

REPUBLIKA HRVATSKA
MINISTARSTVO FINANCIJA



**GODIŠNJE IZVJEŠĆE I
STRATEGIJA UPRAVLJANJA
JAVNIM DUGOM**

■ 2006 ■

REPUBLIKA HRVATSKA
MINISTARSTVO FINANCIJA

GODIŠNJE IZVJEŠĆE I STRATEGIJA
UPRAVLJANJA JAVNIM DUGOM

SADRŽAJ

1. Pravni i institucionalni okvir za upravljanje javnim dugom	5
2. Stanje i projekcije kretanja javnog duga	6
3. Dug središnje države prema vrsti instrumenata	11
3.1. Trezorski zapisi	13
3.2. Obveznice	15
4. Projekcije otplate unutarnjeg duga i međunarodnih obveznica	18
5. Kreditna sposobnost Republike Hrvatske	20
6. Devizni tečajevi na kraju godine	22
7. Strategija upravljanja dugom za 2007. godinu	23
7.1. Cilj zaduživanja i upravljanja javnim dugom	23
7.2. Osnovne smjernice	23
8. Kalendar izdavanja	28

1. PRAVNI I INSTITUCIONALNI OKVIR ZA UPRAVLJANJE JAVNIM DUGOM

Zakonom o državnom proračunu (96/2003) propisan je zakonodavni i institucionalni okvir upravljanja javnim dugom. Njime je utvrđen obuhvat javnog duga, ciljevi upravljanja javnim dugom, uvjeti i ovlasti zaduživanja te obveze izvještavanja.

Zakon o izvršavanju državnog proračuna Republike Hrvatske, koji se donosi svake godine i odnosi se na slijedeću proračunsku godinu, utvrđuje iznos novog zaduživanja, kao i obveza s osnove tekućih otplata državnog duga.

Zakon o proračunu definira pojam državnog duga kao dug konsolidiranog proračuna Republike Hrvatske, odnosno dug opće države (koji uključuje konsolidirani proračun središnje države i konsolidirane proračune jedinica lokalne i područne samouprave).

Uz dodatak državnih jamstava, državni dug definiran je kao javni dug.

Ciljevi upravljanja javnim dugom:

- zadovoljavanje financijskih potreba države, uključujući podmirivanje dospjelih obveza
- postizanje najnižeg srednjoročnog i dugoročnog troška financiranja uz prihvatljivu razinu rizika
- promicati razvoj domaćeg tržišta kapitala

U svrhu unapređenja upravljanja javnim dugom, uz tehničku i financijsku pomoć EU u sklopu programa CARDS, Svjetske banke i MMF-a, posljednjih godina provedene su mnoge reforme:

- provedena je reorganizacija Sektora za upravljanje javnim dugom (front office, back office i middle office)
- uveden je novi, suvremeni informatički sustav evidencije i upravljanja dugom
- uveden je elektronički sustav aukcije trezorskih zapisa
- provedeno je stručno usavršavanje djelatnika zaduženih za upravljanje dugom
- razvoj instrumenata na domaćem tržištu (dugoročna kunska krivulja prinosa)

2. STANJE I PROJEKCIJE KRETANJA JAVNOG DUGA

Tablica 1. Dug opće države

DUG OPĆE DRŽAVE na kraju razdoblja, u milijunima kuna	2002.	2003.	2004.	2005.	2006.
1. Unutarnji dug opće države	32.012,3	35.314,4	42.721,0	56.046,5	61.045,2
1.1 Unutarnji dug Republike Hrvatske	23.320,0	28.160,8	37.223,7	50.559,5	54.235,7
Trezorski zapisi	5.632,7	6.548,1	9.022,5	12.533,4	12.662,2
Instrumenti tržišta novca	0,1	0,3		0,9	
Obveznice	15.887,9	17.422,0	23.080,1	30.716,0	34.847,8
Krediti Hrvatske narodne banke	0,5	1,4	3,3	1,4	
Krediti banaka	1.798,8	4.189,1	5.117,8	7.307,8	6.725,7
1.2 Unutarnji dug republičkih fondova	7.659,1	6.247,5	3.911,2	3.935,0	5.168,2
Instrumenti tržišta novca	-	-	-	-	-
Obveznice	4.108,1	3.418,2	1.726,0	-	-
Krediti banaka	3.551,0	2.829,3	2.185,1	3.935,0	5.168,2
1.3 Unutarnji dug lokalne države	1.033,1	906,1	1.586,2	1.551,9	1.641,3
Instrumenti tržišta novca	30,2	16,9	6,6	40,7	29,3
Obveznice	-	-	204,4	196,4	263,0
Krediti banaka	1.002,9	889,2	1.375,1	1.314,7	1.349,0
2. Inozemni dug opće države	40.538,4	45.832,8	50.266,6	45.377,8	41.540,5
2.1 Inozemni dug Republike Hrvatske	37.388,3	41.048,8	42.095,7	36.433,6	32.486,1
Instrumenti tržišta novca	-	-	-	-	-
Obveznice	28.694,2	32.144,8	32.899,3	27.112,3	22.843,0
Krediti	8.694,1	8.904,1	9.196,4	9.321,2	9.643,0
2.2 Inozemni dug republičkih fondova	2.755,4	4.463,2	7.925,3	8.725,8	8.902,7
Instrumenti tržišta novca	-	-	-	-	-
Obveznice	-	-	-	-	-
Krediti	2.755,4	4.463,2	7.925,3	8.725,8	8.902,7
2.3 Inozemni dug lokalne države	394,6	320,8	245,7	218,5	151,7
Instrumenti tržišta novca	-	-	-	-	-
Obveznice	-	-	-	-	-
Krediti	394,6	320,8	245,7	218,5	151,7
3. Ukupno (1+2)	72.550,7	81.147,2	92.987,7	101.424,3	102.585,8
Dodatak: Izdana jamstva Republike Hrvatske	15.578,8	15.326,6	12.134,5	12.383,8	14.092,5
1. Domaća	7.423,8	6.796,5	4.542,2	5.268,5	7.252,3
2. Inozemna	8.155,0	8.530,1	7.592,3	7.115,3	6.840,2
Ukupni dug HBOR-a	3.816,1	4.954,0	5.745,6	7.135,5	7.654,2
Ukupno izdana jamstva Republike Hrvatske	19.394,9	20.280,6	17.880,1	19.519,3	21.746,7
SVEUKUPNO:	91.945,3	101.427,8	110.868,0	120.943,5	124.332,5
BDP	181.231,0	198.422,0	212.826,0	229.031,0	246.760,0
DUG OPĆE DRŽAVE (% u BDP)	40,03%	40,90%	43,69%	44,28%	41,57%
JAVNI DUG (% u BDP)	50,73%	51,12%	52,09%	52,81%	50,39%

Tablica 1. prikazuje kretanje javnog duga Republike Hrvatske u zadnjih pet godina.

Sadržaj i obuhvat podataka u prethodnoj tablici definiran je pod pojmom "Opća država" i podrazumijeva dug:

1. središnje države te nekadašnjih izvanproračunskih fondova
2. Hrvatskih autocesta i Hrvatskih cesta
3. državnih fondova i agencija (DAB, HFP)
4. dug temeljem izdanih državnih jamstava korisnicima izvan sektora "opće države"
5. dug 53 tijela lokalne uprave i samouprave
6. izravan dug Hrvatske banke za obnovu i razvitak

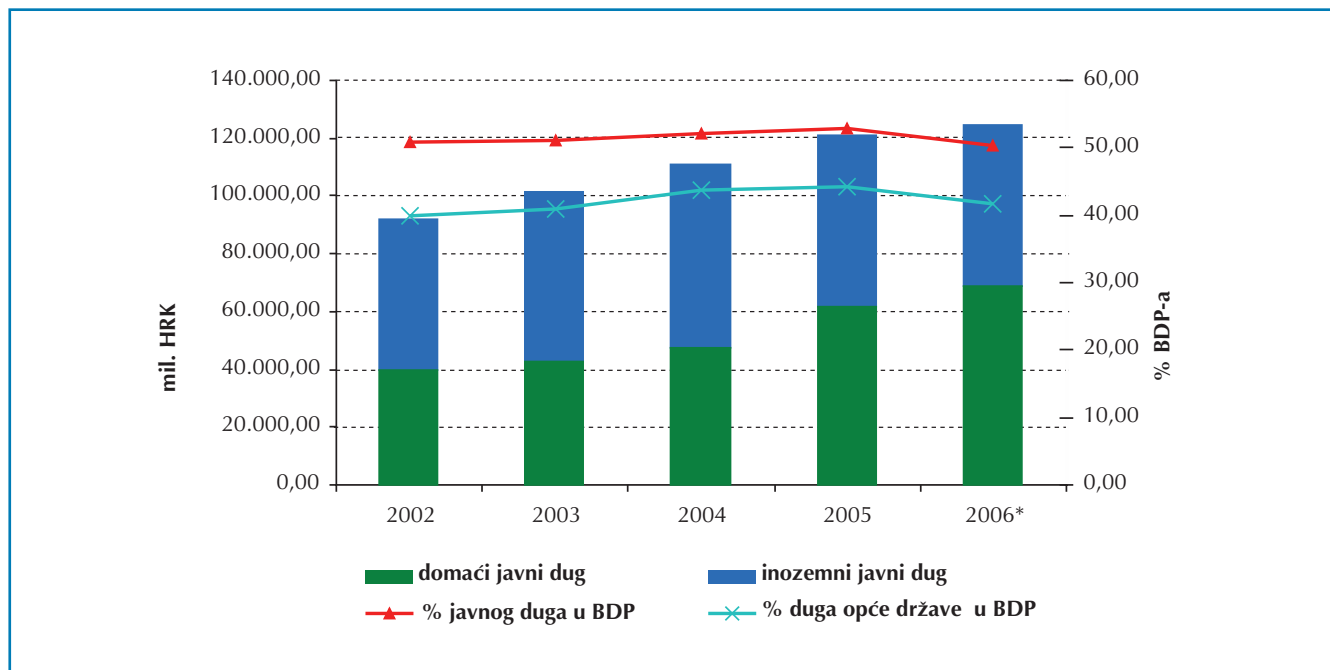
Tim obuhvatom uključen je izravan dug HBOR-a, te su isključena sva državna jamstva odobrena HBOR-u (navedeno je učinjeno kako bi se izbjeglo eventualno dvostruko iskazivanje zaduženja, budući u brojnim slučajevima država jamči HBOR-ova zaduženja i plasmane).

Ukupan dug opće države krajem 2005. godine iznosio je 101,4 milijarde kuna, ukupna domaća i inozemna jamstva Republike Hrvatske (uključujući HBOR) 19,5 milijardi kuna što zajedno predstavlja ukupni javni dug Republike Hrvatske od 120,9 milijardi kuna i činio je 52,8% nominalnog BDP-a za 2005.

Krajem 2006. godine ukupni dug opće države iznosio je 102,5 milijarde kuna, ukupna izdana domaća i inozemna jamstva Republike Hrvatske (uključujući HBOR) 21,7 milijardi kuna, što zajedno čini 124,3 milijardi kuna i predstavlja ukupni javni dug Republike Hrvatske što je 50,3% procijenjenog nominalnog BDP-a za 2006.

U 2005. godini dug opće države se u odnosu na 2004. godinu povećao za 8,4 milijardi kuna kao rezultat povećanja domaće komponente duga uz istovremeno smanjenje inozemnog duga opće države za 4,9 milijardi kuna. Takav trend se nastavlja i u 2006. godini gdje je došlo do povećanja unutaršnjeg duga za 4,9 milijardi kuna i smanjenja inozemnog zaduženja za 3,8 milijardi kuna što je rezultiralo porastom ukupnog duga opće države za 1,2 milijarde kuna. Iz toga je vidljivo usporavanje rasta duga opće države, što je i glavni cilj strategije upravljanja javnim dugom. Unutarnji dug opće države krajem 2006. je viši od inozemno i čini 59,5% ukupnog duga opće države.

Razina javnog duga u Republici Hrvatskoj posljedica je relativno visoke početne razine duga nastale tijekom procesa tranzicije i preuzimanjem dijela duga bivše Jugoslavije, ali i visoke državne potrošnje nastale tijekom rata i poslijeratne obnove. Veliki dio domaćeg duga u početku je kreiran izdavanjem obveznica za staru deviznu štednju i tzv. "velikih obveznica" namijenjenih restrukturiranju poduzeća. Preuzimanjem dijela duga bivše Jugoslavije i reguliranjem obveza prema Londonskom i Pariškom klubu povećan je udio inozemnog duga u ukupnom javnom dugom.



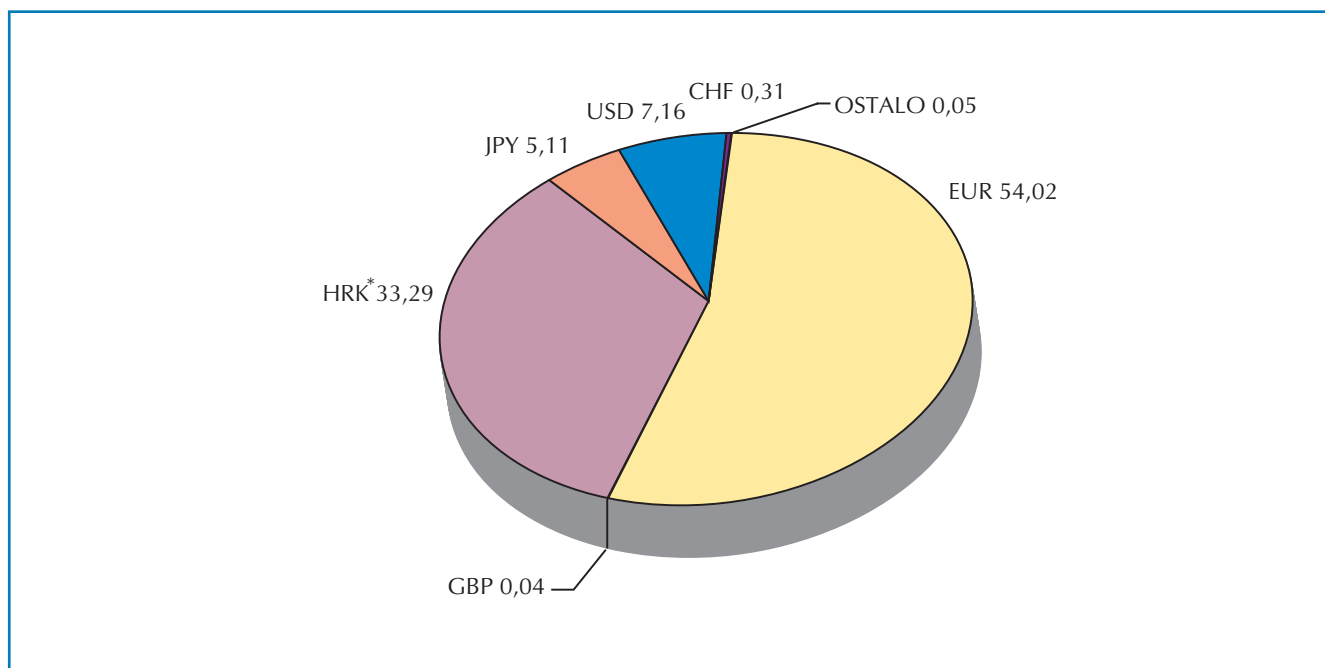
Grafikon 1. Kretanje javnog duga, (mil. HRK i % BDP-a)

U promatranom razdoblju značajno je promijenjena struktura javnog duga: udio inozemne komponente u ukupnom javnom dugu smanjena je sa 56,6% kolika je bila krajem 2002. godine na 44,8% kolika je iznosila krajem 2006. godine. Smanjenje učešća inozemnog duga u ukupnom javnom dugu rezultat je naglašenije orijentacije prema domaćem tržištu kapitala, s ciljem ublažavanja trenda rasta ukupnog inozemnog duga Republike Hrvatske.

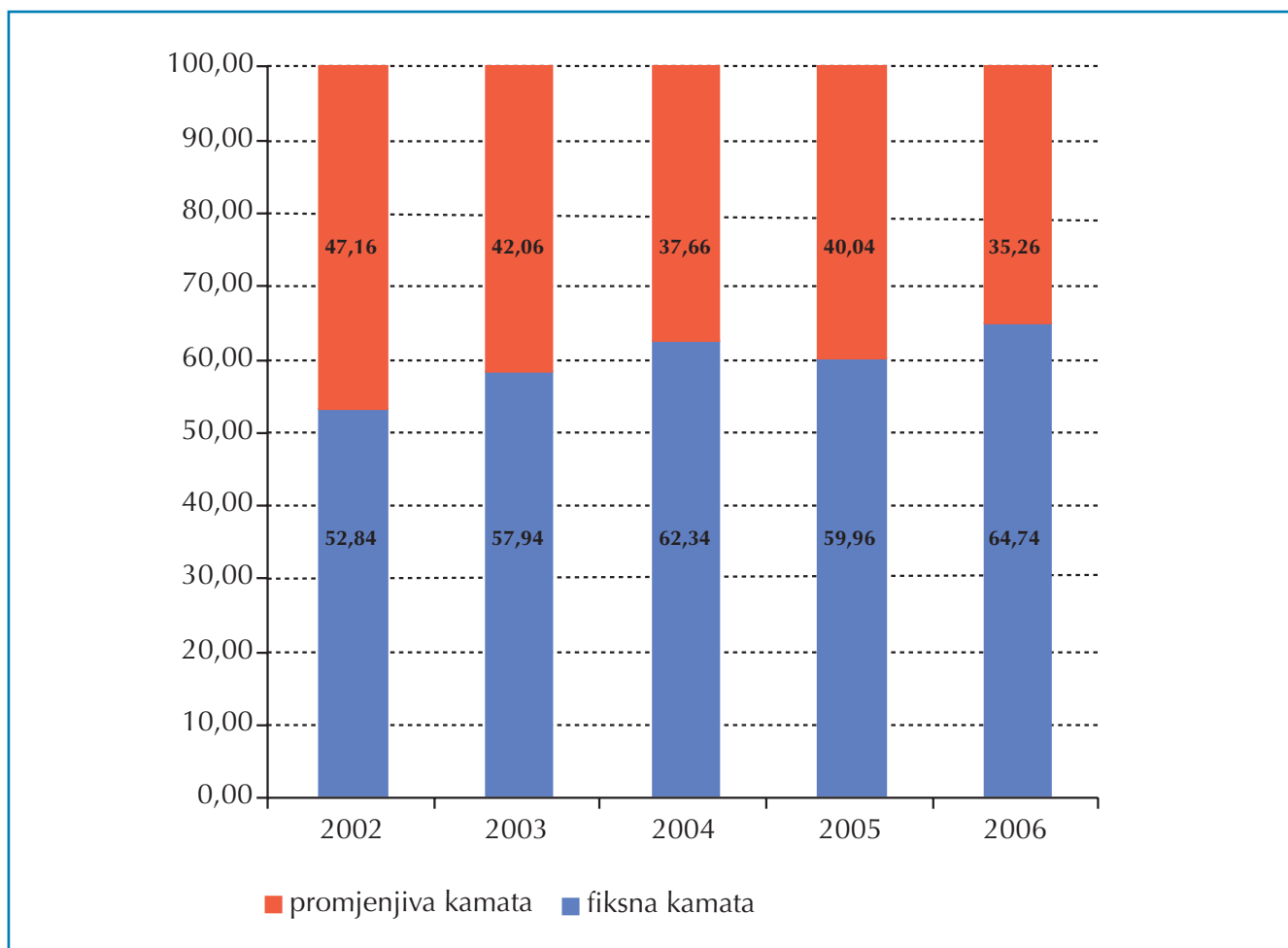
Time je posljednjih godina potvrđen snažan razvoj domaćeg financijskog tržišta, koje svojim obimom, dostupnom ročnošću i povoljnim prinosima predstavlja atraktivnu alternativu inozemnim financijskim tržištima.

Glavni ciljevi strategije upravljanja javnim dugom jesu daljnje usporavanje rasta javnog duga uz smanjivanje rizika vezanih za javni dug, prvenstveno tečajnih rizika, uz povećanje transparentnosti i daljnji razvoj domaćeg tržišta kapitala.

U pogledu valutne strukture duga središnje države krajem 2006. godine, prevladava dug denominiran u eurima (54%), dok se na dug u kunama odnosi 33% ukupnog duga središnje države. Udio zaduživanja u inozemnim valutama posljednjih godina opada, dok udio duga denominiranog u kunama raste kao posljedica snažnije orijentacije prema domaćem tržištu kapitala i razvoja dugoročne krivulje prinosa u nacionalnoj valuti. Na značajno smanjenje komponente duga u stranoj valuti utjecalo je iskupljenje dospjelih obveznica u iznosima 800 milijuna EUR-a (2005. i 2006.) i 50 milijardi JPY (2004. i 2006.), te otplatom dospjelih obveza po Londonskom i Pariškom klubu.

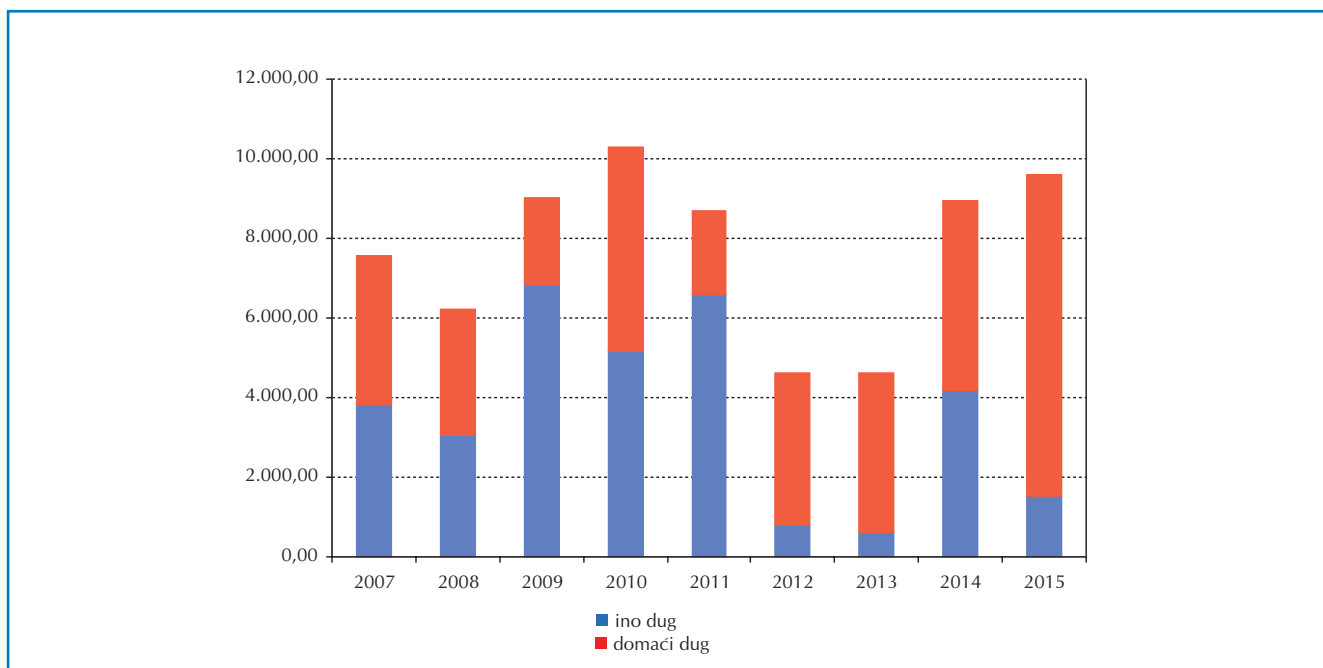


Grafikon 2. Valutna struktura duga središnje države, kraj 2006. godine



Grafikon 3. Struktura javnog duga prema vrsti kamate

Usljed porasta zaduživanja putem izdavanja obveznica s fiksnom kamatnom stopom došlo je do porasta udjela javnog duga s fiksnom kamatnom stopom koji je krajem 2006. godine 64,74 %, te paralelno do smanjenja udjela duga s varijabilnom kamatnom stopom. Udio duga s varijabilnom kamatnom stopom dodatno je smanjen u 2006. godini ponajprije zbog dospjeća obveza po Londonskom klubu, otplate obveza Pariškog kluba, te otplate zajmova međunarodnih financijskih institucija.



Grafikon 4. Amortizacija duga središnje države po vrsti dospjeća, mil. HRK

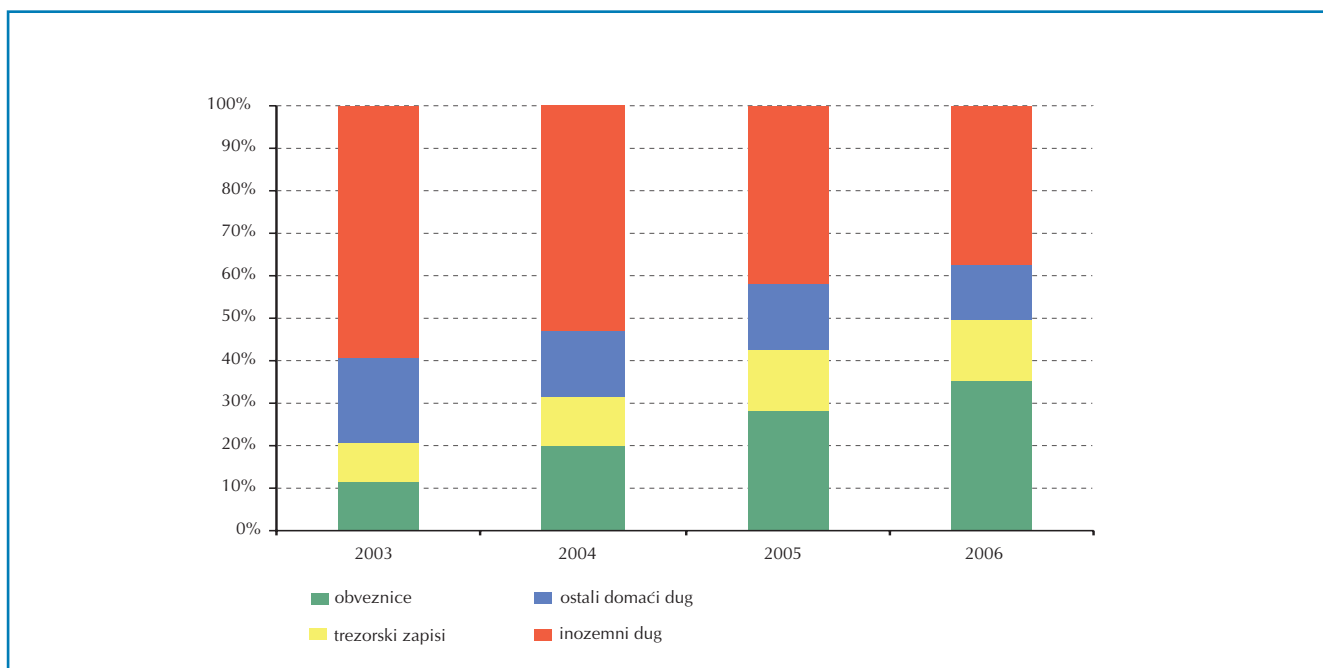
U upravljanju javnim dugom važno je osigurati ravnomjeran teret otplate u budućem razdoblju. Orijentiranost zaduživanja na domaće tržište kapitala doprinijeti će smanjenju izloženosti tečajnom riziku i istovremeno potaknuti razvoj domaćeg tržišta kapitala kreirajući referentne krivulje prinosa.

3. DUG SREDIŠNJE DRŽAVE PREMA VRSTI INSTRUMENTATA

	2003.		2004.		2005.		2006.	
	mil. HRK	%	mil. HRK	%	mil. HRK	%	mil. HRK	%
Domaći tržišni dug	14,43	20,85%	24,94	31,44%	37,02	42,56%	43,05	49,64%
1. obveznice	7,88	11,39%	15,92	20,07%	24,49	28,15%	30,39	35,04%
2. trezorski zapisi	6,55	9,46%	9,02	11,37%	12,53	14,40%	12,66	14,60%
Ostali dug	54,78	79,15%	54,38	68,56%	49,97	57,44%	43,67	50,36%
1. domaći	13,73	19,84%	12,28	15,48%	13,54	15,57%	11,18	12,89%
2. inozemni	41,05	59,31%	42,10	53,08%	36,43	41,88%	32,49	37,47%
Ukupni dug središnje države	69,21	100,00%	79,32	100,00%	86,99	100,00%	86,72	100,00%

Tablica 2. Dug središnje države prema vrsti instrumenta

U strukturi duga središnje države posljednjih godina dolazi do značajnog povećanja komponente domaćeg tržišnog duga (obveznice i trezorski zapisi), čiji je udio u ukupnom dugu središnje države s 20,85% krajem 2003. godine porastao na približno 50% krajem 2006. godine. Orijentiranost države na zaduživanje putem izdanja dugoročnih ili kratkoročnih vrijednosnih papira na domaćem tržištu, omogućuje ostvarenje proračunom utvrđenog računa financiranja uz smanjenu ovisnost o inozemnim tržištima kapitala, te bez znatnijeg povećanja inozemnog javnog duga. S ciljem poticanja daljnjeg razvoja domaćeg financijskog tržišta Ministarstvo financija kreiralo je dugoročne obveznice denominirane u kunama kao dodatni instrument za ulaganja institucionalnih investitora, ali i uz očekivanu participaciju segmenta stanovništva, čime se maksimalno produbila baza investitora u državne obveznice na domaćem tržištu kapitala.



Grafikon 5. Struktura duga središnje države prema vrsti instrumenta

Krajem 2006. godine u ukupnom dugu središnje države udio izdanih obveznica iznosio je 35,04%, trezorskih zapisa 14,6% , dok se preostali udio domaćeg duga od 12,89% odnosi na sindicirane zajmovi i sanacijske obveznice. Udio inozemnog duga smanjen je sa 59,31% koliko je iznosio krajem 2003. godine na 37,47% (kraj 2006.), a najvećim dijelom se odnosi na izdanje međunarodnih obveznica i projektne zajmove međunarodnih financijskih institucija.

3.1. Trezorski zapisi

Posljednjih godina sve je izraženiji trend proračunskog financiranja na domaćem tržištu kapitala putem izdavanja dugoročnih dužničkih vrijednosnih papira, te kratkoročnih trezorskih zapisa.

Trezorski zapisi su kratkoročni vrijednosni papiri koje izdaje Ministarstvo financija po jedinstvenoj prodajnoj cijeni koja se ostvari na aukciji. Prikupljene ponude rangiraju se u skladu s visinom ponuđene diskontirane cijene, počevši od najviše prema najnižoj cijeni. U procesu prihvaćanja ponuda Ministarstvo financija utvrđuje najnižu prihvatljivu diskontiranu cijenu, te u skladu s istom određuje jedinstvenu prodajnu cijenu za cijelu seriju trezorskih zapisa.

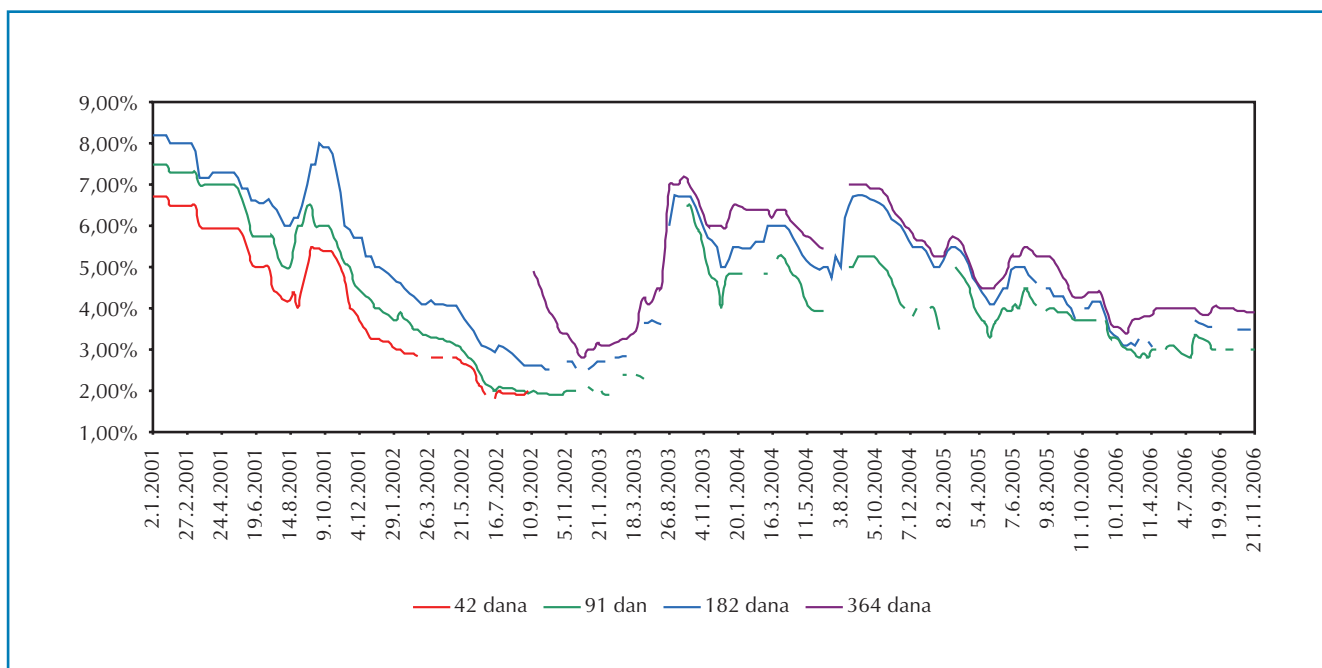
Ministarstvo financija izdaje trezorske zapise s rokom dospjeća od 91, 182 i 364 dana.

Tijekom 2006. godine održano je 36 aukcija trezorskih zapisa na kojima je bilo ukupno 89 izdanja od čega na 91 dan 32 izdanja, na 182 dana 21 izdanje i 36 izdanja na 364 dana.

U protekloj godini na aukcijama trezorskih zapisa izdano je ukupno 14,3 milijarde kuna, dok je istovremeno iskupljeno 13,7 milijardi kuna trezorskih zapisa.

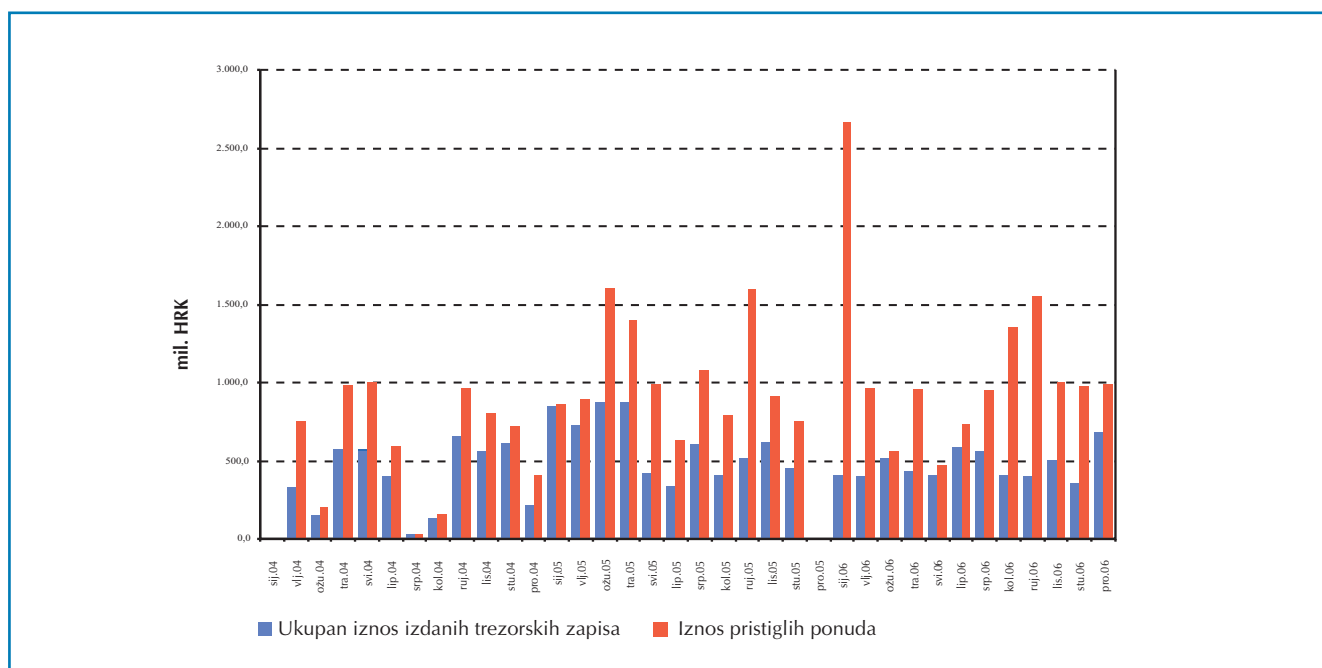
Na aukcijama trezorskih zapisa najveći je interes za trezorske zapise s najdužim rokom dospjeća, tako da je krajem 2006. u ukupnom iznosu izdanih trezorskih zapisa Ministarstva financija od 12,3 milijarde kuna udio trezorskih zapisa s rokom dospjeća od 364 dana iznosio 96,4%.

Grafikon 6. prikazuje kretanje kamatnih stopa na trezorske zapise Ministarstva financija, koje su krajem 2006. godine iznosile 3% na 91 dan, 3,5% na 182 dana i 3,9% na 364 dana.



Grafikon 6. Kamatne stope na trezorske zapise

Grafikon 7. prikazuje odnos ukupnog iznosa pristiglih ponuda i iznosa izdanih trezorskih zapisa na aukcijama Ministarstva financija. Kroz cijelo promatrano razdoblje izražen je trend povećane potražnje za trezorskim zapisima, koji je naročito bio izražen početkom 2006. godine, kada je ukupna potražnja bila i šest puta veća od ukupnog izdanja trezorskih zapisa.



Grafikon 7. Rezultati aukcija trezorskih zapisa

3.2. Obveznice

Pri analizi i utvrđivanju izvora financiranja računa financiranja Državnog proračuna, nastavlja se s orijentacijom prema domaćem tržištu kapitala, s ciljem ublažavanja trenda rasta ukupnog inozemnog duga Republike Hrvatske. Provođenje predmetne strategije tijekom 2005. godine znatno je pridonijelo stabiliziranju navedenog indikatora, te je rezultiralo nominalnim smanjenjem udjela sektora države u ukupnom vanjskom dugu za više od 4 milijarde kuna u odnosu na 2004. godinu. Nastavkom predmetne orijentacije u 2006. godini ostvareno je dodatno smanjenje vanjskog duga sektora države za još 3,8 milijarde kuna. Pri tome je potvrđen snažan razvoj domaćeg financijskog tržišta, koje svojim obimom, dostupnom ročnošću i povoljnim prinosima predstavlja atraktivnu alternativu inozemnim financijskim tržištima.

Dosadašnjim izdanjima obveznica denominiranih u kunama tijekom protekle 3 godine (ukupno emitirano 13,5 milijardi kuna uz dospjeće 1 milijarde 2008. godine, 3 milijarde 2010. godine, 4,0 milijardi 2013. godine, te 5,5 milijardi 2015. godine), uspostavljena je referentna dugoročna krivulja prinosa u nacionalnoj valuti.

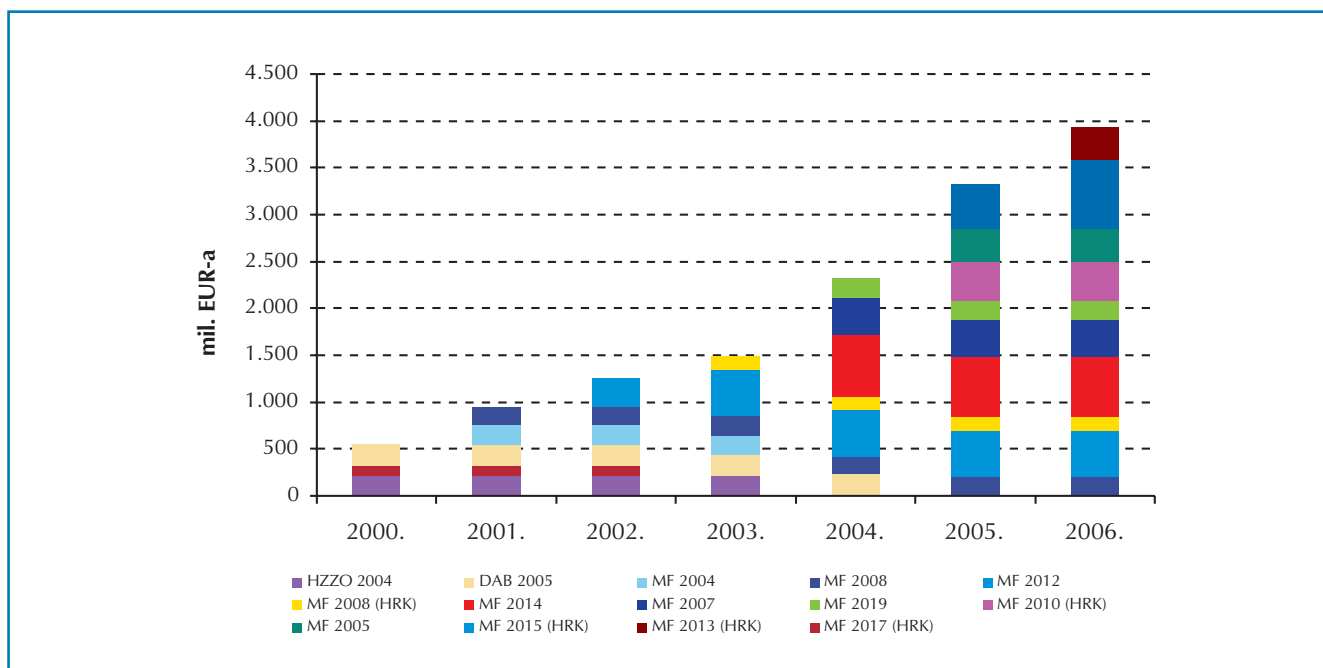
Istovremeno je dospjelo i iskupljeno pet izdanja međunarodnih obveznica (u srpnju 2004. 300 milijuna DEM-a, u prosincu 2004. 25 milijardi JPY, ožujku 2005. 500 milijuna eura, u veljači 2006. 25 milijardi JPY, te u ožujku 2006. 300 milijuna eura), te tri izdanja domaćih obveznica (u srpnju 2004. 222 milijuna EUR-a, u rujnu 2004. 200 milijuna EUR-a i u prosincu 2005. 225 milijuna EUR-a).

Obveznica	Datum izdavanja	Valuta	Iznos (milijuni)	Kamatna stopa	Dospijeće
domaće obveznice					
Seriya 02 D-08	14.12.2001.	EUR	200	6,875%	14.12.2008.
Seriya 03 D-12	23.5.2002.	EUR	500	6,875%	23.05.2012.
Seriya 04 D-08	28.5.2003.	HRK	1.000	6,125%	28.05.2008.
Seriya 05 D-14	10.02.2004.	EUR	650	5,500%	10.02.2014.
Seriya 06 D-07	07.07.2004.	EUR	400	3,875%	07.07.2007.
Seriya 07 D-19	29.11.2004.	EUR	200	5,375%	29.11.2019.
Seriya 08 D-10	08.03.2005.	HRK	3.000	6,750%	08.03.2010.
Seriya 09 D-15	14.07.2005.	EUR	350	4,250%	14.07.2015.
Seriya 10 D-15	15.12.2005.	HRK	5.500	5,250%	15.12.2015.
Seriya 11 D-13	11.07.2006.	HRK	4.000	4,500%	11.07.2013.
međunarodne obveznice					
Londonski klub serija A	31.07.1996.	USD	311,9	USD 6m LIBOR + 81,25 bp	31.7.2010.
Samuraj II 2007	11.07.2000.	JPY	40.000	3,000%	11.07.2007.
Euro-EUR III 2011	06.03.2001.	EUR	750	6,750%	14.03.2011.
Euro-EUR IV 2009	11.02.2002.	EUR	500	6,250%	11.02.2009.
Samuraj IV 2008	26.06.2002.	JPY	25.000	2,150%	26.06.2008.
Euro-EUR V 2010	24.02.2003.	EUR	500	4,625%	24.2.2010.
Samuraj V 2009	26.06.2003.	JPY	25.000	1,230%	26.06.2009.
Euro-EUR VI 2014	15.04.2004.	EUR	500	5,000%	15.04.2014.

Tablica 3. Pregled aktivnih obveznica Republike Hrvatske na 31.12.2006. godine

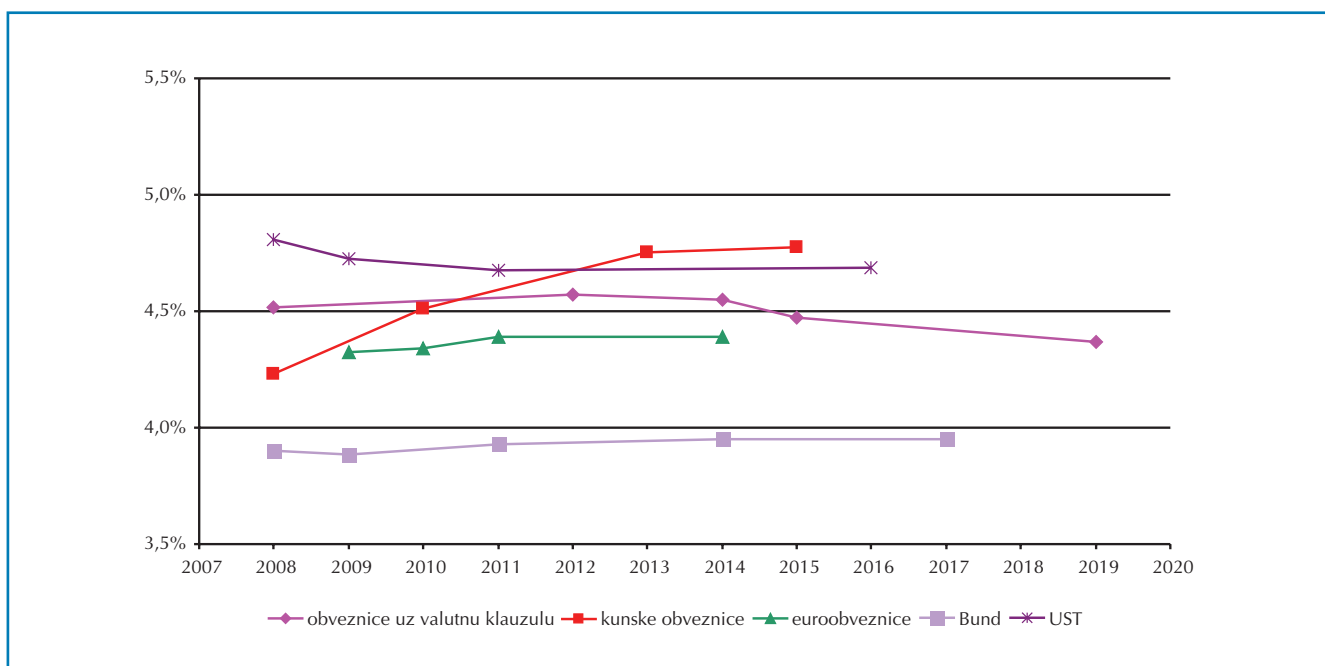
Obveznica	Datum izdavanja	Valuta	Iznos (milijuni)	Kamatna stopa	Dospijeće
domaće obveznice					
HZZO Serija I	19.07.2000.	EUR	222	8,500%	19.07.2004.
DAB Serija I	19.12.2000.	EUR	105	8,000%	19.12.2003.
DAB Serija II	19.12.2000.	EUR	225	8,375%	19.12.2005.
Seriya 01 D-04	20.09.2001.	EUR	200	6,500%	20.09.2004.
međunarodne obveznice					
Londonski klub serija A	31.07.1996.	USD	545,8	USD 6m LIBOR + 81,25 bp	31.7.2010.
Londonski klub serija B	31.07.1996.	USD	604	USD 6m LIBOR + 81,25 bp	31.7.2006.
Euro-USD 2002.	06.02.1997.	USD	300	7,000%	27.02.2002.
Euro-DEM 2004	01.07.1997.	DEM	300	6,125%	16.07.2004.
Matador 2001.	04.03.1998.	ESP	15.000	6,500%	26.03.2001.
Euro-EUR I 2006	23.02.19991	EUR	300	7,375%	10.03.2006.
Samuraj I 2004	14.12.1999.	JPY	25.000	4,000%	14.12.2004.
Euro-EUR II 2005	28.03.2000.	EUR	500	7,000%	28.03.2005.
Samuraj III 2006	06.02.2001.	JPY	25.000	2,500%	23.02.2006.

Tablica 4. Pregled dospjelih i isključenih obveznica Republike Hrvatske u razdoblju od 2001. do 31. 12. 2006.



Grafikon 8. Pregled domaćih obveznica koje kotiraju na Zagrebačkoj burzi

Sve izdane obveznice Republike Hrvatske uvrštene su u prvu kotaciju ("Službeno tržište") Zagrebačke burze na kojoj je krajem 2006. godine uvršteno ukupno deset izdanja obveznica Republike Hrvatske.



Grafikon 9. Krivulja prinosa obveznica Republike Hrvatske na dan 29.12.2006.

4. PROJEKCIJE OTPLATE UNUTARNJEG DUGA I MEĐUNARODNIH OBVEZNICA

Tablica 5. Projekcija otplate unutarnjeg duga

(HRK mil.)	2007.	2008.	2009.	2010.	2011.	2012.	2013.	2014.	2015.	2016.	2017.	2018.	2019.
Amortizacija	3.529,68	2.938,44	2.109,58	5.127,58	2.207,15	3.791,97	4.000,00	4.774,30	8.070,78	0,00	0,00	0,00	1.469,02
Velike obveznice I	0,00	0,00	0,00	0,00	1.895,42	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Velike obveznice II (RB, SB)	64,56	68,97	73,60	78,45	84,69	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Velike obveznice III (PBZ)	58,39	62,73	67,28	72,20	77,49	41,06	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Sanacija banaka-Serija I (RB, SB)	148,30	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Sanacija banaka-Serija II (PBZdm)	23,94	25,12	26,44	27,76	29,16	15,13	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Sanacija banaka-Serija III (PBZk)	60,60	65,00	69,78	74,92	80,43	42,53	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Sanacija banaka-Serija IV (PBZk6)	32,76	34,45	36,21	37,97	39,96	20,71	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Sanacija banaka-Serija V - A (DUB)	4,11	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Sanacija banaka-Serija V - B (DUB)	198,98	213,15	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Obveznice - Serija 02 D-08	0,00	1.469,02	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Obveznice - Serija 03 D-12	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	3.672,54	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Obveznice - Serija 04 D-08 (HRK)	0,00	1.000,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Obveznice - Serija 05 D-14	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	4.774,30	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Obveznice - Serija 06 D-07	2.938,03	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 07 D-19	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	1.469,02
Obveznice - Serija 08 D-10 (HRK)	0,00	0,00	0,00	3.000,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Obveznice - Serija 09 D-15	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	2.570,78	0,00	0,00	0,00	0,00
Obveznice - Serija 10 D-15 (HRK)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	5.500,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Obveznice - Serija 11 D-13 (HRK)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	4.000,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Sindicalni kredit	0,00	0,00	1.836,27	1.836,27	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Otplata kamata	1.975,99	1.793,90	1.606,54	1.432,06	1.282,25	1.049,71	919,55	608,26	476,97	78,96	78,96	78,96	78,96
Velike obveznice I	86,67	86,67	86,67	86,67	86,67	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Velike obveznice II (RB, SB)	25,49	21,01	16,31	11,38	4,55	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Velike obveznice III (PBZ)	26,30	21,96	17,41	12,49	7,12	1,47	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Sanacija banaka-Serija I (RB, SB)	7,05	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Sanacija banaka-Serija II (PBZdm)	7,05	5,88	4,63	3,23	1,84	0,37	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Sanacija banaka-Serija III (PBZk)	27,25	22,77	18,00	12,93	7,42	1,54	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Sanacija banaka-Serija IV (PBZk6)	9,70	8,01	6,32	4,48	2,57	0,51	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Sanacija banaka-Serija V - A (DUB)	0,22	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Sanacija banaka-Serija V - B (DUB)	25,41	11,24	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Obveznice - Serija 02 D-08	100,99	100,99	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Obveznice - Serija 03 D-12	252,52	252,52	252,52	252,52	252,52	126,26	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Obveznice - Serija 04 D-08 (HRK)	61,25	30,63	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Obveznice - Serija 05 D-14	262,59	262,59	262,59	262,59	262,59	262,59	131,29	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Obveznice - Serija 06 D-07	113,85	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 07 D-19	78,96	78,96	78,96	78,96	78,96	78,96	78,96	78,96	78,96	78,96	78,96	78,96	78,96
Obveznice - Serija 08 D-10 (HRK)	202,50	202,50	202,50	101,25	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Obveznice - Serija 09 D-15	109,26	109,26	109,26	109,26	109,26	109,26	109,26	109,26	109,26	109,26	109,26	109,26	109,26
Obveznice - Serija 10 D-15 (HRK)	288,75	288,75	288,75	288,75	288,75	288,75	288,75	288,75	288,75	288,75	288,75	288,75	288,75
Obveznice - Serija 11 D-13 (HRK)	180,00	180,00	180,00	180,00	180,00	180,00	180,00	180,00	180,00	180,00	180,00	180,00	180,00
Sindicalni kredit	110,18	110,18	82,63	27,54	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Ukupno	5.505,66	4.732,35	3.716,12	6.559,63	3.489,40	4.841,68	4.919,55	5.382,56	8.547,75	78,96	78,96	78,96	1.547,98

Tablica 6. Projekcija otplata međunarodnih obveznica Republike Hrvatske

	Val.	Iznos u org. Val.	Iznos u USD*	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
London Club Series A	USD	857.796.000	857.796.000	77.981.454	77.981.454	77.981.454	77.981.454	0			
- coupon:											
6m LB+13/16				18.079.513	13.258.309	8.437.106	3.615.903	0			
Samurai bond / II	JPY	40.000.000.000	336.429.310	340.611.708							
- coupon: 3%				10.218.351							
EURO bond	EUR	750.000.000	987.525.054	0	0	0	0	887.399.966			
- coupon: 6,75%				59.899.498	59.899.498	59.899.498	59.899.498	59.899.498			
EURO bond	EUR	500.000.000	658.350.036			591.599.977					
- coupon: 6,25%				36.974.999	36.974.999	36.974.999					
Samurai bond / IV	JPY	25.000.000.000	210.268.319		212.882.318						
- coupon: 2,15%				4.576.970	2.288.485						
EURO bond	EUR	500.000.000	658.350.036			591.599.977					
- coupon: 4,625%				27.361.499	27.361.499	27.361.499	27.361.499				
Samurai bond / V	JPY	25.000.000.000	210.268.319			212.882.318					
- coupon: 1,23%				2.618.453	2.618.453	1.309.226					
EURO bond	EUR	500.000.000	658.350.036								591.599.977
- coupon: 5,0%				29.579.999	29.579.999	29.579.999	29.579.999	29.579.999	29.579.999	29.579.999	29.579.999
Otplata	USD		414.410.764	288.249.773	946.599.809	736.331.490	987.525.054	0	0	0	658.350.036
Otplata kamate	USD		206.450.471	189.276.003	180.901.265	133.640.035	99.575.443	99.575.443	32.917.502	32.917.502	32.917.502
Ukupna otplata (glav. + kam.)	USD		620.861.235	477.525.776	1.127.501.074	869.971.525	1.087.100.497	1.087.100.497	32.917.502	32.917.502	691.267.538
Stanje na kraju godine	USD		3.617.056.162	3.328.806.389	2.382.206.581	1.645.875.090	658.350.036	658.350.036	658.350.036	658.350.036	0

*srednji tečaj HNB, 31.12.2006.

6m USD LIBOR 5,37 (29.12.2006.)

5. KREDITNA SPOSOBNOST REPUBLIKE HRVATSKE

Republika Hrvatska ima ocjene kreditnog rejtinga triju vodećih specijaliziranih agencija za procjenu kreditne sposobnosti i to: Agencije Moody's Investors Service, Standard & Poor's (S&P), Fitch Ratings. Pored navedenih, RH ima i ocjenu japanske rejting agencije R&I, specijalizirane za dodjelu rejting ocjena izdavatelja vrijednosnih papira u Japanu.

Inicijalne ocjene agencija S&P, Moodys'a i Fitch Ratingsa dodijeljene su Republici Hrvatskoj u siječnju 1997. godine, a japanska rejting agencija R&I dodijelila je svoju ocjenu RH u 1998. godini.

Navedene agencije svake godine vrše provjeru dodijeljenog kreditnog rejtinga.

Rejting agencija Standard & Poor's je u prosincu 2004. godine po prvi put nakon sedam godina povećala kreditni rejting Republike Hrvatske za dugoročna zaduživanja u stranoj valuti s BBB- na BBB. Povećanje kreditnog rejtinga bio je odraz snažnih reformi i strukturnih promjena te stabilizacije razine vanjske zaduženosti javnog i privatnog sektora.

Tijekom 2006. godine došlo je do promjene ocijene investicijskog kreditnog rejtinga od strane agencije Rating and Investment Information.

Rating and Investment Information je 10. studenoga 2006. nakon osam godina povećao kreditni rejting Republike Hrvatske za dugoročna zaduživanja u stranoj valuti s BBB na BBB+.

Dugoročni dug	Moody's	FITCH	Standard&Poor's	Rating and Investment Information
Dugoročni dug u stranoj valuti	Baa3	BBB-	BBB	BBB+
Dugoročni dug u domaćoj valuti	Baa1	BBB+	BBB+	NR
Outlook	STABLE	STABLE	STABLE	STABLE
Kratkoročni dug	Moody's	FITCH	Standard&Poor's	
Kratkoročni dug u stranoj valuti	P-1	F3	A-3	
Kratkoročni dug u domaćoj valuti	NR	NR	A-2	

Tablica 7. Pregled ocjena investicijskog kreditnog rejtinga Republike Hrvatske

Država	Moody's (dugoročni dug u stranoj valuti)	Standard and Poor's (dugoročni dug u stranoj valuti)
Bugarska	Baa3	BBB+
Češka	A1	A-
Hrvatska	Baa3	BBB
Mađarska	A2	BBB+
Poljska	A2	BBB+
Rumunjska	Baa3	BBB-
Slovačka	A1	A

Tablica 8: Usporedba kreditnih ocjena na kraju 2006. godine

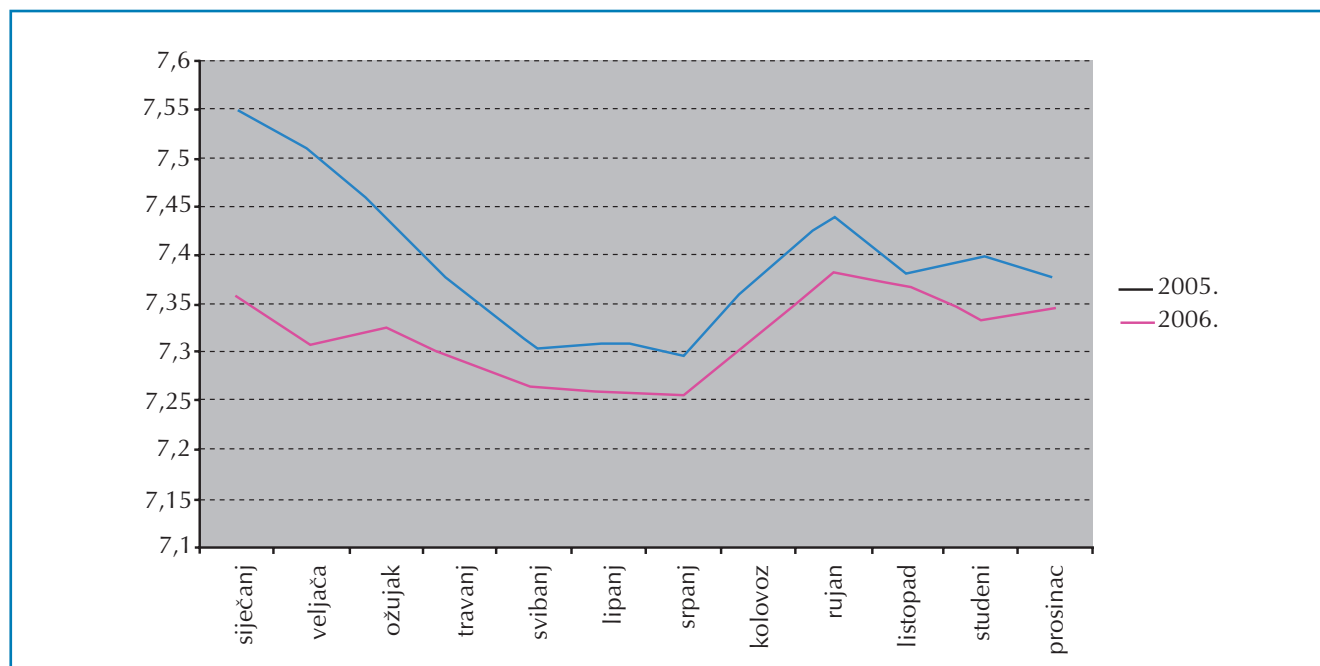
6. DEVIZNI TEČAJEVI NA KRAJU GODINE

Tečaj kune prema euru na kraju 2006. godine iznosio je 7,35 HRK/EUR i bio je nominalno 0,4% jači od tečaja ostvarenog na kraju 2005. godine kada je iznosio 7,38 HRK/EUR.

Tečaj kune prema američkom dolaru ojačao je u 2006. godini za 10,5%, odnosno s razine od 6,23 HRK/USD 31. prosinca 2005. na 5,58 HRK/USD 31. prosinca 2006. godine, kao odraz slabljenja američkog dolara prema euru na svjetskom tržištu.

	31. 12. 2005.	31. 12. 2006.
HRK/EUR	7,376	7,345
HRK/USD	6,234	5,578
HRK/JPY	5,308	4,692

Tablica 9. Devizni tečaj, kraj godine



Grafikon 10. Srednji tečaj hrvatske kune u odnosu na euro, krajem mjeseca

7. STRATEGIJA UPRAVLJANJA DUGOM ZA 2007. GODINU

7.1. Cilj zaduživanja i upravljanja javnim dugom

Osnovni cilj zaduživanja i upravljanja javnim dugom jest osiguravanje financijskih potreba državnog proračuna uz postizanje najnižeg srednjoročnog i dugoročnog troška financiranja te preuzimanje razboritog stupnja rizika.

Dodatni cilj predstavlja razvoj domaćeg tržišta državnih vrijednosnih papira, budući da razvijeno tržište predstavlja osnovni preduvjet za učinkovito upravljanje dugom, odnosno za učinkovito upravljanje troškovima zaduživanja i likvidnošću te diverzifikaciju dužničkog portfelja.

7.2. Osnovne smjernice

Osnovne smjernice Ministarstva financija u upravljanju dugom jesu:

- Razborito i oprezno upravljanje dugom
- Transparentno i predvidivo zaduživanje i upravljanje dugom
- Promicanje likvidnosti i širokog kruga investitora u državne vrijednosne papire, te razvoj učinkovite infrastrukture na domaćem tržištu kapitala.

Razborito i oprezno upravljanje dugom

Tijekom promatranog srednjoročnog razdoblja, upravljanje dugom će biti usmjereno na ostvarenje dvije skupine operativnih ciljeva: optimiziranje strukture i smanjenje rizika državnog dužničkog portfelja, te unaprjeđenje trgovanja i razvoj infrastrukture na domaćem tržištu državnih vrijednosnih papira. Optimiziranje strukture državnog dužničkog portfelja prije svega se odnosi na njegovu valutnu i ročnu strukturu.

Optimiziranje strukture državnog dužničkog portfelja s obzirom na valutnu strukturu

Relativno visok udio duga središnje države denominiranog u stranoj valuti (67%) povećava izloženost tečajnom riziku, odnosno rizik povećanja tereta financiranja duga i razine duga u slučaju deprecijacije domaće valute. Visoka izloženost prema euru (54% duga) ima dvojak učinak: s jedne strane relativna stabilnost kune prema euru umanjuje tečajni rizik i čini euro privlačnom valutom za zaduživanje; međutim, izloženost prema jednoj valuti znatno povećava negativni učinak mogućih promjena međuvalutnih odnosa. Zbog toga će financiranje biti usmjereno najvećim dijelom na kunske izvore kako bi se udio duga denominiranog u stranoj valuti spustio na oko 40% do 2009. godine, a zaduživanje Ministarstva financija tijekom 2007. godine prvenstveno se planira ostvariti u kunama (izuzev zajmova međunarodnih financijskih institucija). Ukoliko se zbog razloga učinkovitijeg upravljanje rizikom pokaže potreba za inozemnim zaduživanjem ili zaduživanjem uz valutnu klauzulu, ono će se, imajući u vidu stabilnost kune te srednjoročnu perspektivu pridruživanja Europskoj uniji, ostvariti u eurima.

Optimiziranje strukture državnog dužničkog portfelja s obzirom na ročnu strukturu

Trenutna ročna struktura gdje se 14,6% duga središnje države odnosi na kratkoročni dug, uz prosječno godišnje dospeljeće (duration) od 3,57 godina, nije zabrinjavajuća. Međutim, u svrhu smanjenja rizika refinanciranja potrebno je smanjiti relativni udio kratkoročnog duga i zadržati prosječno dospeljeće duga iznad 3 godine. Zbog toga će se tijekom 2007. godine zaduživanje usmjeriti na instrumente s duljim rokom dospeljeća, prvenstveno na obveznice s rokom od 5 i/ili 10 godina. Dospeljeća novih zaduživanja nastojat će se prilagoditi kako bi se ujednačila dinamika dospeljeća obveza i ravnomjerno rasporedio teret refinanciranja. U tom smislu, nastojat će se smanjiti iznos duga koji dospijeva u idućih 12 mjeseci i duga s promjenjivom kamatnom stopom na 33% ukupnog duga. Također, nastojat će se ujednačiti ročna struktura trezorskih zapisa u smislu adekvatnog udjela pojedinih ročnosti budući da u trenutnoj ročnoj strukturi prevladavaju zapisi s duljim rokom dospeljeća.

Transparentno i predvidljivo zaduživanje i upravljanje dugom

Buduće potrebe za zaduživanjem ovise o sadašnjem stanju duga (plaćanje kamata i dospjeća otplata), budućim kretanjima primarnog fiskalnog salda (suficita ili deficita), politici upravljanja dugom (oblici, uvjeti i ročnost novog zaduživanja) te o procesu privatizacije, budući da se primici od privatizacije poduzeća u državnom portfelju mogu koristiti za financiranje deficita te tako smanjuju potrebe za zaduživanjem.

Prema sadašnjem stanju duga i projekciji otplata do 2016. godine, očekuje se prosječno dospjeće od oko 8 milijardi kuna godišnje. Međutim, dinamika projiciranih otplata ukazuje na izraženiji teret otplata u razdoblju 2009.-2011. te ponovno krajem promatranog razdoblja. Razlog tome su dospjeća nekoliko obveznica u navedenim godinama, pri čemu je najbitnije istaknuti iskup u istoj godini domaćih i euroobveznica u 2010. i 2014. godini te otplatu dvije domaće obveznice u 2015. godini.

Za iduće srednjoročno razdoblje od 2007. do 2009. godine, potrebe za zaduživanjem kretat će se na prosječnoj razini od 11,8 milijardi kuna ili 4,1 posto BDP-a, a bit će izraženije tijekom 2007. i 2009. godine, prvenstveno zbog značajnijih dospjeća otplata postojećih obveza. Izdaci za kamate kretat će se na prosječnoj razini od 1,6 posto BDP-a uz lagani pad njihova udjela u BDP-u. Nastavak fiskalne konsolidacija rezultirat će smanjenjem primarnog deficita, što će pridonijeti smanjenju potreba za zaduživanjem. S druge strane, suprotan učinak imat će predviđena dinamika privatizacije budući da će značaj kapitalnih prihoda u financiranju deficita opadati.

Predviđene potrebe za zaduživanjem financirat će se prvenstveno na domaćem tržištu, u skladu s politikom smanjenog inozemnog zaduživanja. Tako bi se inozemno zaduživanje trebalo kretati na prosječnoj razini od 0,5 posto BDP-a uz snažan opadajući trend.

Tablica 10: Potrebe za zaduživanjem i zaduživanje (2007.-2009.)

milijuni kuna	2007.	2008.	2009.
1. Primarni suficit (-) / deficit (+)	-12	76	276
2. Kamate	4.610	4.624	4.789
3. Otplate	8.742	7.054	9.701
4. Kapitalni prihodi	1.830	1.277	1.256
Primici od prodaje nefinancijske imovine	320	267	246
Primici od prodaje dionica i ostalih udjela	1.510	1.010	1.010
5. Potreba za zaduživanjem (1. + 2. + 3. - 4.)	11.509	10.477	13.510
6. Zaduzivanje	11.509	10.477	13.510
Inozemno	1.751	1.760	838
Domaće	9.758	8.717	12.672

Napomena: Suficit / deficit definiran prema GFS 1986 metodologiji

Promicanje likvidnosti i širokog kruga investitora u državne vrijednosne papire te razvoj učinkovite infrastrukture na domaćem tržištu kapitala

Daljnem razvoju tržišta kapitala u Hrvatskoj u znatnoj mjeri može doprinijeti razvoj domaćeg tržišta državnih vrijednosnih papira kao njegove značajne sastavnice. S druge strane, razvoj tog segmenta tržišta pridonijet će i učinkovitijem upravljanju dugom zahvaljujući većoj likvidnosti, transparentnosti i predvidivosti. Zbog toga će aktivnosti Ministarstva financija u srednjem roku biti usmjerene na ostvarenje nekoliko operativnih ciljeva vezanih za unaprjeđenje trgovanja i razvoj infrastrukture na domaćem tržištu državnih vrijednosnih papira.

Izgradnja referentne domaće krivulje prinosa

U idućem srednjoročnom razdoblju Ministarstvo financija namjerava izgraditi referentnu kunsku krivulju prinosa od 3 mjeseca do 10 godina, što će pridonijeti smanjenju troškova kamata i lakšem određivanju cijene ostalih instrumenata na tržištu. Uz već navedeno kreiranje adekvatne ročne strukture trezorskih zapisa, Ministarstvo financija namjerava buduća izdanja obveznica ročnosti 3, 5, 7 i 10 godina plasirati na način da se dopune dospjeća potrebna za izgradnju krivulje. To znači da će se sadašnja dospjeća tijekom 2007. godine najvjerojatnije dopuniti dospjećima 2012. i 2017. godine.

Uvođenje aukcija za izdavanje obveznica

Dosadašnja praksa izdavanja obveznica u Hrvatskoj oslanjala se na sindiciranje većih izdanja obveznica, dok su se aukcije koristile pri izdavanju trezorskih zapisa. Međutim, tehnika aukcija omogućuje fleksibilan i izravan pristup tržišnoj likvidnosti, te također predstavlja standardnu praksu za domaća izdanja u zemljama Europske unije (osim za postizanje velikih iznosa izdanja ili ciljanje određene skupine ulagača). Zbog toga Ministarstvo financija u srednjem roku namjerava konsolidirati sindiciranje i aukcije kao tehnike emisije domaćih obveznica pri čemu bi se nova izdanja obveznica plasirala putem sindiciranja, dok bi se slijedeće tranše izdavale putem aukcija.

Objava kalendara izdavanja i tromjesečnih planova zaduživanja

Kako bi povećalo transparentnost i predvidivost zaduživanja države, Ministarstvo financija namjerava uvesti praksu objave plana zaduživanja na mjesečnoj razini s iznosima zaduženja po vrstama instrumenata za slijedeći mjesec te naznakama zaduživanja za slijedeća dva mjeseca. Uz to, namjerava objavljivati polugodišnji kalendar izdavanja s točnim datumima aukcija i potencijalnim datumima sindiciranih izdanja.

Uvođenje sustava primarnih dilera

Ministarstvo financija namjerava tijekom 2007. godine započeti s uvođenjem sustava primarnih dilera kako bi unaprijedilo tržište državnih vrijednosnih papira. Pri tome bi odabrani primarni dileri imali isključivo pravo sudjelovanja u aukcijama, ali i obvezu održavanja tržišta kotiranjem obvezujućih cijena uz minimalnu razliku između kupovne i prodajne cijene, te bezuvjetnim trgovanjem po kotiranim cijenama. Time će se postići veća likvidnost tržišta, čime se doprinosi utvrđivanju referentne krivulje prinosa što u konačnici rezultira optimizacijom troškova zaduživanja.

8. KALENDAR IZDAVANJA

Kalendar izdavanja trezorskih zapisa u 2007.

Redni broj	Datum aukcije	Indikativni iznos (mil.HRK)
1	2. siječnja	305*
2	9. siječnja	559*
3	23. siječnja	505*
4	13. veljače	464*
5	13. ožujka	459*
6	20. ožujka	250
7	27. ožujka	545
8	3. travnja	300
9	10. travnja	400
10	24. travnja	300
11	8. svibnja	500
12	22. svibnja	400
13	5. lipnja	500
14	12. lipnja	500
15	3. srpnja	500
16	17. srpnja	450
17	24. srpnja	500
18	31. srpnja	400
19	7. kolovoza	350
20	28. kolovoza	350
21	4. rujna	350
22	11. rujna	400
23	18. rujna	300
24	2. listopada	500
25	9. listopada	400
26	16. listopada	450
27	23. listopada	400
28	30. listopada	500
29	6. studenoga	450
30	20. studenoga	300
31	11. prosinca	500
32	18. prosinca	450

Napomena: iznosi označeni sa zvjezdicom su ostvareni iznosi na već održanim aukcijama

Kalendar planiranih izdanja obveznica RH u 2007. godini

Redni broj	Datum izdanja	Indikativni iznos (mil.HRK)
1	8. veljače	2.500*
2	6. srpnja	3.500
3	25. rujna	3.000

Napomena: iznosi označeni sa zvjezdicom su ostvareni iznosi na već održanom izdanju

IZDAVAČ:

Ministarstvo financija Republike Hrvatske
Zagreb, Katančićeva 5

Uredio:

Sektor za upravljanje javnim dugom

Priloge pripremio:

Sektor za upravljanje javnim dugom

Tehnički uredio:

AD

Tisak:

AD

Naklada:

250 primjeraka

Molimo Vas da pri korištenju podataka obvezno navedete izvor

Dostupno na Internetu

www.mfin.hr

Zagreb, 2007.

