta prema metodologiji ESA 2010. Serije podataka o dugu opće države objavljuju se u Biltenu HNB-a.

Sektor opće države sastoji se od tri podsektora: središnje države, lokalne države i fondova socijalne sigurnosti.

Središnja država obuhvaća 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 uključuje i neprofitne institucije koje su pod kontrolom i uglavnom ih financira središnja vlast. Središnja država obuhvaća korisnike državnog proračuna, izvanproračunske korisnike (Hrvatske vode - HV, Fond za zaštitu okoliša i energetska učinkovitost - FZOEU, Hrvatske ceste - HC, Državnu agenciju za osiguranje štednih uloga i sanaciju banaka - DAB, Hrvatski fond za privatizaciju - HFP do 31. ožujka 2011., Agenciju za upravljanje državnom imovinom - AUDIO do 30. rujna 2013., Centar za restrukturiranje i prodaju - CERP kao njezinih pravnih slijednika), HŽ Infrastrukturu - HŽI, Hrvatsku radio televiziju - HRT, Hrvatske autoceste - HAC, Autocestu Rijeka – Zagreb - ARZ, zajedno s Hrvatskom bankom za obnovu i razvitak - HBOR, Hrvatskim operatorom tržišta energije – HROTE, Hrvatskom regulatornom agencijom za mrežne djelatnosti - HAKOM te Hrvatskom energetske regulatornom agencijom – HERA koji su reklasificirani u sektor središnje države.

* Državni zavod za statistiku

Lokalna država obuhvaća jedinice lokalne i područne (regionalne) samouprave i korisnike lokalnih proračuna. Uključuje i neprofitne institucije koje su pod kontrolom lokalne vlasti i uglavnom ih ona financira.

Podsektor fondova socijalne sigurnosti uključuje 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 koji se izravno podmiruje iz državnog proračuna, a čine ga obveze po sljedećim instrumentima: obveznice, trezorski zapisi, krediti i zajmovi.

3. STANJE JAVNOG DUGA I STANJE JAMSTAVA

U razdoblju 2008. - 2015. javni dug povećan je s 39,6% BDP-a na 86,7% BDP-a, odnosno s 137,6 milijardi kuna na 289,6 milijardi kuna. Na takav rast duga od 2008. utjecala je akumulacija proračunskih manjkova, ali i čimbenici koji se uglavnom odnose na realizaciju potencijalnih rizika kod poduzeća u državnom vlasništvu. Osim toga, na razinu javnog duga znatno je utjecala i reklasifikacija nekoliko visokozaduženih poduzeća u državnom vlasništvu u sektor opće države, do čega je došlo zbog prijelaza na ESA 2010. Dosad je najveći učinak na javni dug imalo uključivanje triju sljedećih subjekata: HAC, ARZ te HBOR. Dug ovih subjekata na kraju 2015. godini iznosio je 45,2 milijarde kuna. Nadalje, primjenom nove metodologije i dug Bina Istre d.d. reklasificiran je u javni dug te je time povećan za dodatnih 1,4% BDP-a.

Promatrano prema razinama državne vlasti, glavnina javnog duga odnosi se na sektor središnje države u iznosu od 284,2 milijarde kuna, dug sektora lokalne države iznosi 5,4 milijarde kuna, a neznatan dio duga od 1,9 milijuna kuna odnosi se na sektor fondova socijalne sigurnosti. Pritom je ponovno važno naglasiti kako se u dug sektora središnje države, osim duga korisnika državnog proračuna, ubraja i dug izvanproračunskih korisnika u iznosu od 12,2 milijarde kuna, kao i dug subjekata u vlasništvu države (HŽI-a, HRT-a, HAC-a, ARZ-a i HBOR-a), javno privatnih partnerstva i koncesija u ukupnom iznosu od 54,3 milijarde kuna.

Gledajući prema instrumentima zaduživanja, najveći dio javnog duga nastao je zaduživanjem putem dugoročnih vrijednosnih papira, odnosno obveznica (56,1%), a zatim zaduživanjem putem kredita (37,4%) te kratkoročnih vrijednosnih papira (6,5%).

Valutna struktura javnog duga pokazuje kako je značajan dio duga denominiran u stranoj valuti pri čemu se na dug denominiran u eurima odnosi 74,4%, na dug denominiran u kunama 21,4%, a na dug denominiran u dolarima 4,1% ukupnog duga. Neznatan dio duga (0,1%) denominiran je u švicarskim francima. Dug denominiran u eurima zadnjih se godina postupno povećavao te je najvećim dijelom rezultat izdavanja domaćih i inozemnih obveznica denominiranih u eurima, zaduživanja na domaćem tržištu putem sindiciranih kredita te korištenja projektnih zajmova međunarodnih financijskih institucija.

Struktura javnog duga po ročnosti pokazuje da je na kraju 2015. godine udio javnog duga s rokom dospelja do jedne godine u ukupnom dugu iznosio 6,7%. Udio javnog duga s rokom dospelja od jedne do pet godina bio je 16,4%, dok je udio duga s rokom dospelja od pet do 10 godina iznosio 37,3%. Na dug s rokom dospelja iznad 10 godina odnosi se 39,6% ukupnog javnog duga.

Tablica 1: Struktura javnog duga u razdoblju 2013. - 2016.

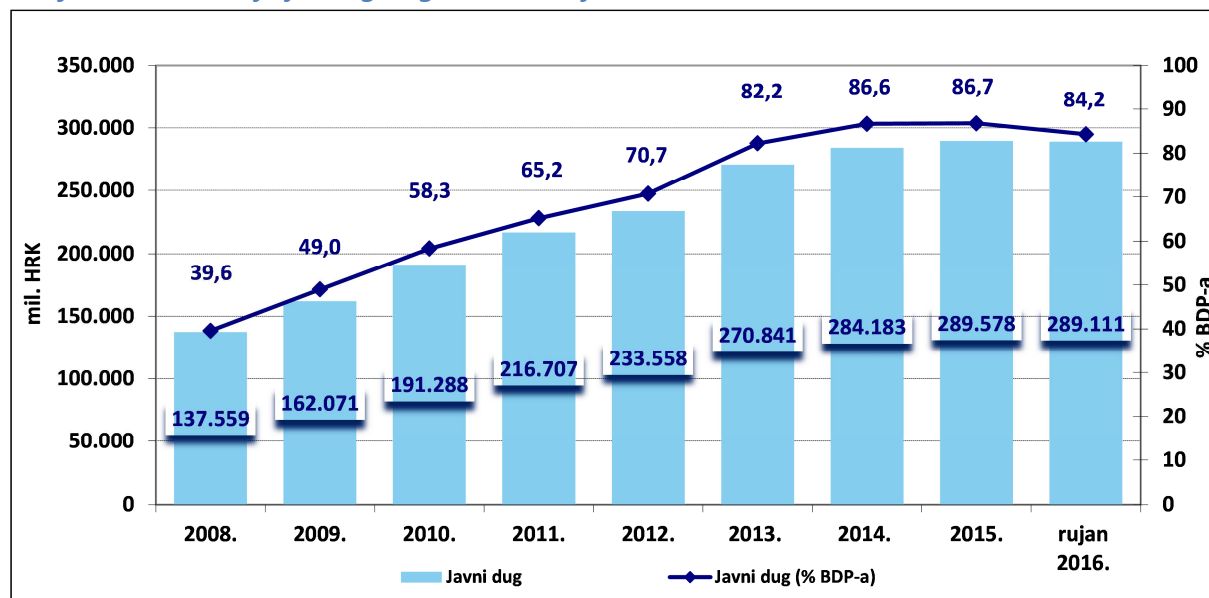
Stanje i struktura javnog duga, ESA 2010, mil. HRK	2013.	2014.	2015.	rujan 2016.
1. Unutarnji dug opće države*	156.405	165.868	171.462	179.347
1.1 Unutarnji dug središnje države	151.826	160.889	166.771	175.203
od čega:				
HAC	11.058	11.007	11.964	12.213
ARZ	1.405	1.760	1.759	1.804
HRT	343	407	349	336
HŽI	2.556	2.252	2.295	807
HBOR	3.416	747	747	921
HV	1.734	1.546	1.150	813
HC	6.468	7.459	7.886	7.468
DAB	0	0	0	0
FZOEU	0	0	0	101
HFP, AUDIO, DUUDI, CERP	852	1.174	999	952
JPP I KONCESIJE	216	215	213	212
1.2 Unutarnji dug fondova socijalne sigurnosti	1	4	2	1
1.3 Unutarnji dug lokalne države	4.761	5.174	4.956	4.435
2. Inozemni dug opće države	114.435	118.315	118.116	109.764
2.1 Inozemni dug središnje države	113.952	117.834	117.703	109.391
od čega:				
HAC	11.264	12.712	11.857	11.586
ARZ	5.912	5.434	4.954	4.554
HRT	0	0	0	0
HŽI	0	115	253	283
HBOR	12.465	14.318	13.958	15.015
HV	5	2	0	0
HC	2.221	2.137	2.098	1.929
DAB	0	0	0	0
FZOEU	0	0	0	0
HFP, AUDIO, DUUDI, CERP	42	38	34	30
JPP I KONCESIJE	5.352	5.603	5.965	6.255
2.2 Inozemni dug fondova socijalne sigurnosti	0	0	0	0
2.3 Inozemni dug lokalne države	483	481	414	373
UKUPNI JAVNI DUG	270.841	284.183	289.578	289.111

Izvor: HNB

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

Prema preliminarnim podacima HNB-a, krajem rujna 2016. godine javni dug iznosio je 289,1 milijardu kuna ili 84,2% procijenjenog BDP-a za 2016., čime je u odnosu na kraj 2015. zabilježeno nominalno smanjenje za 467,4 milijuna kuna.

Grafikon 1: Kretanje javnog duga u razdoblju 2008. - 2016.



Izvor: HNB, DZS

Ukupna izdana jamstva Republike Hrvatske (u daljnjem tekstu: RH) krajem 2015. iznosila su 7,3 milijarde kuna, odnosno 2,2% BDP-a te su u odnosu na kraj 2014. godine smanjena za 1 milijardu kuna. Ovakav iznos ukupnih jamstava prvenstveno je rezultat prethodno navedenog usklađivanja s metodologijom ESA 2010 i preuzimanja obveza javnih poduzeća u javni dug. Krajem rujna 2016. ukupna izdana jamstva RH iznosila su 8,1 milijardu kuna odnosno 2,4% BDP-a.

4. PREGLED FINANCIJSKOG ZADUŽIVANJA U 2015. I 2016. GODINI

4.1. Zaduživanje putem obveznica

Euroobveznice na međunarodnom tržištu

RH se u ožujku 2015. godine zadužila na međunarodnom financijskom tržištu izdavanjem desetogodišnjih euroobveznica u iznosu od 1,5 milijardi eura. Obveznice su izdane po cijeni od 97,845% nominalnog iznosa. Kamatni kupon je nepromjenjiv i iznosi 3,0% godišnje, uz prinos do dospijeca od 3,256%. Datum dospijeca obveznica je 11. ožujka 2025., a kamata po obveznicama isplaćuje se jednom godišnje počevši od 11. ožujka 2016. godine.

Obveznice uz plasman na domaćem tržištu kapitala

U 2015. godini RH se putem izdanja domaćih obveznica zadužila u srpnju i prosincu. U srpnju se zadužila izdavanjem obveznica uz plasman na domaćem tržištu kapitala u iznosu od 6 milijardi kuna. Obveznice su izdane po cijeni 98,497% nominalnog iznosa. Dospijeca obveznica je 9. srpnja 2025. godine, kamatni kupon je nepromjenjiv i iznosi 4,5% godišnje te se isplaćuje polugodišnje.

U prosincu 2015. godine na domaćem tržištu kapitala izdane su obveznice u iznosu od 6 milijardi kuna. Obveznice su izdane po cijeni 98,703% nominalnog iznosa. Dospijeca obveznica je 14. prosinca 2026. godine. Kamatni kupon je nepromjenjiv i iznosi 4,25% godišnje. Kamata po obveznicama isplaćuje se polugodišnje, a glavnica će se u cijelosti isplatiti po dospijecu. Ovo izdanje obveznica je nadopunjeno u ožujku 2016. godine s iznosom od 4 milijarde kuna po cijeni 102,248% nominalnog iznosa. Obveznice su konsolidirane s izdavanjem obveznica iz prosinca te čine integralno izdanje u iznosu od 10 milijardi kuna s dospijecom 14. prosinca 2026. godine.

Radi izvršenja izdataka utvrđenih Zakonom o izvršavanju Državnog proračuna Republike Hrvatske za 2016. godinu², RH se u srpnju 2016. godine zadužila izdavanjem obveznica uz plasman na domaćem tržištu kapitala u iznosu od 6 milijardi kuna. Obveznice su izdane po cijeni 99,537% nominalnog iznosa. Dospijeca obveznica je 8. srpnja 2021. godine. Kamata po obveznicama isplaćuje se polugodišnje, a glavnica će se u cijelosti isplatiti po dospijecu. Kamatni kupon je nepromjenjiv i iznosi 2,75% godišnje.

U srpnju 2016. dospjelo je i iskupljeno 3,5 milijardi kuna obveznica izdanih 2011. godine.

² Narodne novine, br. 26/16 i 111/16

Sve obveznice RH uvrštene su u prvu kotaciju Zagrebačke burze na kojoj je potkraj 2016. godine bilo uvršteno ukupno jedanaest izdanja obveznica.

4.2. Zaduživanje putem dugoročnih kredita

- Kredit na domaćem tržištu u iznosu od 720 milijuna kuna

RH se u siječnju 2015. zadužila na domaćem financijskom tržištu u iznosu od 720 milijuna kuna uz kamatnu stopu u visini prinosa na trezorske zapise na 91 dan + 4,10%. Glavnica se otplaćuje u sedamnaest jednakih tromjesečnih rata, od kojih je prva rata dospjela 22. prosinca 2015., a zadnja dospijeva 22. prosinca 2019. godine.

- Devizni sindicirani kredit u iznosu od 528,5 milijuna eura

RH se u srpnju 2015. zadužila dugoročnim deviznim sindiciranim kreditom u iznosu od 528,5 milijuna eura uz kamatnu stopu u visini 6 mj. EURIBOR + 3,70%. Kamatna stopa je promjenjiva uz polugodišnji obračun. Glavnica će se otplaćivati u sedam jednakih šestomjesečnih rata, od kojih prva rata dospijeva 9. srpnja 2017., a zadnja 9. srpnja 2020. godine.

- Kredit u iznosu od 600 milijuna kuna

RH se u rujnu 2015. zadužila dugoročnim kreditom u iznosu od 600 milijuna kuna uz kamatnu stopu u visini 6 mj. ZIBOR + 1,90%. Kamatna stopa je promjenjiva uz polugodišnji obračun. Glavnica će se otplaćivati u šest jednakih šestomjesečnih rata, od kojih je prva rata dospjela 28. veljače 2016., a zadnja dospijeva 31. kolovoza 2018. godine.

- Kredit u iznosu od 735,2 milijuna kuna

RH se u studenom 2015. zadužila u iznosu od 735,2 milijuna kuna uz kamatnu stopu u visini prinosa na trezorske zapise na 354 dana + 2,50%. Glavnica će se otplatiti jednokratno 2. svibnja 2017. godine.

- Kredit na domaćem tržištu u iznosu od 2 milijarde kuna

Radi izvršenja izdataka utvrđenih Zakonom o izvršavanju Državnog proračuna Republike Hrvatske za 2016. godinu³, RH se u lipnju 2016. zadužila na domaćem financijskom tržištu u iznosu od 1 milijarde kuna uz kamatnu stopu u visini prinosa na trezorske zapise na 91 dan + 2,70% godišnje. Glavnica će se otplaćivati u 10 jednakih šestomjesečnih rata, od kojih prva rata dospijeva 30. studenog 2018., a zadnja 31. svibnja 2023. godine. Također u lipnju 2016. RH se zadužila u iznosu od 1 milijarde kuna uz fiksnu kamatnu stopu 3,40% godišnje. Glavnica će se otplatiti jednokratno 4. lipnja 2021. godine.

³ Narodne novine, br. 26/16 i 111/16

Preuzete obveze

Ministarstvo financija u 2015. godini preuzelo je jedanaest kreditnih obveza temeljem Odluka o davanju suglasnosti za povećanje temeljnog kapitala pretvaranjem potraživanja s osnova preuzimanja duga temeljem danih jamstava i neplaćenih obaveznih davanja dužnika.

Od ukupno preuzetih jedanaest kreditnih obveza šest kreditnih obveza odnosi se na društvo HŽ Cargo d.o.o. Odluka o davanju suglasnosti za povećanje temeljnog kapitala društva HŽ Cargo d.o.o. donesena je 21. svibnja 2015. godine. Preuzeto stanje glavnice iznosi 68,6 milijuna eura, što u kunskoj protuvrijednosti iznosi 520,9 milijuna.

Radi učinkovitog upravljanja javnim dugom donesena je odluka o dva kreditna zaduženja kod Hrvatske poštanske banke d.d. (u daljnjem tekstu: HPB) kako bi se preuzete obveze društva HŽ Cargo d.o.o. racionalizirale i otplaćivale pod povoljnijim uvjetima. Odluka o zaduživanju RH u iznosu 112 milijuna kuna kod HPB-a donesena je kako bi se pokrile tri preuzete obveze prema HPB-u, a Odluka o zaduživanju RH u iznosu 400 milijuna kuna kod HPB-a donesena je kako bi se zatvorile nepovoljnije partije kod Erste & Steiermarkische Bank d.d. i Zagrebačke banke d.d. ovim kreditnim zaduženjem s povoljnijim uvjetima.

Odluka o davanju suglasnosti za povećanje temeljnog kapitala društva HŽ Infrastruktura d.o.o. donesena je 23. prosinca 2014. godine. Preuzeto stanje duga glavnice je 170 milijuna kuna te 208,9 milijuna eura što je ukupno 1,8 milijardi kuna.

24. rujna 2015. godine Vlada je donijela i Odluku o davanju suglasnosti za povećanje temeljnog kapitala društva HŽ Putnički prijevoz d.o.o. Navedenom odlukom preuzeto je stanje duga od 100,7 milijuna eura što u kunskoj protuvrijednosti iznosi 766 milijuna.

5. DRŽAVNI DUG U RAZDOBLJU 2011. - 2016.

U nastavku iznosimo detaljnu strukturu i obilježja duga državnog proračuna 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 dug⁴ obuhvaća domaći i inozemni dug. Domaći dug se sastoji od obveznica izdanih na domaćem tržištu, trezorskih zapisa i kredita na domaćem tržištu kapitala, dok se inozemni dug sastoji od obveznica i kredita na međunarodnim financijskim tržištima. Kretanje hrvatskog državnog duga u razdoblju 2011. - 2016. vidljivo je u sljedećoj tablici.

Tablica 2: Državni dug prema vrsti instrumenata

	2011.		2012.		2013.		2014.		2015.		2016.	
	mil. HRK	%	mil. HRK	%	mil. HRK	%	mil. HRK	%	mil. HRK	%	mil. HRK	%
DOMAĆI DUG	90.318	64,1%	102.644	62,8%	112.697	57,7%	119.512	57,8%	124.124	57,0%	125.892	58,0%
1. Obveznice	52.732	37,4%	53.910	33,0%	58.710	30,0%	65.892	31,9%	69.594	32,0%	75.754	34,9%
2. Trezorski zapisi	19.879	14,1%	24.803	15,2%	27.892	14,3%	29.367	14,2%	27.686	12,7%	28.673	13,2%
3. Krediti	17.707	12,6%	23.931	14,6%	26.095	13,3%	24.253	11,7%	26.844	12,3%	21.465	9,9%
INOZEMNI DUG	50.537	35,9%	60.877	37,2%	82.784	42,3%	87.173	42,2%	93.452	43,0%	91.282	42,0%
1. Obveznice	38.577	27,4%	47.131	28,8%	66.159	33,8%	73.215	35,4%	79.756	36,7%	79.320	36,5%
2. Krediti, od čega	11.960	8,5%	13.746	8,4%	16.625	8,5%	13.958	6,8%	13.697	6,3%	11.963	5,5%
međunarodne financijske institucije	10.975	7,8%	10.936	6,7%	10.982	5,6%	10.626	5,1%	10.972	5,0%	11.452	5,3%
Ukupni državni dug	140.855	100,0%	163.520	100,0%	195.481	100,0%	206.685	100,0%	217.577	100,0%	217.174	100,0%

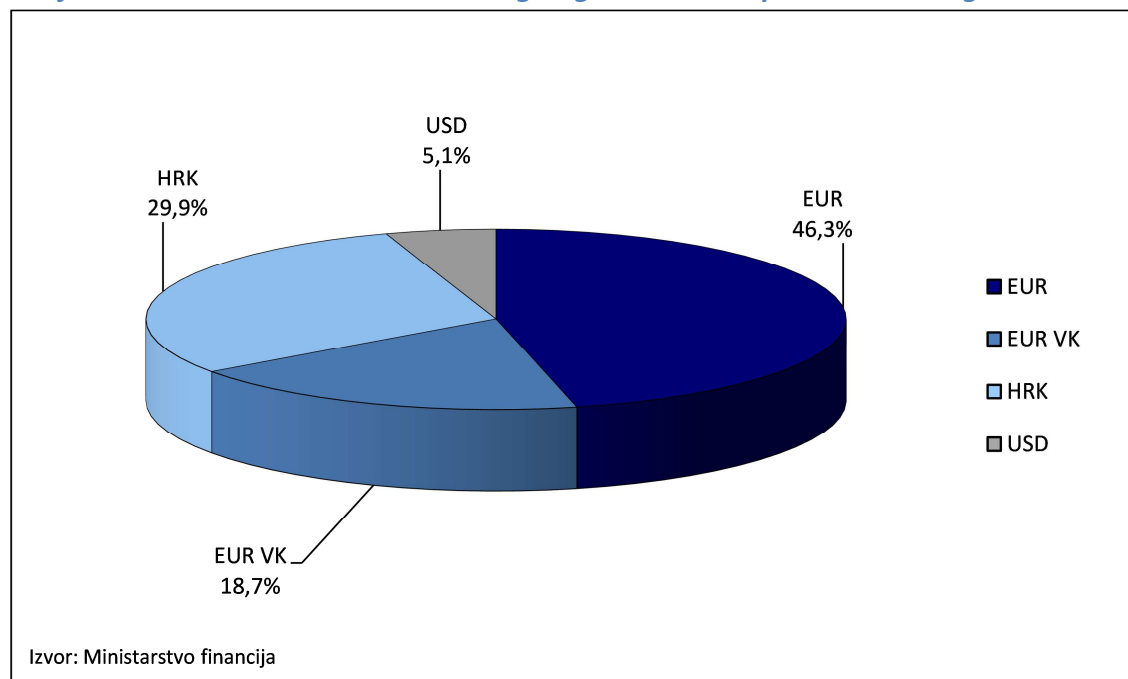
Izvor: Ministarstvo financija

5.1. Valutna struktura državnog duga

Valutna struktura duga krajem 2016. godine pokazuje dominaciju dviju valuta, kuna i eura. Udio duga denominiranog u eurima je 65,0% ukupnog državnog duga i najvećim je dijelom rezultat izdavanja obveznica denominiranih u eurima te korištenja projektnih zajmova međunarodnih financijskih institucija. U dijelu duga denominiranog u eurima jedan dio se odnosi na dug koji se izražava u eurima, a plativ je u kunama i čini 18,7% ukupnog duga. Dug denominiran u kunama čini 29,9% ukupnog državnog duga i rezultat je orijentacije zaduživanja na domaćem tržištu kapitala, što je ujedno pridonijelo i razvoju dugoročne krivulje prinosa u nacionalnoj valuti. Osim kuna i eura koji dominiraju u valutnoj strukturi, udio duga denominiranog u dolarima čini 5%.

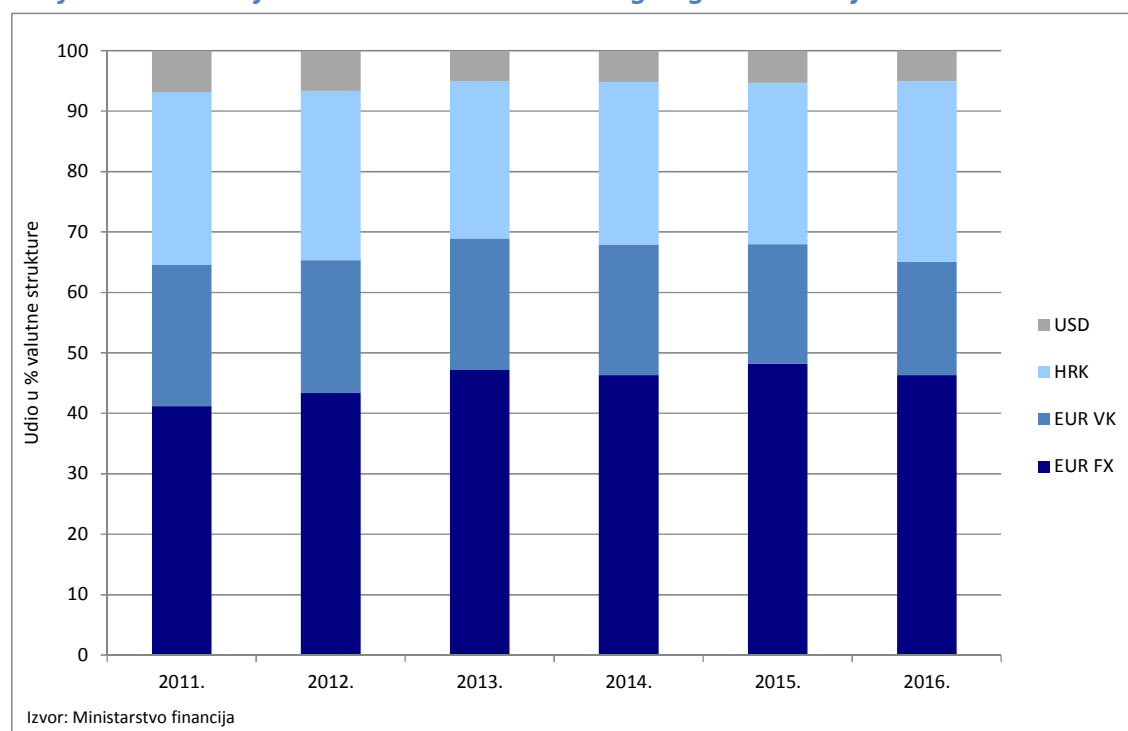
⁴ Dug državnog proračuna obuhvaća kreditne obveze koje se servisiraju iz državnog proračuna, a ne obuhvaća dug izvanproračunskih korisnika državnog proračuna i dug javnih poduzeća koja su klasificirana u sektor središnje države prema metodologiji ESA 2010.

Grafikon 2: Valutna struktura državnog duga na dan 31. prosinca 2016. godine



Grafikon 3. prikazuje kretanje valutne strukture državnog duga u razdoblju 2011. - 2016. iz kojeg je vidljivo da se udio duga u eurima povećao sa 41,1%, koliko je iznosio potkraj 2011. godine, na 46,3% koliki je bio krajem 2016. Istovremeno se smanjio udio duga s valutnom klauzulom s 23,3% na 18,7% kao rezultat orijentacije zaduživanja na domaćem tržištu izdavanjem obveznica u kunama.

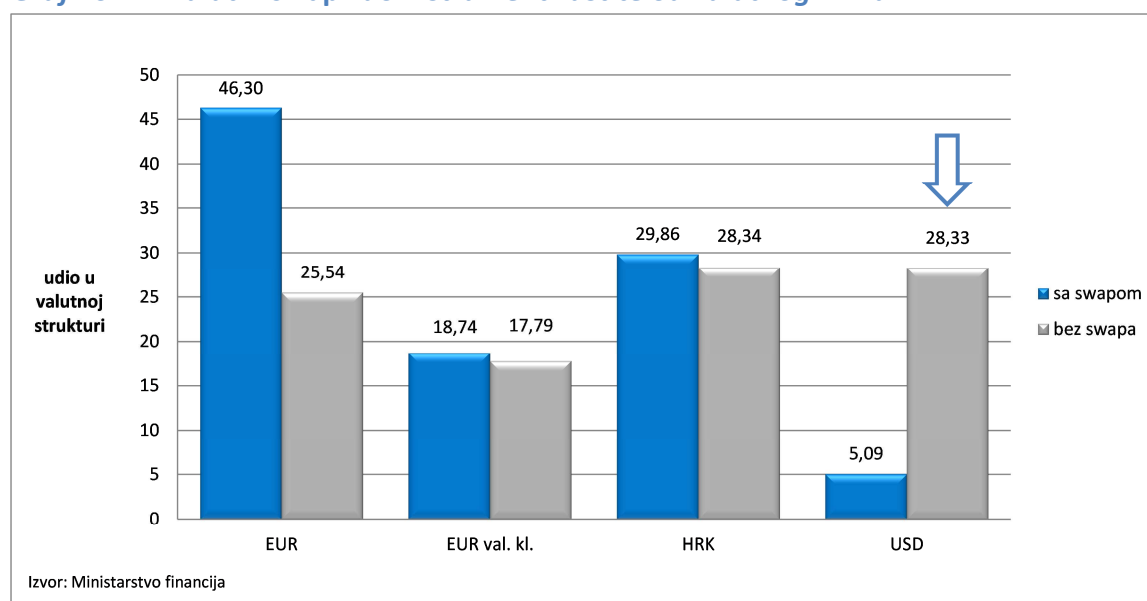
Grafikon 3: Kretanje valutne strukture državnog duga u razdoblju 2011. - 2016.



Znatno povećanje ukupnih potreba financiranja i visoka volatilnost Eurozone uzrokovana dužničkom krizom pojedinih članica, uvjetovali su nužnost širenja baze investitora, prvenstveno izdanjima obveznica denominiranih u američkim dolarima. Strategijom upravljanja javnim dugom u prošlom trogodišnjem razdoblju ostvareno je otklanjanje predmetnog valutnog rizika putem uvođenja instrumenata zaštite (valutni *swap*), odnosno zamjenom znatnog dijela dolarski denominiranih obveza u euro obveze te je na taj način ostvaren značajan iznos ušteda. Izdano je pet valutnih *swap* transakcija obveznica u ukupnom iznosu od 7,5 milijardi USD, čime se izdane dolarske obveznice i pripadajuće kamate po unaprijed fiksiranom omjeru USD/EUR prebacuju u eurske obveze, što s obzirom na manju volatilnost EUR/HRK eliminira rizik nepovoljnih valutnih promjena.

Na grafikonu 4 prikazano je trenutno stanje valutne strukture državnog duga uz korištenje i bez korištenja valutnog *swapa*. Presjekom na dan 31. prosinca 2016. godine utvrđene su uštede s obzirom na kretanje tečaja u iznosu od preko 11,6 milijardi kuna na iznos glavnice duga, čime su izbjegnute negativne tečajne razlike uslijed volatilnosti dolara.

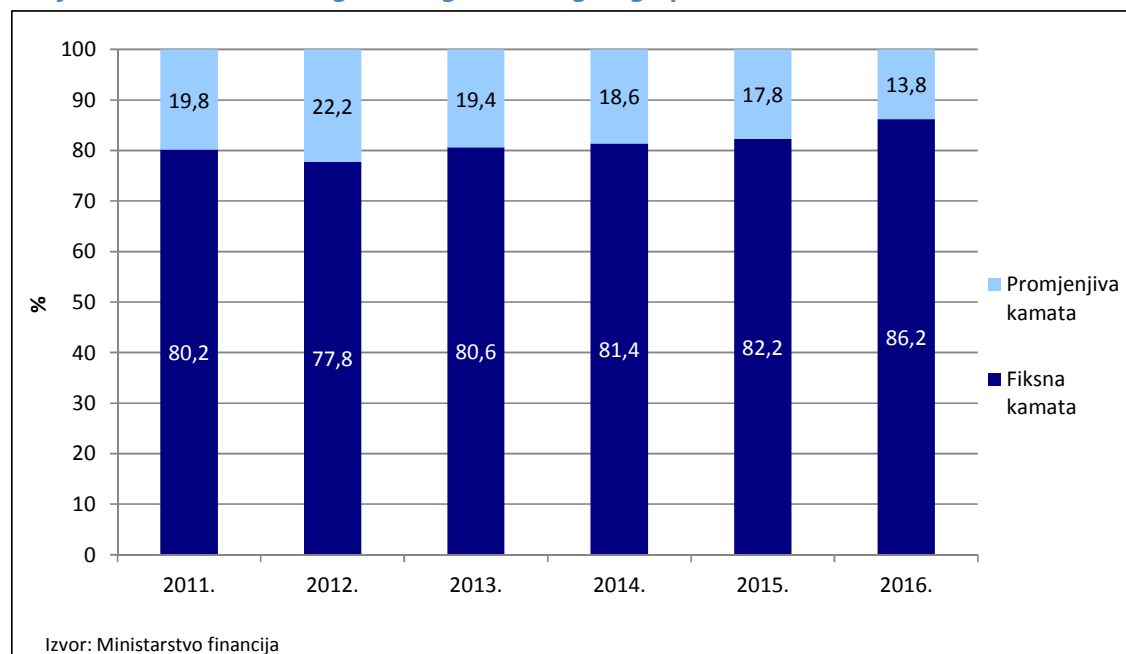
Grafikon 4: Valutni swap kao instrument zaštite od valutnog rizika



5.2. Kamatna struktura državnog duga

Udio duga s fiksnom kamatnom stopom u razdoblju od 2011. do kraja 2016. povećao se s 80,2% na 86,2%, ponajprije kao posljedica izdavanja obveznica na domaćem i međunarodnom tržištu. Kretanje strukture dugoročnog državnog duga prema vrsti kamatne stope prikazano je grafikonom 5.

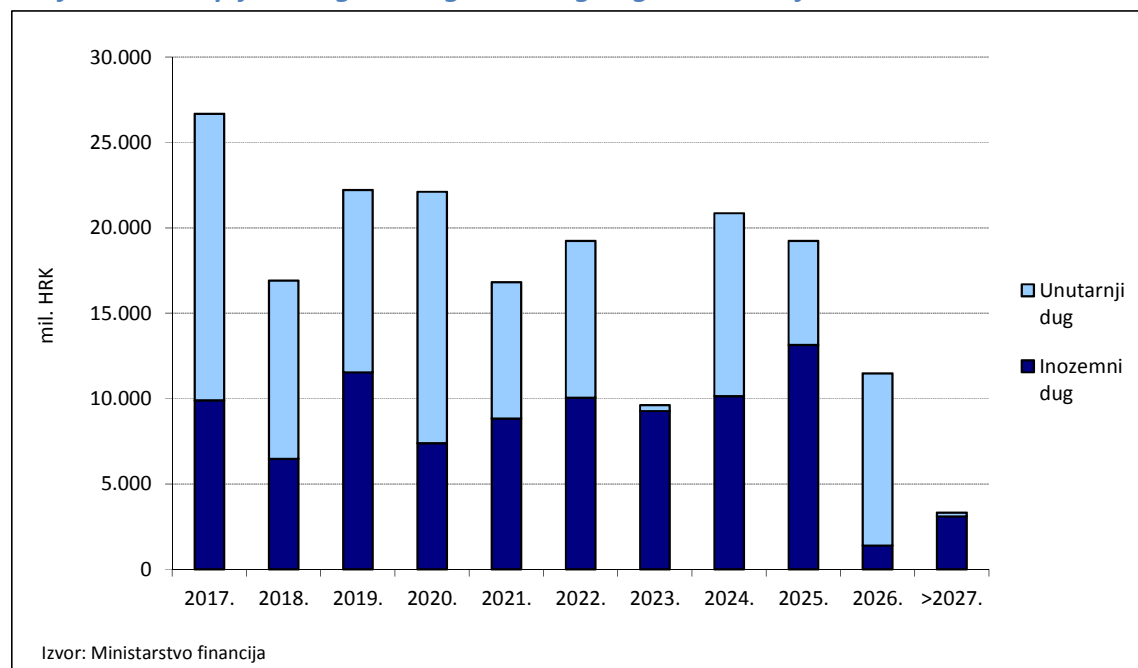
Grafikon 5: Struktura dugoročnog državnog duga prema vrsti kamate



5.3. Ročna struktura državnog duga

Projekcija otplate glavnica domaćeg i inozemnog duga u razdoblju 2017. - 2027. prikazana je grafikonom 6. U projekciju nisu uključene obveze po trezorskim zapisima koje su potkraj 2016. godine iznosile 28,7 milijardi kuna. Bez dospjeća trezorskih zapisa, u 2017. godini potrebno je otplatiti dugoročnih obveza u iznosu 27 milijardi kuna. Vidljiv je također pojačani teret otplate u 2019. i 2020. godini, zbog dospjeća obveznica izdanih na domaćem i inozemnom tržištu. S obzirom da je za jedan od zadataka upravljanja javnim dugom važno održavati ravnomjeran teret otplate u nadolazećem razdoblju, posebna pažnja pridavat će se zadržavanju ujednačenog dospjeća duga. Zadržava se također mogućnost i refinanciranja postojećeg duga po povoljnijim uvjetima i s dužim razdobljem otplate s obzirom na trenutnu situaciju na financijskim tržištima.

Grafikon 6: Dospijeca dugoročnog državnog duga u razdoblju 2017. - 2027.



5.4. Struktura državnog duga prema vrsti instrumenta

U strukturi duga u razdoblju 2011. - 2016. dolazi do smanjenja komponente domaćeg duga čiji je udio u ukupnom dugu sa 64,1% krajem 2011. smanjen na približno 58% krajem 2016. godine. Udio inozemnog duga povećan je s 35,9% koliko je iznosio krajem 2011. godine na 42% ukupnog državnog duga (krajem 2016.), a najvećim dijelom se odnosi na izdanje međunarodnih obveznica i projektne zajmove međunarodnih financijskih institucija.

S obzirom na izmijenjene uvjete na financijskim tržištima te u pogledu izmijenjenih domaćih i globalnih makroekonomskih uvjeta, dio ukupnih potreba za financiranjem realiziran je izdavanjem euroobveznica na inozemnom tržištu što je utjecalo na valutnu strukturu.

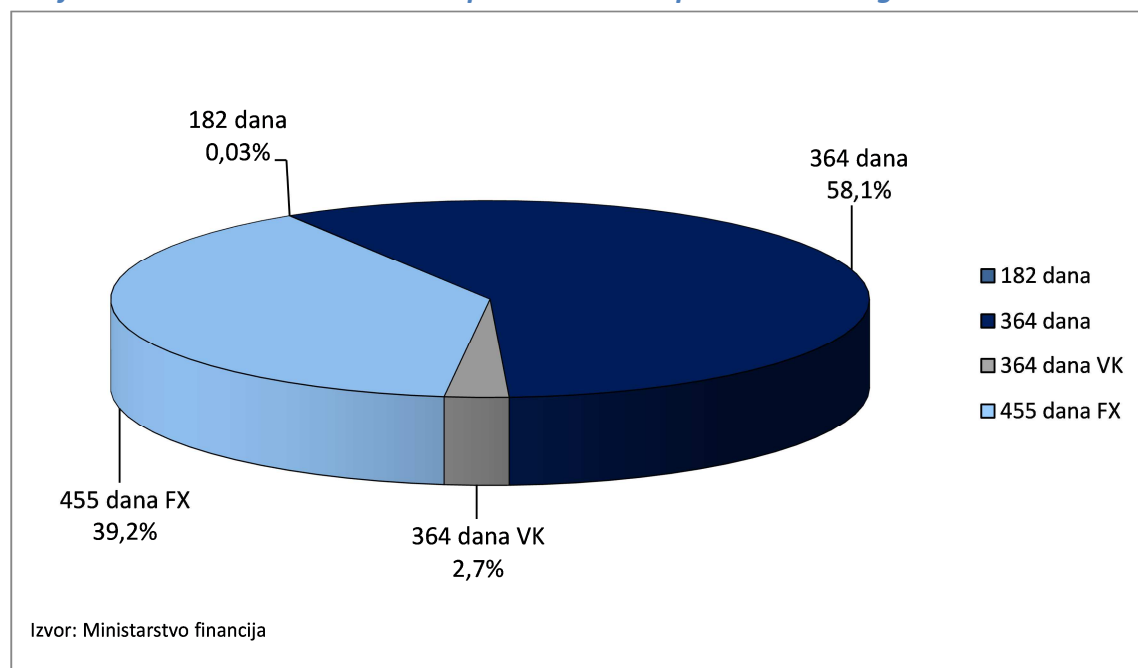
Gledajući prema instrumentima zaduživanja, najveći dio državnog duga nastao je zaduživanjem putem dugoročnih vrijednosnih papira, odnosno obveznica (71,4%), a zatim zaduživanjem putem kredita (15,4%) te kratkoročnih vrijednosnih papira (13,2%).

Trezorski zapisi

Ministarstvo financija provodi aukcije trezorskih zapisa u skladu s Pravilima i uvjetima aukcija trezorskih zapisa koristeći elektronički Bloomberg aukcijski sustav (BAS).

Na aukcijama trezorskih zapisa najveći je interes za trezorske zapise s rokom dospeljeća od 364 dana, tako da je sa stanjem na dan 31. prosinca 2016. godine u ukupnom nominalnom iznosu izdanih trezorskih zapisa od 28,9 milijardi kuna, udio trezorskih zapisa s rokom dospeljeća od 364 dana iznosio 60,8%. Udio trezorskih zapisa s rokom dospeljeća od 455 dana iznosio je 39,2%, dok je na rok od 182 dana upisano tek 0,03% trezorskih zapisa.

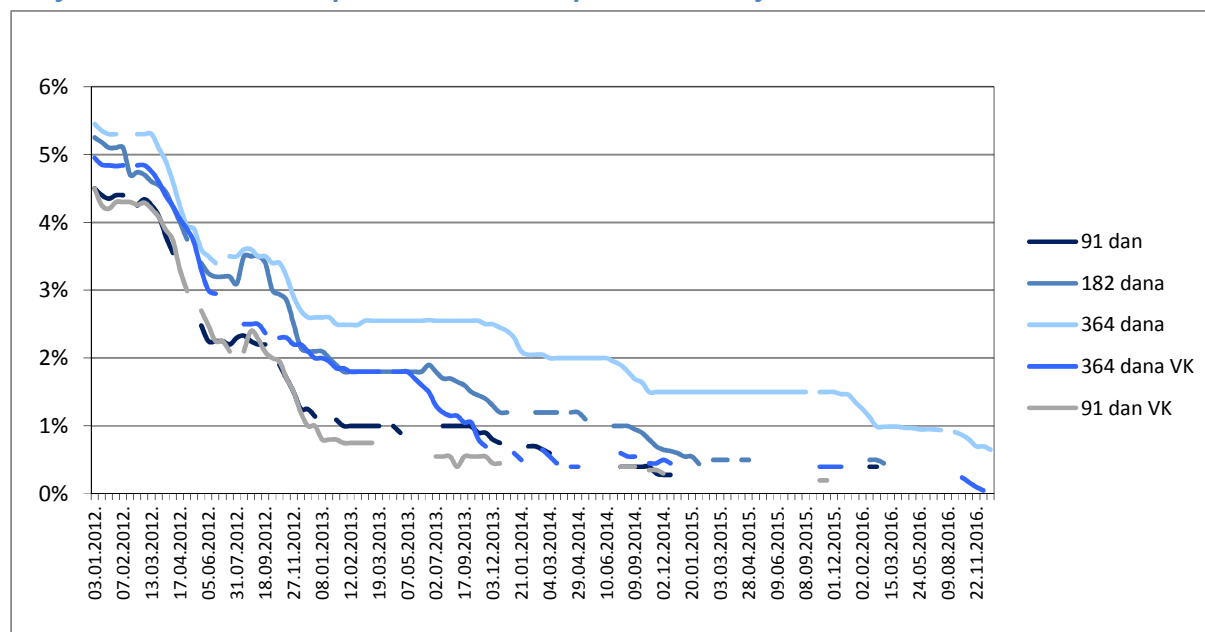
Grafikon 7: Struktura trezorskih zapisa na dan 31. prosinca 2016. godine



Na grafikonu 8, koji prikazuje kretanje kamatnih stopa na trezorske zapise Ministarstva financija u razdoblju 2012. - 2016., može se vidjeti kretanje kamatnih stopa za sve vrste izdanja. Od kraja 2012. godine počinje postupno smanjenje kamatnih stopa na trezorske zapise po svim vrstama izdanja. Krajem 2016. godine kamatne stope na kunske trezorske zapise su iznosile 0,4% na 91 dan, 0,3% na 182 dana te 0,65% na 364 dana. Kamatne stope na trezorske zapise s valutnom klauzulom su iznosile 0,05% na 364 dana i 0,2% na 91 dan.

Kroz cijelo promatrano razdoblje potražnja za trezorskim zapisima prelazi iznose izdanih trezorskih zapisa, s time da je trend povećane potražnje za trezorskim zapisima naročito vidljiv krajem promatranog razdoblja.

Grafikon 8: Kamatne stope na trezorske zapise u razdoblju 2012. – 2016.



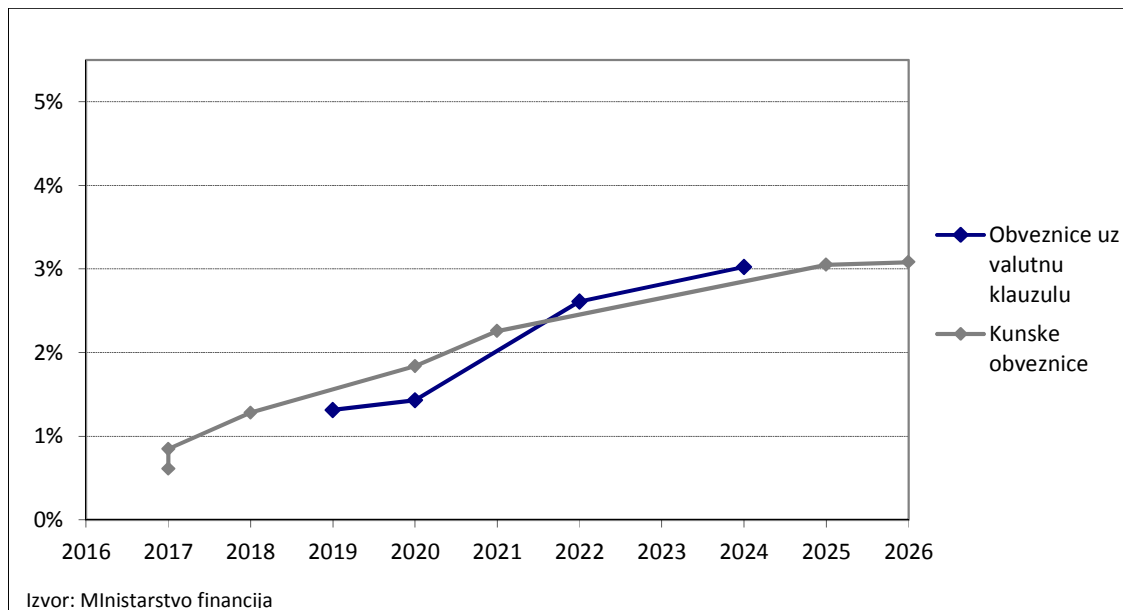
Obveznice

U razdoblju 2011. - 2016. dospjelo je i iskupljeno tri izdanja međunarodnih obveznica i šest izdanja obveznica izdanih na domaćem tržištu kapitala. Pri analizi i utvrđivanju izvora računa financiranja Državnog proračuna u razdoblju 2011. - 2016., RH je izdala sedam obveznica na inozemnom tržištu te šest državnih obveznica na domaćem tržištu.

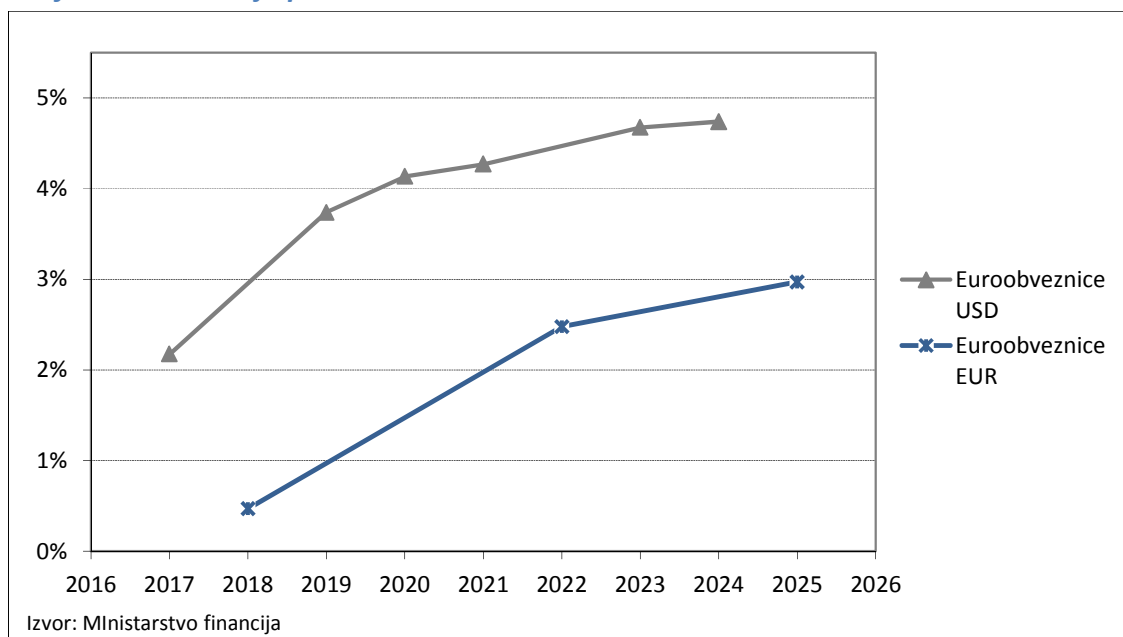
Nova izdanja obveznica na domaćem i inozemnom tržištu pridonijela su razvoju krivulja prinosa obveznica RH.

U nastavku, grafikonima 9 i 10 prikazane su krivulje prinosa na domaće i inozemne obveznice.

Grafikon 9: Krivulja prinosa domaćih obveznica



Grafikon 10: Krivulja prinosa inozemnih obveznica



6. MAKROEKONOMSKI OKVIR

Ovaj makroekonomski okvir istovjetan je onom iz Državnog proračuna Republike Hrvatske za 2017. i projekcija za 2018. i 2019. godinu⁵ te je izrađen temeljem svih dosad objavljenih pokazatelja te projekcija proračunskih kategorija⁶. Pri tomu su vanjske pretpostavke u velikom dijelu preuzete iz najnovijih projekcija Europske komisije „Jesen 2016.“. Oporavak ekonomske aktivnosti započet tijekom 2015. ubrzat će u 2016. godini, u kojoj se očekuje realni rast BDP-a od 2,7%. U srednjoročnom razdoblju očekuje se nastavak pozitivnih kretanja te postupno ubrzanje rasta gospodarske aktivnosti. U 2017. i 2018. tako se predviđa rast BDP-a od 3,2%, koji će zatim ubrzati na 3,3% u 2019. godini. Gospodarski rast će se kroz čitavo projekcijsko razdoblje temeljiti isključivo na doprinosu domaće potražnje. Doprinos neto inozemne potražnje bit će tek neznatno negativan u 2016., nešto izraženije u 2017., a zatim se stabilizirati do kraja promatranog razdoblja.

Na očekivan gospodarski rast u narednoj godini značajan će utjecaj imati sveobuhvatna porezna reforma s primjenom od početka 2017. Naime, multiplikativni učinak reforme procjenjuje se na 0,5% BDP-a. Drugim riječima, za približno isti iznos izražen u postotnim bodovima uvećana je stopa rasta u 2017. naspram temeljnog scenarija bez reforme koji pretpostavlja rast od 2,7%, isto kao i u 2016. Inicijalan učinak reforme događa se uslijed procijenjenog oslobađanja sredstava sektoru kućanstava te sektoru poduzeća u iznosu od, redom, 0,5% i 0,2% BDP-a. Pri izračunu multiplikativnog učinka pretpostavljeno je da će i kućanstava i poduzeća, u prvom slučaju potrošiti, a u drugom investirati, približno 70% oslobođenih sredstava, uzevši u obzir trenutnu točku privrednog ciklusa. Za učinke reforme korigirane su i stope rasta pojedinih sastavnica rashodne strane obračuna BDP-a pri čemu je u temeljnom scenariju bez reforme potrošnja kućanstava blago usporila u odnosu na 2016., dok su investicije i u temeljnom scenariju znatno ubrzale svoj rast u usporedbi s 2016.

⁵ Narodne novine, broj 119/16

⁶ Napominjemo da je nakon izrade ovog makroekonomskog okvira objavljena prva procjena tromjesečnoga BDP-a za treće tromjesečje 2016. prema kojoj je BDP porastao 2,9% na međugodišnjoj razini. Projekcija za 2016. iz tablice 2 pretpostavljala je tek blago snažniji rast u trećem tromjesečju, ali uz ponešto drugačiju dinamiku sastavnica BDP-a s rashodne strane. Naime, što se tiče domaće potražnje, predviđen je slabiji rast državne potrošnje te nešto slabiji rast potrošnje kućanstava, a s druge strane, nešto snažniji rast bruto investicija u fiksni kapital. Osim toga, iako se očekivalo znatno usporavanje dinamike izvoza roba, pretpostavljena međugodišnja stopa rasta u trećem tromjesečju ipak je bila nešto viša od objavljene prve procjene, dok je kod uvoza usluga projicirana znatno slabija stopa rasta. Također, smanjenje kategorije promjene zaliha, izraženo u stalnim cijenama, koje proizlazi iz objavljene prve procjene tromjesečnog BDP-a s rashodne strane, čini se ipak izraženije u odnosu na smanjenje pretpostavljeno u ovim projekcijama. Kod izvoza usluga te uvoza roba očekivala se stopa rasta približna ostvarenoj. Što se tiče projekcije BDP-a na godišnjoj razini koja proizlazi iz objavljenih ostvarenja u trećem tromjesečju, realna stopa rasta BDP-a i dalje će u 2016. iznositi 2,7%. Pri tome bi blago izraženiji pozitivan doprinos trebao doći od domaće potražnje, dok bi doprinos neto izvoza trebao odražavati istovjetnu promjenu samo suprotnog predznaka.

Tablica 3: Projekcije makroekonomskih pokazatelja Republike Hrvatske

	2015.	Projekcija 2016.	Projekcija 2017.	Projekcija 2018.	Projekcija 2019.
BDP - tekuće cijene, mil. HRK	333.837	343.188	357.714	373.780	391.524
BDP - realni rast (%)	1,6	2,7	3,2	3,2	3,3
Potrošnja kućanstava	1,2	2,8	3,6	2,9	2,8
Državna potrošnja	-0,3	1,0	1,1	1,2	2,0
Bruto investicije u fiksni kapital	1,6	4,9	6,8	8,0	7,4
Izvoz roba i usluga	10,0	5,7	4,6	4,7	5,0
Uvoz roba i usluga	9,4	6,1	6,2	6,2	6,3
Doprinosi rastu BDP-a					
Potrošnja kućanstava	0,7	1,7	2,1	1,7	1,6
Državna potrošnja	-0,1	0,2	0,2	0,2	0,4
Bruto investicije u fiksni kapital	0,3	0,9	1,3	1,6	1,6
Izvoz roba i usluga	4,7	2,9	2,4	2,4	2,6
Uvoz roba i usluga	-4,2	-2,9	-3,0	-3,0	-3,2
Doprinosi rastu BDP-a					
Domaća potražnja	1,0	2,8	3,7	3,6	3,6
Promjena zaliha	0,2	0,0	0,0	0,1	0,1
Neto izvoz	0,5	-0,1	-0,6	-0,6	-0,5
Finalna potražnja, realni rast (%)	4,0	3,8	4,1	4,1	4,3
Rast deflatora BDP-a (%)	0,1	0,0	1,0	1,3	1,5
Rast indeksa potrošačkih cijena (%)	-0,5	-1,1	1,0	1,5	1,7
Rast zaposlenosti* (%)	1,5	1,5	1,6	1,6	1,5
Stopa nezaposlenosti* (%)	16,3	13,6	11,9	10,4	9,5

* Definicija Ankete o radnoj snazi.

Izvor: Državni zavod za statistiku, Ministarstvo financija

Potrošnja kućanstava bit će glavni pokretač rasta domaće potražnje u srednjoročnom razdoblju. Nastavak njezinog oporavka bit će pod utjecajem nastavka realnog rasta raspoloživog dohotka kućanstava, iako nešto slabijim intenzitetom u odnosu na prethodne dvije godine, a unatoč snažnoj promjeni u stopi inflacije potrošačkih cijena između 2017. i 2016. Takvome kretanju će u znatnoj mjeri pridonijeti i porezna reforma. Na zaustavljanje procesa razduživanja sektora kućanstava ukazuju pozitivni objavljeni podaci iz financijskog sektora koji ulijevaju optimizam glede buduće kreditne aktivnosti banaka koje, međutim, i dalje u većoj mjeri izbjegavaju rizik. U skladu s nastavkom fiskalne konsolidacije, sve do kraja srednjoročnog razdoblja ne očekuje se značajan doprinos državne potrošnje gospodarskom rastu. Ključan poticaj projiciranoj dinamici bruto investicija u fiksni kapital očekuje se od uvećanja stope iskorištenosti strukturnih i investicijskih fondova EU koje je već u tijeku. Nakon jenjavanja najvećeg dijela privremenih utjecaja u 2016., realni rast izvoza roba i usluga nastaviti će kretanje u skladu s rastom inozemne potražnje za domaćim robama i uslugama. Pri tom će se, s nešto blažim intenzitetom nego ranijih godina, nastaviti i povoljno kretanje udjela na hrvatskim izvoznim tržištima. Povezano s tim, i rast uvoza roba i usluga prošao je najveći dio prilagodbe u 2016. godini, uslijed učinaka izazvanih pristupanjem EU te će u nastavku razdoblja stabilnije pratiti dinamiku finalne potražnje na nižoj razini elastičnosti spram njene promjene.

U 2017. godini, nakon trogodišnje stagnacije, rast deflatora BDP-a trebao bi dostići razinu od 1,0%, prije svega kao rezultat rasta deflatora potrošnje kućanstava te deflatora izvoza roba. U preostalim godinama projekcijskog razdoblja očekuje se postupno ubrzavanje inflacije u uvjetima oporavka domaće potražnje, kao i nastavka rasta cijena primarnih sirovina na svjetskom tržištu. Na kretanje inflacije potrošačkih cijena tijekom 2017. znatno će utjecati oporavak cijena sirovina na svjetskom tržištu, prvenstveno uslijed očekivanog povećanja cijena nafte. Također, jačanje potrošnje kućanstava i rast jediničnog troška rada trebali bi djelovati u smjeru rasta indeksa potrošačkih cijena. Negativan doprinos zbog izmjena u sustavu PDV-a u 2017. trebao bi biti djelomično poništen povećanjem trošarina na cigarete. Za kretanje deflatora izvoza i uvoza roba i usluga u 2017. godini, važnu ulogu imat će inozemna cjenovna kretanja. Također, povećanje stope PDV-a na usluge u ugostiteljstvu imat će utjecaj na povećanje deflatora izvoza usluga.

Oporavak gospodarske aktivnosti odrazio se iznimno povoljno na tržište rada već u 2015. godini, a nastavak takvih kretanja predviđa se i dalje. Kroz čitavo projekcijsko razdoblje predviđa se i konstantno smanjenje anketne stope nezaposlenosti u uvjetima padajuće radne snage, izuzev u zadnjoj godini promatranog razdoblja. U navedenu projekciju ugrađena je pretpostavka kako će, unatoč nepovoljnim ukupnim demografskim kretanjima, gospodarski oporavak imati određene pozitivne učinke na stopu participacije, čemu u prilog ide i činjenica o nepovoljnim strukturnim karakteristikama hrvatskog tržišta rada, prvenstveno visok udio dugotrajno nezaposlenih osoba te dugo prosječno trajanje nezaposlenosti. Kako će predviđeni rast BDP-a u svim godinama projekcijskog razdoblja biti brži od rasta zaposlenosti, prosječna produktivnost rada bilježit će povećanje dok će znatnije ubrzati tek krajem promatranog razdoblja. Rast jediničnih troškova rada ostat će blag do kraja razdoblja.

Opisani makroekonomski scenarij izložen je prevladavajuće negativnim rizicima, kako vanjskim tako i domaćim. Kao posljedica znatne i rastuće integriranosti u EU, rizici koji ugrožavaju očekivana kretanja u Europi snažno djeluju i na domaće gospodarstvo. Svi oni se svode na ostvarenje očekivane dinamike svjetskog gospodarskog rasta, ali isto tako i globalne trgovine. Izdvojimo ovdje neizvjesnost oko intenziteta nepovoljnog učinka na rast uslijed promjene u trendu kretanja cijena na svjetskom tržištu sirovina, a prvenstveno nafte. Što se tiče domaćih rizika za projiciranu putanju gospodarskog rasta, oni se poglavito odnose na srednjoročna ograničenja na strani ponude. Naime, stope rasta iz ovog makroekonomskog okvira neminovno će dovesti do brzog zatvaranja negativnog te otvaranja pozitivnog jaza outputa, u uvjetima nepovoljnih dugoročnih utjecaja iz aspekta svakog pojedinog faktora proizvodnje. Međutim, ovdje treba spomenuti kako projicirana putanja gospodarskog rasta obuhvaća i snažan investicijski ciklus kroz čitavo razdoblje, imajući na umu pritom kako karakter investicijskih dobara proizvodi određeni samo-generirajući učinak na rast BDP-a.

7. KREDITNI REJTING REPUBLIKE HRVATSKE

RH ima ocjene kreditnog rejtinga triju vodećih specijaliziranih agencija za procjenu kreditne sposobnosti i to agencije: Moody's Investors Service (u daljnjem tekstu: Moody's), Standard & Poor's (u daljnjem tekstu: S&P) i Fitch Ratings (u daljnjem tekstu: Fitch). Pored navedenih, RH ima i ocjenu japanske rejting agencije Rating & Investment Information (u daljnjem tekstu: R&I), specijalizirane za dodjelu rejting ocjena izdavatelja vrijednosnih papira u Japanu. Navedene agencije svake godine obavljaju provjeru dodijeljenog kreditnog rejtinga.

Promatrajući kretanje kreditnog rejtinga RH u posljednjih šest godina, primjećuje se značajan pad njegove ocjene od kraja 2012. godine, što je prvenstveno bila posljedica višegodišnje recesije te slabijih izgleda za gospodarski rast kao i nedostatne fiskalne konsolidacije koja se odražavala u visokom proračunskom manjku te velikom porastu javnog duga. U narednim godinama rejting se i dalje zadržao na niskim razinama. U prosincu 2016. godine agencija S&P unaprijedila je procjenu kretanja kreditnog rejtinga iz negativne u stabilnu temeljem ostvarenih makroekonomskih i fiskalnih pokazatelja. Stoga će u narednom razdoblju jedan od ciljeva Vlade RH biti unapređenje međunarodnog kreditnog rejtinga s uporištem u očekivanim pozitivnim učincima postojećih fiskalnih projekcija. Pregled ocjene kreditnog rejtinga RH prikazan je u tablici 4 uz danu usporedbu s državama članicama EU.

Tablica 4: Usporedba kreditnih ocjena zemalja Europske unije

Države	Moody's		Standard & Poors		Fitch	
	2011.	2016.	2011.	2016.	2011.	2016.
Austrija	Aaa	Aa1	AAA	AA+	AAA	AA+
Belgija	Aa3	Aa3	Aa	AA	AA+	AA-
Bugarska	Baa3	Baa2	BBB	BB+	BBB-	BBB-
Cipar	Baa3	B1	BBB	BB	BBB	BB-
Češka	A1	A1	AA-	AA-	A+	A+
Danska	Aaa	Aaa	AAA	AAA	AA+	AAA
Estonija	A1	A1	AA-	AA-	A+	A+
Finska	Aaa	Aa1	AAA	AA+	AAA	A+
Francuska	Aaa	Aa2	AAA	AA	AAA	AA
Grčka	Ca	Caa3	CC	B-	CCC	CCC
Hrvatska	Baa3	Ba2	BBB-	BB	BBB-	BB
Irska	Ba1	A3	BBB+	A+	BBB+	A
Italija	A2	Baa2	A	BBB-	A+	BBB+
Letonija	Baa3	A3	BB+	A-	BBB-	A-
Litva	Baa1	A3	BBB	A-	BBB	A-
Luksemburg	Aaa	Aaa	AAA	AAA	AAA	AAA
Mađarska	Ba0	Baa3	BBB-	BBB-	BBB-	BBB-
Malta	A2	A3	A	A-	A+	A
Nizozemska	Aaa	Aaa	AAA	AAA	AAA	AAA
Njemačka	Aaa	Aaa	AAA	AAA	AAA	AAA
Poljska	A2	A2	A-	BBB+	A-	A-
Portugal	Ba2	Ba1	BBB-	BB+	BB+	BB+
Rumunjska	Baa3	Baa3	BB+	BBB-	BBB-	BBB-
Slovačka	A1	A2	A+	A+	A+	A+
Slovenija	A1	Baa3	AA-	A	AA-	A-
Španjolska	A1	Baa2	AA-	BBB+	AA-	BBB+
Švedska	Aaa	Aaa	AAA	AAA	AAA	AAA
Velika Britanija	Aaa	Aa1	AAA	AA	AAA	AA

Izvor: Ministarstvo financija, Bloomberg

U nastavku je dan i kalendar očekivanih objava kreditnog rejtinga RH spomenutih triju ključnih kreditnih agencija u 2017. godini.

Tablica 5: Kalendar objava kreditnog rejtinga Republike Hrvatske u 2017. godini

Moody's	Standard & Poors	Fitch
10. ožujka	24. ožujka	27. siječnja
14. srpnja	22. rujna	14. srpnja
10. studenog		

8. PROJEKCIJE KRETANJA I OSNOVNI CILJEVI TE SMJERNICE UPRAVLJANJA JAVNIM DUGOM U RAZDOBLJU 2017. - 2019.

Održivost javnog duga predstavlja ključni makroekonomski rizik hrvatskog gospodarstva. Stoga je od iznimne važnosti ostvariti planiranu fiskalnu prilagodbu koja ima za cilj vraćanje udjela javnog duga u BDP-u na održivu putanju. Upravo iz tog razloga je u Programu Vlade RH za mandat 2016. – 2020. navedeno kako će se nastaviti jačati održivost javnih financija jer je stabilnost javnih financija temelj trajnog ekonomskog rasta, ali i ukupne ekonomske stabilnosti. To znači daljnje smanjivanje proračunskog manjka koje će se odraziti na snižavanje udjela duga u BDP-u i općenito omogućiti smanjivanje troška kamata koje danas RH plaća na javni dug.

Slijedom navedenog, osnovni strateški cilj Vlade RH i nacionalni prioritet jest smanjivanje udjela javnog duga u BDP-u za više od 10 postotnih bodova do kraja 2020. godine.

Temeljem postojećih fiskalnih projekcija državnog proračuna za razdoblje 2017. – 2019. i u skladu s projiciranim kretanjima prihoda i rashoda ostalih razina proračuna opće države, uključujući i procjene manjka/viška javnih poduzeća i ostalih jedinica koje su uključene u sektor opće države prema metodologiji ESA 2010, očekuje se da će planirani manjak opće države iznositi 1,6% BDP-a u 2017., 1,0% u 2018. odnosno 0,6% BDP-a u 2019. godini (što je vidljivo u tablici 6). U skladu s kretanjem manjka konsolidirane opće države, a uzimajući u obzir planirane privatizacijske primitke i promjenu u stanju depozita, očekuje se da će udio javnog duga u BDP-u već u 2016. godini zabilježiti smanjenje i iznositi 83,9% BDP-a. Time će se ispuniti pretpostavke za izlazak RH iz procedure prekomjernog proračunskog manjka, a uz nastavak vođenja održive, razumne i uravnotežene fiskalne politike, i osigurati povratak kreditnog rejtinga na razinu investicijskog te trajno smanjivanje tereta duga.

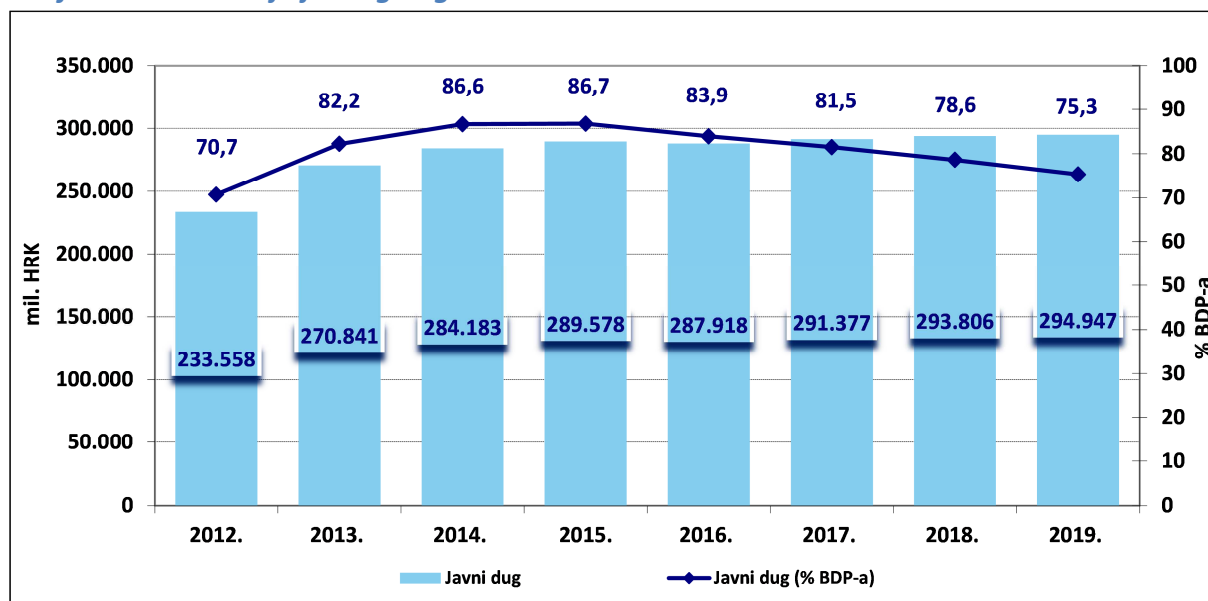
Daljnjom provedbom fiskalne konsolidacije i smanjenja manjka proračuna opće države te aktiviranja državne imovine odnosno privatizacijskih primitaka u iznosu od 1,4 milijarde kuna godišnje, udio javnog duga u BDP-u nastaviti će se smanjivati na razinu od 81,5% BDP-a u 2017., 78,6% BDP-a u 2018., dok će javni dug u 2019. godini iznositi 75,3% BDP-a (grafikoni 11 i 12).

Tablica 6: Procjena ukupnog manjka/viška opće države, ESA 2010 metodologija

(000 HRK)	Plan 2016.	Plan 2017.	Projekcija 2018.	Projekcija 2019.
DRŽAVNI PRORAČUN				
Ukupni manjak/višk	-5.347.883	-6.815.883	-5.659.607	-3.938.932
% BDP-a	-1,6	-1,9	-1,5	-1,0
IZVANPRORAČUNSKI KORISNICI				
Ukupni manjak/višk	-971.846	948.949	1.185.101	709.985
% BDP-a	-0,3	0,3	0,3	0,2
LOKALNA DRŽAVA				
Ukupni manjak/višk	600.000	222.910	245.775	266.870
% BDP-a	0,2	0,1	0,1	0,1
KONSOLIDIRANA OPĆA DRŽAVA, nacionalna metodologija				
Ukupni manjak/višk	-5.719.729	-5.644.023	-4.228.732	-2.962.077
% BDP-a	-1,7	-1,6	-1,1	-0,8
JAVNA PODUZEĆA				
Ukupni manjak/višk	943.529	-103.111	334.998	376.521
% BDP-a	0,3	0,0	0,1	0,1
OSTALE PRILAGODBE				
% BDP-a	-0,2	0,0	0,0	0,0
KONSOLIDIRANA OPĆA DRŽAVA, ESA 2010				
% BDP-a	-1,6	-1,6	-1,0	-0,6

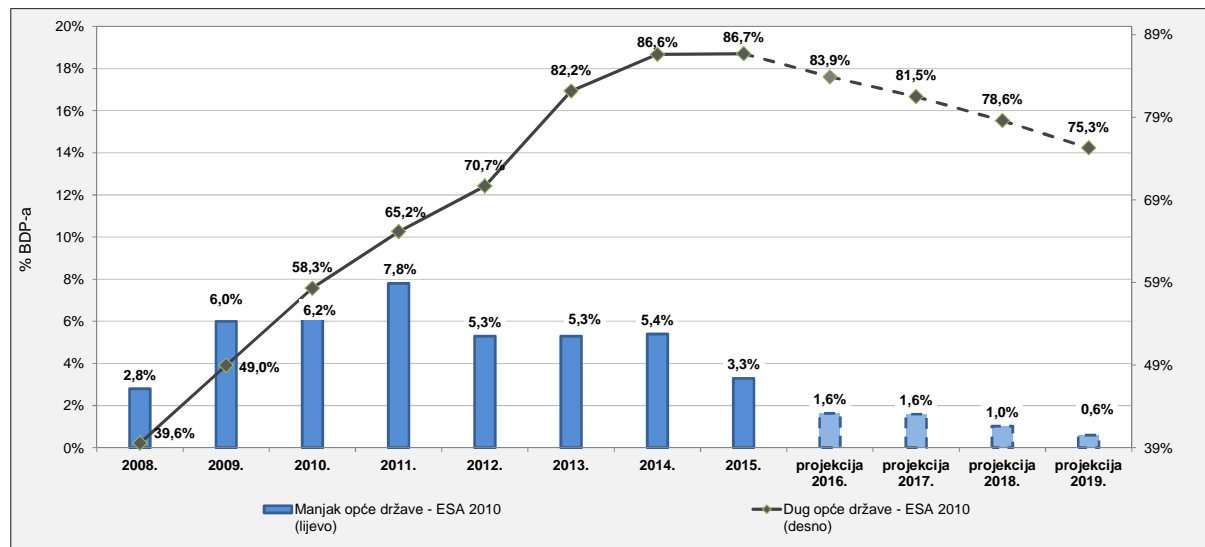
Izvor: Ministarstvo financija

Grafikon 11: Kretanje javnog duga 2012. - 2019.



Izvor: HNB, Ministarstvo financija

Grafikon 12: Kretanje javnog duga i manjka proračuna opće države



Izvor: Eurostat, Ministarstvo financija

Postojeće makroekonomske projekcije, u kratkom roku sugeriraju ublažavanje rizika refinanciranja te reverziju višegodišnjeg trenda prekomjernih međugodišnjih stopa porasta udjela javnog duga u BDP-u. Kako je već istaknuto, dosegnuta visoka razina javnog duga zahtjeva sveobuhvatnu gospodarsku politiku usmjerenu ka poticanju gospodarskog rasta, daljnju fiskalnu konsolidaciju te aktivaciju državne imovine praćeno aktivnom politikom upravljanja javnim dugom.

Osnovni cilj zaduživanja i upravljanja dugom jest osiguranje financijskih potreba državnog proračuna postizanjem najnižeg srednjoročnog i dugoročnog troška financiranja uz preuzimanje razboritog stupnja rizika.

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

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

8.1. Jačanje pravnog i institucionalnog okvira upravljanja javnim dugom

Postojeći pravni okvir upravljanja javnim dugom, prvenstveno odredbe Zakona o proračunu, pruža relativno zadovoljavajući provedbeni i kontrolni okvir uz nužnu fleksibilnost na razini središnjeg proračuna, izvanproračunskih korisnika i jedinica lokalne i područne (regionalne) samouprave. Tijekom proteklog razdoblja uočena je potreba za jačanjem kontrole poslovanja javnih poduzeća koja su sukladno metodologiji ESA 2010 uključena u sektor opće države. Slijedom navedenog, analizirat će se postojeći pravni okvir u svrhu jačanja učinkovitosti mehanizma kontrole takvih poduzeća, a radi sagledavanja i sveobuhvatnog definiranja ciljeva i poštivanja ograničenja fiskalne politike.

Nadalje, u cilju potpune prilagodbe nacionalnog zakonodavstva odredbama Pakta o stabilnosti i rastu te preporukama Vijeća EU u okviru Europskog semestra, potrebno je donijeti novi Zakon o fiskalnoj odgovornosti. Navedenim Zakonom utvrdit će se numerička fiskalna pravila koja uključuju pravilo strukturnog salda, pravilo rashoda i pravilo javnog duga. Prema pravnim odredbama EU, pravilo javnog duga definira kako udio javnog duga u BDP-u ne smije prijeći referentnu vrijednost od 60%. Ako udio javnog duga prelazi referentnu vrijednost od 60%, razlika između udjela javnog duga u BDP-u i referentne vrijednosti od 60% mora se smanjiti po prosječnoj stopi od jedne dvadesetine godišnje u naredne tri godine, od godine u kojoj je udio javnog duga u BDP-u prešao referentnu vrijednost od 60%.

Prema trenutno važećoj Uredbi o unutarnjem ustrojstvu Ministarstva financija poslovi vezani za upravljanje javnim dugom su u djelokrugu Sektora za upravljanje javnim dugom kao ustrojstvene jedinice unutar Državne riznice. Institucionalni i administrativni kapaciteti na odgovarajući način trebaju pratiti ciljeve upravljanja javnim dugom utvrđene ovom Strategijom, te je stoga nužno kroz izmjene unutarnjeg ustrojstva Ministarstva financija organizirati rad ovog sektora na razini uprave.

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

Postojeća razina javnog duga i utvrđena struktura godišnjih otplata glavnica generiraju potrebu znatnog refinanciranja u godišnjim iznosima i do 20% BDP-a. Postojeći relativno povoljni uvjeti na financijskim tržištima pružaju mogućnost produženja prosječne ročnosti duga te uravnoteženja profila dospeljeća, uz smanjenje udjela kratkoročnog duga u ukupnom javnom dugu.

8.3. Ublažavanje valutnog rizika javnog duga

Iako je u strukturi ukupnog javnog duga većinska tuzemna komponenta, njen prevladavajući dio (oko 75%) denominiran je ili indeksiran u eurima. Ovaj valutni rizik nije moguće otkloniti u kraćem roku, ali uvjeti na domaćem tržištu kapitala omogućuju njegovo djelomično ublažavanje budući da su kunske izvori po svojem opsegu, dostupnoj ročnosti i cijeni kroz proteklih 18 mjeseci pružili adekvatnu alternativu valutno denominiranima. Predviđa se daljnji rast udjela kunske komponente u ukupnom dugu kroz primarne emisije na domaćem tržištu, kao i kroz mogućnosti zamjene dijela postojećih valutnih instrumenata u kunske u slučaju takvih preferencija financijskih institucija u pogledu prilagodbi kapitalnim zahtjevima slijedom regulatornih odredbi.

8.4. Ublažavanje kamatnog rizika javnog duga

S obzirom na visoku ukupnu razinu zaduženosti dugoročno povećanje referentnih tržišnih kamatnih stopa predstavljalo bi znatnu prijetnju fiskalnoj održivosti i posljedično generiralo znatan porast javnog duga. U kratkom roku ova prijetnja je ublažena postojećom strukturom kamatnih stopa u kojoj na razini duga državnog proračuna više od 86% dugoročnih obveza čine instrumenti s fiksnom kamatnom stopom. Također, u kratkom roku, trenutni tržišni uvjeti sugeriraju refinanciranje dospijuća postojećih obveza uz nižu nominalnu kamatnu stopu u odnosu na ugovornu stopu obveza u dospijecu. U srednjoročnom razdoblju ovaj se rizik može ublažiti dosljednom provedbom održive fiskalne politike i posljedičnim unapređenjem kreditnog rejtinga države te time i smanjenjem postojeće visoke premije rizika.

8.5. Povećanje transparentnosti javnog duga i zaduživanja

Značajan naglasak i u ovoj trogodišnjoj Strategiji 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 Strategiji prikazuju:

- projekcija plana zaduživanja državnog proračuna do 2019. godine,
- kalendar izdavanja trezorskih zapisa u 2017. po datumima planiranih mjesečnih aukcija,
- plan izdavanja obveznica u 2017. po tromjesečjima,
- projekcija otplate glavnice duga državnog proračuna za razdoblje 2017. - 2027.,
- projekcija otplate unutarnjeg duga i međunarodnih obveznica RH,

- prikaz aktivnih obveznica RH izdanih u razdoblju 2007. - 2016. s dospelima u razdoblju 2017. - 2026.,
- kretanje premije rizika za RH u razdoblju 2013. - 2016. usporedno s odabranim državama EU (*Credit Default Swap* - CDS).

U tablici 7 Račun financiranja državnog proračuna dan je prikaz ukupnih obveza državnog proračuna i izvora financiranja u razdoblju 2017. - 2019. U 2017. godini manjak državnog proračuna iznosi 6,8 milijardi kuna, a ukupne otplate državnog duga koje uključuju kratkoročni i dugoročni dug iznose 55,4 milijarde kuna. Kako na ukupne potrebe za zaduživanjem, osim navedenih, utječu i obveze s osnova danih zajmova i depozita te dionica i udjela u glavnici, kao i visina novčanog depozita koja se prenosi iz prethodne proračunske godine, odnosno prenosi u iduću proračunsku godinu, ukupna potreba za zaduživanjem u 2017. utvrđena je na razini od 65,3 milijarde kuna.

U strukturi ukupnih otplata u 2017. godini na kratkoročni dug tj. na izdatke za otplatu glavnice za izdane trezorske zapise odnosi se 28,7 milijardi kuna. U računu financiranja državnog proračuna za 2017. predviđeno je zadržavanje salda glavnice trezorskih zapisa na razini salda 31. prosinca 2016. što znači da će se u 2017. trezorski zapisi obnoviti u visini obveza s osnova otplate izdanih trezorskih zapisa koje će biti plaćene u 2017. godini. U strukturi otplata dugoročnog duga koji iznosi 26,7 milijardi kuna, na izdatke za otplatu glavnice domaćih obveznica i zajmova otpada 16,8 milijardi kuna, a na inozemne obveze 9,9 milijardi kuna. Podmirenje obveza domaćeg državnog duga planira se putem izdanja obveznica na domaćem tržištu u iznosu od 14 milijardi kuna dok se putem domaćih zajmova planira zaduženje u iznosu od 5,9 milijardi kuna. S obzirom na inozemne obveze koje se plaćaju u 2017. godini, od čega se najznačajnije odnose na glavnice i kamate inozemnih obveznica s dospelima u travnju 2017. u iznosu od 8,9 milijardi kuna, predviđeno je zaduživanje na inozemnom tržištu putem izdavanja obveznica i inozemnih zajmova u ukupnom iznosu od 13,2 milijarde kuna. Najveći dio sredstava utrošit će se za plaćanje obveza s osnova istaknutog državnog duga, a preostalim sredstvima financirat će se ostale devizne obveze državnog proračuna tijekom godine.

Projekcijama za 2018. i 2019. smanjuje se manjak državnog proračuna, pa tako u 2018. iznosi 5,7 milijardi kuna, a u 2019. godini 3,9 milijardi kuna. U istom razdoblju doći će i do smanjenja ukupnih obveza s osnova duga državnog proračuna u odnosu na ukupne obveze utvrđene u 2017. godini, pa tako u 2018. iznose 45,6 milijardi kuna, a u 2019. 49,9 milijardi kuna, što će znatno utjecati na kretanje ukupne razine zaduženja. Uzimajući u obzir utvrđene podatke, ukupne potrebe za zaduživanjem u 2018. godini znatno se smanjuju u odnosu na 2017. i iznose 52,9 milijardi kuna, a u 2019. 54,5 milijardi kuna.

U odnosu na 2017. godinu, projekcije za 2018. i 2019. predviđaju trend postupnog smanjenja kratkoročnog duga (trezorskih zapisa) i to za 1,1 milijardu kuna u 2018., odnosno za dodatnih 500 milijuna kuna u 2019. godini.

Ovisno o uvjetima na financijskim tržištima, koji trenutačno ukazuju na mogućnost produženja prosječne ročnosti duga, i nadalje se će se planirati smanjenje kratkoročnog duga i smanjenje njegovog udjela u ukupnom dugu državnog proračuna.

Tablica 7: Račun financiranja državnog proračuna – obveze i izvori

OBVEZE (HRK mil.)	2016	2017.	2018.	2019.
Otplate (1)	45.120	55.354	45.585	49.870
Kratkoročni dug (Trezorski zapisi)	27.686	28.673	28.673	27.605
Dugoročni dug	17.434	26.681	16.912	22.265
Domaće obveznice hrk	3.500	9.500	6.000	0
Domaće obveznice VK	0	0	0	7.600
Domaći zajmovi	10.884	7.281	4.441	3.123
Inozemne obveznica	0	8.647	5.668	10.753
Inozemni zajmovi	3.050	1.253	803	789
<i>o/w MFI</i>	1.098	804	776	775
Ostalo (dani zajmovi i udjeli u glavnici) (2)	1.368	1.818	1.606	650
Proračunski deficit (3)	5.348	6.816	5.660	3.939
Novčani depoziti (akumulacija) (4)	2.103	1.274		
Ukupna potreba zaduživanja (1) + (2) + (3) + (4)	53.939	65.262	52.851	54.459
IZVORI (HRK mil.)	2016.	2017.	2018.	2019.
Zaduživanje (1)	47.194	61.759	51.451	53.059
Kratkoročno (Trezorski zapisi)	28.673	28.673	27.605	27.105
Dugoročno	18.521	33.086	23.846	25.954
Domaće obveznice hrk	10.000	11.000	7.500	11.500
Domaće obveznice VK	0	3.000	4.200	
Domaći zajmovi	7.917	5.905	4.321	4.893
Inozemne obveznica	0	11.400	7.600	9.524
Inozemni zajmovi	604	1.781	225	37
<i>o/w MFI</i>	604	1.781	225	37
Ostalo (smanjenje novčanih depozita) (2)	6.400	2.103		
Privatizacijski prihodi (3)	345	1.400	1.400	1.400
Ukupno financiranje (1) + (2) + (3)	53.939	65.262	52.851	54.459

Izvor: Ministarstvo financija

Kalendar izdavanja trezorskih zapisa u 2017. godini (tablica 8) ukazuje na planirane iznose i datume aukcija trezorskih zapisa. Indikativni iznos limitiran je na godišnjoj razini od 29 milijardi kuna.

Tablica 8: Kalendar izdavanja trezorskih zapisa u 2017. godini

Redni broj	Datum aukcije	Dospijeća (mil. HRK)	Indikativni iznos (mil. HRK)
1.	03.01.2017.	1.580,0	1.600,0
2.	24.01.2017.	683,2	700,0
3.	31.01.2017.	626,0	600,0
4.	21.02.2017.	1.295,8	1.300,0
5.	28.02.2017.	1.500,0	1.500,0
6.	07.03.2017.	778,0	800,0
7.	14.03.2017.	352,0	350,0
8.	28.03.2017.	581,0	550,0
9.	25.04.2017.	672,0	650,0
10.	02.05.2017.	575,0	600,0
11.	23.05.2017.	451,6	450,0
12.	30.05.2017.	683,0	700,0
13.	06.06.2017.	402,0	400,0
14.	27.06.2017.	562,0	550,0
15.	22.08.2017.	1.151,0	1.150,0
16.	29.08.2017.	558,8	550,0
17.	24.10.2017.	1.420,4	1.400,0
18.	07.11.2017.	11.400,0	11.400,0
19.	21.11.2017.	1.722,8	1.700,0
20.	28.11.2017.	939,4	950,0
21.	05.12.2017.	1.068,0	1.100,0

Izvor: Ministarstvo financija

Planom izdavanja obveznica u 2017. godini (tablica 9) utvrđeno je da će se financiranje putem obveznica realizirati u ukupnom iznosu od 25,4 milijarde kuna od čega 14 milijardi kuna na domaćem tržištu (I., II. i IV. tromjesečje), a iznos od 11,4 milijarde kuna na inozemnom tržištu novca i kapitala i to u I. tromjesečju 2017. godine.

Tablica 9: Plan izdanja obveznica u 2017. godini

Tržište	Plan izražen u kunama	Tromjesečje
Domaće tržište	14 milijardi	I., II. i IV.
Inozemno tržište	11,4 milijarde	I.

Izvor: Ministarstvo financija

U tablici 10 iskazana je projekcija otplata glavnice državnog duga prema oblicima zaduženja u razdoblju 2017. - 2027.

Tablica 10: Projekcija otplata glavnica duga državnog proračuna za razdoblje 2017. - 2027.

Oblici zaduženja	Stanje obveza 31.12.2016.	2017.	2018.	2019.	2020.	2021.
Trezorski zapisi	28.673.178.327	28.673.178.327				
Domaće obveznice	75.754.262.800	9.500.000.000	6.000.000.000	7.557.787.000	12.557.787.000	6.000.000.000
Inozemne obveznice	79.319.812.693	8.647.353.547	5.668.340.250	10.752.804.000	6.669.420.225	8.170.580.540
Kreditni na domaćem tržištu	21.464.515.787	7.280.516.150	4.441.379.548	3.122.686.803	2.156.251.890	1.981.889.044
Kreditni na inozemnom	11.962.516.302	1.252.753.222	803.427.237	789.094.604	722.770.473	660.798.063
Ukupno	217.174.285.908	55.353.801.246	16.913.147.035	22.222.372.407	22.106.229.588	16.813.267.647
Oblici zaduženja	2022.	2023.	2024.	2025.	2026.	2027. i dalje
Trezorski zapisi						
Domaće obveznice	7.557.787.000		10.580.901.800	6.000.000.000	10.000.000.000	
Inozemne obveznice	9.447.233.750	8.823.006.071	9.804.393.810	11.336.680.500		
Kreditni na domaćem tržištu	1.609.883.132	335.249.978	125.713.636	95.097.623	95.097.623	220.750.359
Kreditni na inozemnom	614.193.522	456.395.061	353.695.241	1.805.702.336	1.393.459.866	3.110.226.677
Ukupno	19.229.097.404	9.614.651.110	20.864.704.488	19.237.480.459	11.488.557.489	3.330.977.036

Vrijednosti su izražene u kunama prema srednjem tečaju HNB-a od 31. prosinca 2016.

Izvor: Ministarstvo financija

Analitički pregled projekcija otplata unutarnjeg duga i međunarodnih obveznica u razdoblju 2017. - 2026. detaljno je iskazan u tablicama 11 i 12. U tablici 11 dane su projekcije otplate obveznica, kredita i kamata unutarnjeg duga iskazane u kunama.

Tablica 11: Projekcija otplate unutarnjeg duga

milijuni HRK *	2017.	2018.	2019.	2020.	2021.	2022.	2023.	2024.	2025.	2026.
Amortizacija	16.780,51	10.441,38	10.680,47	14.714,03	7.981,89	9.167,67	335,25	10.706,62	6.095,10	10.095,10
Obveznice – Serija 07 D-19	0,00	0,00	7.557,79	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Obveznice – Serija 12 D-17	5.500,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Obveznice – Serija 13 D-20	0,00	0,00	0,00	5.000,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Obveznice – Serija 14 D-20	0,00	0,00	0,00	7.557,79	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Obveznice – Serija 15 D-17	4.000,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Obveznice – Serija 17 D-22	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	7.557,79	0,00	0,00	0,00	0,00
Obveznice – Serija 18 D-18	0,00	6.000,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Obveznice – Serija 19 D-24	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	10.580,90	0,00	0,00
Obveznice – Serija 20 D-25	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	6.000,00	0,00
Obveznice – Serija 21 D-26	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	10.000,00
Obveznice – Serija 22 D-21	0,00	0,00	0,00	0,00	6.000,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Dugoročni krediti (HRK)	1.699,40	814,53	547,37	377,96	1.721,46	243,96	143,96	43,96	43,96	43,96
Dugoročni krediti (EUR)	5.307,80	3.597,17	2.575,32	1.778,29	260,43	1.365,92	191,29	81,75	51,14	51,14
Dugoročni krediti (USD)	273,31	29,68	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Otplata kamata	4.670,91	4.037,83	3.537,57	2.614,72	2.114,19	1.869,06	1.341,69	1.338,21	717,95	442,09
Obveznice – Serija 07 D-19	406,23	406,23	406,23	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Obveznice – Serija 12 D-17	130,63	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Obveznice – Serija 13 D-20	337,50	337,50	337,50	168,75	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Obveznice – Serija 14 D-20	491,26	491,26	491,26	245,63	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Obveznice – Serija 15 D-17	250,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Obveznice – Serija 17 D-22	491,26	491,26	491,26	491,26	491,26	491,26	0,00	0,00	0,00	0,00
Obveznice – Serija 18 D-18	315,00	315,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Obveznice – Serija 19 D-24	608,40	608,40	608,40	608,40	608,40	608,40	608,40	608,40	0,00	0,00
Obveznice – Serija 20 D-25	270,00	270,00	270,00	270,00	270,00	270,00	270,00	270,00	270,00	0,00
Obveznice – Serija 21 D-26	425,00	425,00	425,00	425,00	425,00	425,00	425,00	425,00	425,00	425,00
Obveznice – Serija 22 D-21	165,00	165,00	165,00	165,00	165,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Dugoročni krediti (HRK)	184,69	137,14	107,22	90,04	58,22	21,14	13,18	9,30	6,47	3,68
Dugoročni krediti (EUR)	591,58	390,27	235,71	150,64	96,31	53,26	25,11	25,51	16,48	13,42
Dugoročni krediti (USD)	4,37	0,78	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Ukupno	21.451,41	14.479,21	14.218,05	17.328,75	10.096,08	11.036,73	1.676,94	12.044,82	6.813,05	10.537,19

*Srednji tečaj HNB od 31. prosinca 2016.

Izvor: Ministarstvo financija

U tablici 12 dane su projekcije otplate glavnica i kamata međunarodnih obveznica gdje je izvorna valuta zaduživanja iskazana u eurima bez primjene valutnih swap transakcija.

Tablica 12: Projekcija otplata međunarodnih obveznica Republike Hrvatske

	Iznos origin. glavnice (EUR*)	2017. (EUR*)	2018. (EUR*)	2019. (EUR*)	2020. (EUR*)	2021. (EUR*)	2022. (EUR*)	2023. (EUR*)	2024. (EUR*)	2025. (EUR*)
USD 1.500.000.000 Glavnica	1.422.745.044	1.422.745.044								
6.25% Dospijeće: 2017 Kamata		44.460.783								
EUR 750.000.000 Glavnica	750.000.000	0	750.000.000							
5.875% Dospijeće: 2018 Kamata		44.062.500	44.062.500							
USD 1.500.000.000 Glavnica	1.422.745.044	0	0	1.422.745.044						
6.75 % Dospijeće: 2019 Kamata		96.035.290	96.035.290	96.035.290						
USD 1.250.000.000 Glavnica	1.185.620.870	0	0	0	1.185.620.870					
6.625 % Dospijeće: 2020 Kamata		78.547.383	78.547.383	78.547.383	78.547.383					
USD 1.500.000.000 Glavnica	1.422.745.044	0	0	0	0	1.422.745.044				
6.375% Dospijeće: 2021 Kamata		90.699.997	90.699.997	90.699.997	90.699.997	45.349.998				
EUR 1.250.000.000 Glavnica	1.250.000.000	0	0	0	0	0	1.250.000.000			
3.875% Dospijeće: 2022 Kamata		48.437.500	48.437.500	48.437.500	48.437.500	48.437.500	48.437.500			
USD 1.500.000.000 Glavnica	1.422.745.044	0	0	0	0	0	0	1.422.745.044		
5.500% Dospijeće: 2023 Kamata		78.250.977	78.250.977	78.250.977	78.250.977	78.250.977	78.250.977	39.125.489		
USD 1.750.000.000 Glavnica	1.659.869.218	0	0	0	0	0	0	0	1.659.869.218	
6.000% Dospijeće: 2024 Kamata		99.592.153	99.592.153	99.592.153	99.592.153	99.592.153	99.592.153	99.592.153	49.796.077	
EUR 1.500.000.000 Glavnica	1.500.000.000	0	0	0	0	0	0	0	0	1.500.000.000
3.000% Dospijeće: 2025 Kamata		45.000.000	45.000.000	45.000.000	45.000.000	45.000.000	45.000.000	45.000.000	45.000.000	45.000.000
Otplata glavnice (EUR*)		1.422.745.044	750.000.000	1.422.745.044	1.185.620.870	1.422.745.044	1.250.000.000	1.422.745.044	1.659.869.218	1.500.000.000
Otplata kamate (EUR*)		625.086.583	580.625.800	536.563.300	440.528.010	316.630.629	271.280.631	183.717.642	94.796.077	45.000.000
Ukupna otplata (glav. + kam.) (EUR*)		2.047.831.627	1.330.625.800	1.959.308.345	1.626.148.880	1.739.375.673	1.521.280.631	1.606.462.686	1.754.665.295	1.545.000.000
Stanje ukupne glavnice na kraju godine (EUR*)		10.613.725.221	9.863.725.221	8.440.980.177	7.255.359.307	5.832.614.263	4.582.614.263	3.159.869.218	1.500.000.000	0

* Srednji tečaj HNB-a 31. prosinca 2016.

Izvor: Ministarstvo financija

Pregled aktivnih obveznica RH (tablica 13) daje prikaz obveznica izdanih na domaćem i međunarodnom tržištu u razdoblju od veljače 2007. do prosinca 2016. i dospijećima od veljače 2017. do prosinca 2026. Uz svaku pojedinačnu seriju obveznice naznačen je datum izdavanja, valuta i iznos izdanja te kamatna stopa i datum dospijeca otplate.

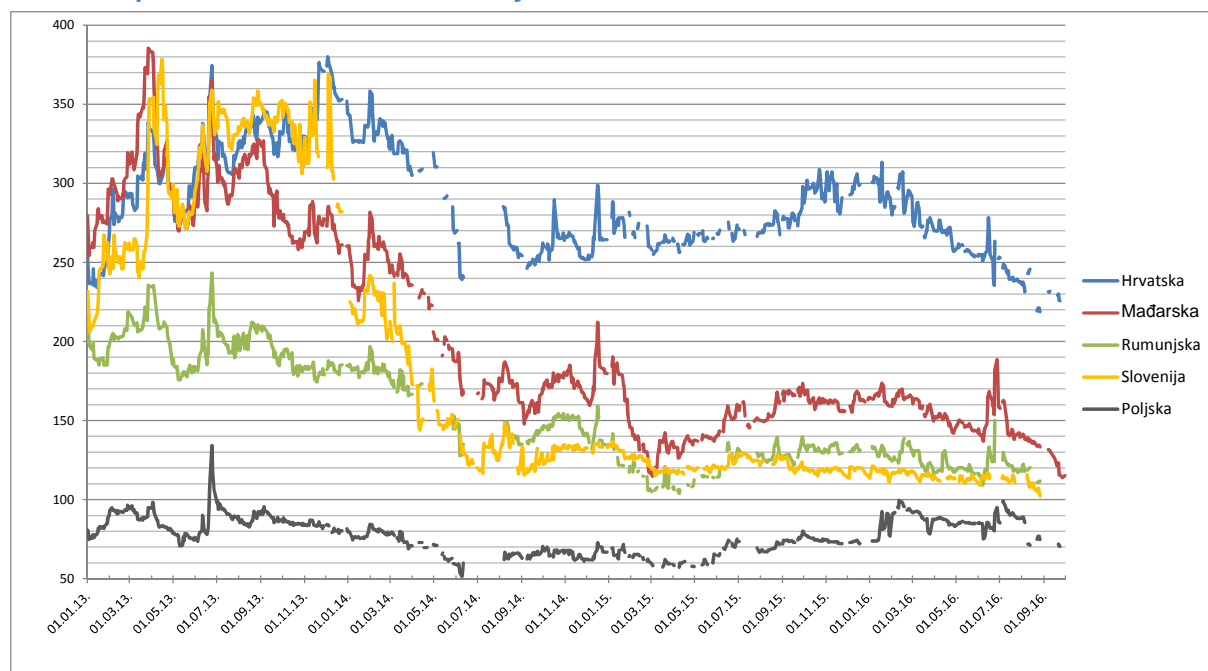
Tablica 13: Pregled aktivnih obveznica Republike Hrvatske

Obveznica	Datum izdavanja	Valuta	Iznos (milijuni)	Kamatna stopa	Dospijeće
Domaće obveznice					
Seriya 12 D-17	08.02.2007.	HRK	5.500	4,750%	08.02.2017.
Seriya 15 D-17	25.11.2010.	HRK	4.000	6,250%	25.11.2017.
Seriya 18 D-18	10.07.2013.	HRK	6.000	5,250%	10.07.2018.
Seriya 07 D-19	29.11.2004.	EUR	1.000	5,375%	29.11.2019.
Seriya 13 D-20	05.03.2010.	HRK	5.000	6,750%	05.03.2020.
Seriya 14 D-20	05.03.2010.	EUR	1.000	6,500%	05.03.2020.
Seriya 22 D-21	08.07.2016.	HRK	6.000	2,750%	08.07.2021.
Seriya 17 D-22	22.07.2011.	EUR	1.000	6,500%	22.07.2022.
Seriya 19 D-24	10.07.2013.	EUR	1.400	5,750%	10.07.2024.
Seriya 20 D-25	09.07.2015	HRK	6.000	4,500%	09.07.2025.
Seriya 21 D-26	14.12.2015.	HRK	10.000	4,250%	14.12.2026.
Ukupno		EUR	4.400		
		HRK	42.500		
Međunarodne obveznice					
Euro-USD IV D 2017 (swap)	27.04.2012.	USD	1.500	6,250%	27.04.2017.
Euro-EUR VIII	08.07.2011.	EUR	750	5,875%	09.07.2018.
Euro-USD I D 2019	05.11.2009.	USD	1.500	6,750%	05.11.2019.
Euro-USD II D 2020 (swap)	14.07.2010.	USD	1.250	6,625%	14.07.2020.
Euro-USD III D 2021 (swap)	24.03.2011.	USD	1.500	6,375%	24.03.2021.
Euro-EUR IX	29.05.2014.	EUR	1.250	3,875%	30.05.2022.
Euro-USD V D 2023 (swap)	04.04.2013.	USD	1.500	5,500%	04.04.2023.
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.
Ukupno		EUR	3.500		
		USD	9.000		

Izvor: Ministarstvo financija

Kretanje premije osiguranja od kreditnog rizika (*Credit Default Swap*, CDS 5Y – grafikon 13) za RH u razdoblju 2013. - 2016. ukazuje da njezina visina i dinamika kontinuirano negativno odstupa od visine i dinamike premije usporedivih zemalja iz središnje i istočne Europe.

Grafikon 13: Kretanje premije osiguranja od kreditnog rizika (Credit Default Swap, CDS 5Y) za RH i usporedne države EU u razdoblju 2013. - 2016.



Izvor: Ministarstvo financija, Bloomberg

9. TESTOVI OSJETLJIVOSTI KRETANJA JAVNOG DUGA I RIZICI U OSTVARENJU CILJEVA STRATEGIJE

Proteklih godina na rast javnoga duga uvelike utjecao i tzv. učinak grude snijega, koji proizlazi iz razlike između troška financiranja države i nominalnog rasta BDP-a. Kako je kamatna stopa proteklih godina bila znatno veća od nominalnog rasta BDP-a, to je dovelo do automatskog povećanja javnog duga. Tako u razdoblju 2011. - 2015. učinak grude snijega može objasniti polovicu porasta javnog duga.

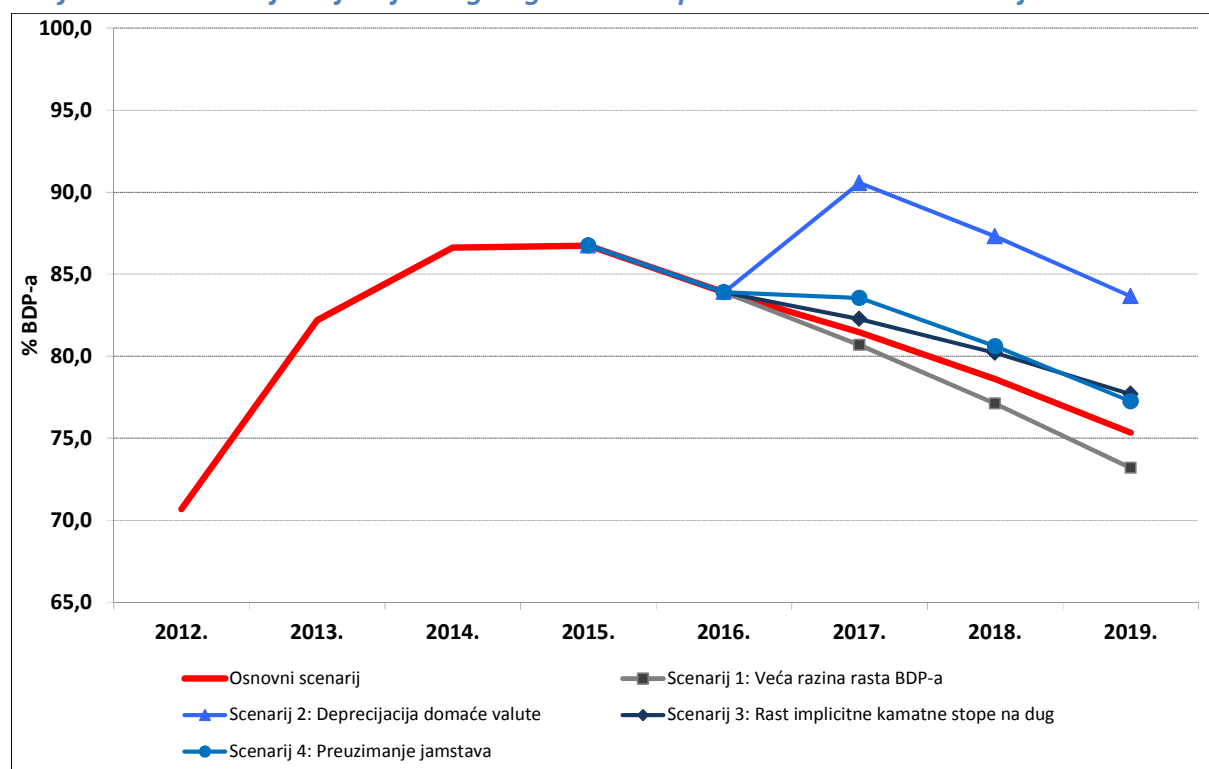
S obzirom na razinu zaduženosti, dugoročno povećanje referentnih tržišnih kamatnih stopa predstavljalo bi znatnu prijetnju fiskalnoj održivosti i posljedično generiralo velik porast javnog duga. Povećanje troška financiranja dovelo bi do povećavanja tereta otplata duga i plaćanja kamata čime bi nastao značajan pritisak na tekuće poslovanje države. Tako bi u scenariju povećanja prosječne implicitne kamatne stope na dug za 1 postotni bod u razdoblju 2017. - 2019., javni dug zabilježio rast iznad projiciranog te bi krajem projekcijskog razdoblja bio veći za 2,3 postotna boda nego u osnovnom scenariju.

Nadalje, u pogledu negativnih utjecaja na kretanje javnog duga u srednjoročnom razdoblju valja izdvojiti rizik značajnije promjene u tečaju domaće valute. Naime, imajući na umu činjenicu kako je gotovo 75% ukupnog javnog duga denominirano u euru, deprecijacija domaće valute rezultirala bi većom razinom javnog duga kao i otežanim servisiranjem istog. Iz provedenog testa osjetljivosti proizlazi da deprecijacija kune prema euru od 15% podiže razinu javnog duga na 90,5% BDP-a u 2017. godini.

Osim toga, uzevši u obzir činjenicu o aktiviranju jamstava odnosno preuzimanju dugova državnih poduzeća u javni dug proteklih godina, javna poduzeća i dalje predstavljaju potencijalni veliki rizik za javne financije. Tako bi u pretpostavljenom scenariju preuzimanja jamstava u javni dug u iznosu od 2% BDP-a, javni dug dostigao razinu od 83,5% BDP-a u 2017. godini. Stoga je od ključne važnosti provedba procesa financijskog i poslovnog restrukturiranja među korisnicima državnih jamstava kako bi se povećala učinkovitost i održivost njihova poslovanja te tako smanjili potencijalni rizici aktiviranja državnih jamstava koji se ogledaju u negativnom učinku na fiskalne agregate odnosno proračunski manjak i javni dug.

S druge strane, veće stope gospodarskog rasta djelovale bi na ubrzano smanjenje udjela javnog duga u BDP-u u srednjem roku. Tako bi se u scenariju snažnijeg rasta BDP-a za 1 postotni bod u svakoj godini u odnosu na osnovni scenarij, javni dug smanjio na razinu od 73,2% BDP-a u 2019. godini.

Grafikon 14: Kretanje udjela javnog duga u BDP-u prema određenim scenarijima



Izvor: Ministarstvo financija

Pozicioniranje upravljanja javnim dugom i ublažavanja identificiranih rizika odvija se u uvjetima pozitivnih očekivanih učinaka nacionalnih programa utvrđenih trogodišnjim fiskalnim projekcijama i poništavajućih negativnih kretanja iz globalnog okruženja. Svjetska financijska tržišta ulaze u 2017. godinu u atmosferu povećanih neizvjesnosti i rizika, između ostalog uzrokovanih:

- političkim promjenama (pregovori o izlasku Ujedinjenog Kraljevstva Velike Britanije i Sjeverne Irske iz EU i izbori u vodećim državama članicama EU)
- promjenama monetarne politike vodećih ekonomija (porast kamatnih stopa u SAD-u, usporavanje/prestanak programa tržišnih kupovina vrijednosnica od strane Europske središnje banke)
- makroekonomskim nesigurnostima i poremećajima uslijed naglog i znatnog odljeva kapitala iz tzv. rastućih tržišta (eng. *Emerging Markets*).

Sve navedeno već je prouzročilo pad cijena i porast obvezničkih prinosa na sekundarnim tržištima uz očekivanje nastavljanja tog trenda u nadolazećem razdoblju, smanjenoj likvidnosti primarnih tržišta i porastu nominalnih i realnih prinosa budućih izdanja za cjelokupna globalna tržišta, a posebno naglašeno za kategoriju rastućih tržišta, među koje spada i RH. Ipak, očekuje se pozitivna diverzifikacija za RH koja će djelomično ublažiti negativne posljedice navedenih globalnih kretanja, a temeljeno na:

- pozitivnoj dinamici domaćih gospodarskih kretanja i rastu BDP-a

- dugoročnoj valutnoj stabilnosti i ostvarenom trogodišnjem višku bilance plaćanja
- uspješnoj fiskalnoj konsolidaciji i smanjenju udjela javnog duga u BDP-u
- razmjerno dubokom i visoko likvidnom domaćem financijskom tržištu koje pokriva najveći dio ukupnih financijskih potreba države
- dostupnosti i sve većem obimu korištenja EU fondova.

Navedeni čimbenici razumno bi trebali minimizirati negativne učinke vanjskog okruženja za koje je i dosadašnja politika upravljanja javnim dugom provodila adekvatne politike strukturiranja portfelja, naročito na dijelu izravnog državnog duga čije se otplate izvršavaju iz državnog proračuna.

Tablica 14: Stanje i projekcija kretanja referentnih pokazatelja strukture duga državnog proračuna

	2015.	2016.	2017.	2018.	2019.
udio domaćeg duga (%)	57,0%	58,0%	57,7%	58,3%	59,8%
udio inozemnog duga (%)	43,0%	42,0%	42,3%	41,7%	40,2%
udio s fiksnom kam. stopom (%)	82,2%	86,2%	87,1%	87,1%	86,7%
udio s varijabilnom kam. stopom (%)	17,8%	13,8%	12,9%	12,9%	13,3%
ponderirana prosječna ročnost (god)	3,6	5,2	5,3	5,3	5,4
udio kratkoročnog duga TZ (%)	12,7%	13,2%	12,9%	12,2%	11,9%
valutna struktura (%)					
hrk	26,7%	29,9%	30,1%	30,6%	32,1%
vk (eur)	19,8%	18,7%	18,7%	19,0%	19,8%
eur	48,2%	46,3%	46,4%	45,7%	47,9%
us\$	5,3%	5,1%	4,8%	4,7%	0,2%
chf	0,1%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

Izvor: Ministarstvo financija

10. ZAKLJUČNO

Provedbom elemenata koji su navedeni u ovoj Strategiji osigurat će se unaprjeđenje održivosti ukupnog javnog duga, a istovremeno ublažiti i s njim povezani rizici. Izvršenje navedenih zadaća, uz izlazak RH iz procedure prekomjernog proračunskog manjka u što kraćem roku, pridonijet će nastavku vođenja održive, razumne i uravnotežene fiskalne politike. To će osigurati trajno smanjivanje tereta duga i podizanje kreditnog rejtinga koji predstavljaju ključne prioritete ekonomske politike Vlade RH.

Ostvarenje ovih ciljeva bit će osnaženo i mjerama gospodarske politike usmjerenim ka poticanju rasta, fiskalnoj konsolidaciji te aktivaciji državne imovine na kojima počiva smanjenje udjela javnog duga u BDP-u, što je jedan od ključnih ciljeva Vlade i nacionalni interes RH.