

REPUBLIKA HRVATSKA
MINISTARSTVO FINANCIJA

STRATEGIJA UPRAVLJANJA JAVNIM
DUGOM ZA RAZDOBLJE 2018. - 2020.

Zagreb, svibanj 2018.

Sadržaj

1.	UVOD	3
2.	PRAVNI I INSTITUCIONALNI OKVIR UPRAVLJANJA JAVNIM DUGOM	5
3.	STANJE JAVNOG DUGA I STANJE JAMSTAVA.....	8
4.	PREGLED FINANCIJSKOG ZADUŽIVANJA U 2017. GODINI	12
4.1.	Zaduživanje putem obveznica	12
	Euroobveznice na međunarodnom tržištu.....	12
	Obveznice uz plasman na domaćem tržištu kapitala	12
4.2.	Zaduživanje putem dugoročnih kredita	13
	Kredit u iznosu od 300 milijuna eura.....	13
	Kredit u iznosu od 950 milijuna kuna	13
	Kredit u iznosu od 106,4 milijuna eura uz valutnu klauzulu.....	14
5.	DRŽAVNI DUG U RAZDOBLJU 2012. - 2017.	16
5.1.	Valutna struktura državnog duga	16
5.2.	Kamatna struktura državnog duga	18
5.3.	Ročna struktura državnog duga.....	19
5.4.	Struktura državnog duga prema vrsti instrumenta	20
	Trezorski zapisi	20
	Obveznice	22
6.	MAKROEKONOMSKI OKVIR	23
7.	KREDITNI REJTING REPUBLIKE HRVATSKE	28
8.	PROJEKCIJE KRETANJA JAVNOG DUGA U RAZDOBLJU 2018. - 2020.	30
9.	OSNOVNI CILJEVI I SMJERNICE UPRAVLJANJA JAVNIM DUGOM U RAZDOBLJU 2018. – 2020.	32
9.1.	Jačanje pravnog i institucionalnog okvira upravljanja javnim dugom	32
9.2.	Ublažavanje rizika refinanciranja i smanjenja udjela kratkoročnog duga u ukupnom javnom dugu	34
9.3.	Ublažavanje valutnog rizika javnog duga	34
9.4.	Ublažavanje kamatnog rizika javnog duga	34
9.5.	Povećanje transparentnosti javnog duga i zaduživanja	35
10.	FISKALNI RIZICI I TESTOVI OSJETLJIVOSTI KRETANJA JAVNOG DUGA	42

Popis tablica

<i>Tablica 1: Struktura javnog duga u razdoblju 2013. - 2017.</i>	<i>10</i>
<i>Tablica 2: Državni dug prema vrsti instrumenata</i>	<i>16</i>
<i>Tablica 3: Projekcije makroekonomskih pokazatelja Republike Hrvatske.....</i>	<i>23</i>
<i>Tablica 4: Usporedba kreditnih ocjena zemalja Europske unije</i>	<i>28</i>
<i>Tablica 5: Kalendar objava kreditnog rejtinga Republike Hrvatske u 2018. godini</i>	<i>29</i>
<i>Tablica 6: Procjena ukupnog manjka/viška opće države, ESA 2010 metodologija</i>	<i>31</i>
<i>Tablica 7: Račun financiranja državnog proračuna – obveze i izvori</i>	<i>37</i>
<i>Tablica 8: Kalendar izdavanja trezorskih zapisa u 2018. godini.....</i>	<i>38</i>
<i>Tablica 9: Plan izdanja obveznica u 2018. godini</i>	<i>38</i>
<i>Tablica 10: Projekcija otplata glavnica duga državnog proračuna za razdoblje 2018. - 2032.....</i>	<i>38</i>
<i>Tablica 11: Projekcija otplate unutarnjeg duga državnog proračuna.....</i>	<i>39</i>
<i>Tablica 12: Projekcija otplata međunarodnih obveznica Republike Hrvatske</i>	<i>40</i>
<i>Tablica 13: Pregled aktivnih obveznica Republike Hrvatske.....</i>	<i>40</i>
<i>Tablica 14: Stanje i projekcija kretanja referentnih pokazatelja strukture duga državnog proračuna.</i>	<i>44</i>

Popis grafikona

<i>Grafikon 1: Kretanje javnog duga u razdoblju 2011. - 2017.</i>	<i>11</i>
<i>Grafikon 2: Valutna struktura državnog duga na dan 31. prosinca 2017.....</i>	<i>17</i>
<i>Grafikon 3: Kretanje valutne strukture državnog duga u razdoblju 2012. - 2017.....</i>	<i>17</i>
<i>Grafikon 4: Valutni swap kao instrument zaštite od valutnog rizika</i>	<i>18</i>
<i>Grafikon 5: Struktura dugoročnog državnog duga prema vrsti kamate</i>	<i>19</i>
<i>Grafikon 6: Dospijeća dugoročnog državnog duga u razdoblju 2018. - 2028.</i>	<i>20</i>
<i>Grafikon 7: Struktura trezorskih zapisa na dan 31. prosinca 2017.</i>	<i>21</i>
<i>Grafikon 8: Kamatne stope na trezorske zapise u razdoblju 2013. – 2017.</i>	<i>21</i>
<i>Grafikon 9: Krivulja prinosa domaćih obveznica</i>	<i>22</i>
<i>Grafikon 10: Krivulja prinosa inozemnih obveznica</i>	<i>22</i>
<i>Grafikon 11: Kretanje javnog duga 2015. - 2020.</i>	<i>31</i>
<i>Grafikon 12: Kretanje premije osiguranja od kreditnog rizika (Credit Default Swap, CDS 5Y) za RH i usporedne države EU u razdoblju 2013. - 2016.....</i>	<i>41</i>
<i>Grafikon 13: Kretanje udjela javnog duga u BDP-u prema određenim scenarijima</i>	<i>43</i>

1. UVOD

Javni dug opće države krajem 2015. godine dosegao je razinu od 83,8 posto bruto domaćeg proizvoda. Takva visoka razina javnog duga predstavljala je veliki teret ukupnoj gospodarskoj politici i svojim povezanim rizicima potencirala ranjivost javnih financija. Izlazak iz šestogodišnje gospodarske recesije tijekom 2015. godine te provedena fiskalna konsolidacija i ostvareni rezultati u 2016. godini bili su ključni prilikom odlučivanja Vijeća Europske unije da RH u lipnju 2017. godine iziđe iz procedure prekomjernog proračunskog manjka. Naime, u 2016. godini proračunski manjak je smanjen na 0,9% BDP-a, a javni dug na 80,6 posto BDP-a. Tijekom 2017. godine nastavljena su pozitivna kretanja ekonomske aktivnosti te je po prvi put ostvaren višak proračuna opće države, dok je udio javnog duga u BDP-u smanjen na razinu od 78 posto. Pozitivne promjene odnose se i na poboljšano upravljanje javnim dugom putem kontinuiranog smanjenja troškova servisiranja duga, gdje u posljednje dvije godine uštede na kamatama iznose 2 milijarde kuna, te produljenja rokova dospelja, što je posebice vidljivo kroz financijsko restrukturiranje i podizanje financijske održivosti poslovanja društava iz cestovnog sektora.

Smanjenje javnog duga i poboljšanje fiskalne pozicije, prepoznato je i od strane međunarodnih financijskih institucija i rejting agencija. Međutim, gospodarstvo RH i nadalje karakteriziraju izazovi, posebice vezano uz prekomjerne makroekonomske neravnoteže, uključujući nizak potencijalni rast kao i visoku nominalnu razinu javnog duga, koji zahtjeva poduzimanje odlučnih mjera za njihovo rješavanje. Nastavak provedbe odgovorne fiskalne politike i strukturnih reformi u svrhu povećanja konkurentnosti gospodarstva imat će ključnu ulogu u održavanju makroekonomske stabilnosti. U narednim godinama kretanje proračunskog salda i javnog duga bit će usklađeno s odredbama preventivnog dijela Pakta o stabilnosti i rastu, kojeg se RH obvezna pridržavati nakon izlaska iz procedure prekomjernog proračunskog manjka. Time će se ujedno zadovoljiti i osnovni strateški cilj Vlade RH o smanjenju udjela javnog duga u BDP-u za više od 10 postotnih bodova do kraja 2020. godine.

Osmišljavanje i provođenje Strategije upravljanja javnim dugom iziskuje koordinirano i konzistentno djelovanje mjera ekonomske politike koje će biti 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 2018. - 2020. 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. ublažavanje valutnog rizika javnog duga,
4. ublažavanja kamatnog rizika javnog duga te
5. povećanja transparentnosti javnog duga i zaduživanja.

Uz analizu navedenih rizika upravljanja javnim dugom, Strategija sadrži i plan zaduživanja u 2018. godini s predviđenom dinamikom i kalendarom aukcija trezorskih zapisa te planom izdanja obveznica. Također, daje se i projekcija plana zaduživanja do kraja 2020. godine kao i otplate duga u dužem vremenskom razdoblju.

Nužna poluga za aktivno upravljanje javnim dugom jest 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 predviđa redovito godišnje usvajanje i objavljivanje strategije upravljanja javnim dugom 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 zaduzivanja na vladu/ministarstvo financija bez naknadne obveze izvještavanja, do toga da predstavničko tijelo odobrava svaku transakciju zaduzivanja. Najbolja praksa zemalja Europske unije (u daljnjem tekstu: EU) prisutna je u slučajevima kada se pravo zaduzivanja delegira na vladu/ministarstvo financija, ali u isto vrijeme definiraju ciljevi upravljanja dugom uz godišnje izvješćivanje o zaduzivanju i upravljanju dugom. U skladu sa zacrtanim ciljevima, vlada/ministarstvo financija je ono koje odlučuje o 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 zaduzivanju na domaćem i stranom tržištu novca i kapitala te o danim državnim jamstvima i izdacima po državnim jamstvima.

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

¹ Narodne novine, broj 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 2018. 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, HŽ Putnički prijevoz – HŽ PP, Hrvatsku radio televiziju - HRT, Hrvatske autoceste - HAC, Autocestu Rijeka – Zagreb - ARZ, zajedno s Hrvatskom bankom za obnovu i razvitak – HBOR, Fondom za financiranje razgradnje NE Krško te Hrvatskim operatorom tržišta energije – HROTE 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

Prema Izvješću o prekomjernom proračunskom manjku i razini duga opće države za razdoblje 2014. - 2017. prema metodologiji ESA 2010, a kojeg objavljuje Državni zavod za statistiku (u daljnjem tekstu: DZS), javni dug je krajem 2017. godine iznosio 283,3 milijarde kuna. Pritom je udio javnog duga u bruto domaćem proizvodu smanjen sa 80,6% krajem 2016. na 78% BDP-a krajem 2017. godine, čime je u posljednje dvije godine javni dug pao za 5,9 postotnih bodova, odnosno za 890 milijuna kuna. Uštede na kamatama iznosile su ukupno 2 milijarde kuna. Iako je metodološki revidirana serija podataka o kretanju javnog duga počevši od siječnja 2002. godine, u dijelu konsolidacije dužničkih vrijednosnih papira te reklasifikacije dviju jedinica iz podsektora javnih nefinancijskih poduzeća u podsektor središnje odnosno lokalne države, nekoliko je ključnih čimbenika doprinijelo ovakvom kretanju javnog duga u prošloj godini.

Fiskalna poboljšanja koja uključuju racionalizaciju proračunske potrošnje i pozitivne učinke porezne reforme, u konačnici su doveli do viška proračuna opće države u iznosu od 2,8 milijardi kuna ili 0,8% BDP-a u 2017. godini, a time i do manjih potreba države za zaduživanjem. Pored toga, u okruženju visoke razine likvidnosti i niskih kamatnih stopa poboljšani su i uvjeti zaduživanja na domaćem i međunarodnom financijskom tržištu, što je utjecalo na smanjenje rashoda za kamate. Pozitivan doprinos smanjenju udjela duga u BDP-u u 2017. godini došao je i od blage aprecijacije kune u odnosu na euro (za 0,6% na godišnjoj razini). Domaća komponenta javnog duga smanjena je za 0,2% u odnosu na 2016. godinu i iznosi 172,8 milijardi kuna, čineći udio od 61% u ukupnom javnom dugu, dok inozemna komponenta bilježi povećanje od 1,8% i iznosi 110,5 milijardi kuna, odnosno 39% ukupnog javnog duga.

Promatrano prema razinama državne vlasti, glavnina javnog duga odnosi se na sektor središnje države u iznosu od 278,3 milijardi kuna, dok se ostatak duga od 5 milijardi kuna odnosi na sektor lokalne države. U dug sektora središnje države osim duga korisnika državnog proračuna ulazi i dug izvanproračunskih korisnika u iznosu od 6,4 milijarde kuna, dug javnih poduzeća i HBOR-a u iznosu od 42,1 milijarde kuna, dug javno privatnih partnerstva i koncesija u iznosu od 6,1 milijarde kuna kao i dug FNOI-a u iznos od 178 milijuna kuna. Valja istaknuti kako se na dug cestovnog sektora odnosi 28,9 milijardi kuna, što je gotovo 11,2 milijarde kuna manje u odnosu na godinu ranije. Razlog tome je provedena prva faza financijskog restrukturiranja njihova duga i to izdanjem državne obveznice u vrijednosti od 1,275 milijardi eura na međunarodnom tržištu kapitala, s rokom dospijeca 2030. godine, a koja je omogućila prijevremenu otplatu 11 nepovoljnih zaduženja cestovnih tvrtki – HAC, HC i ARZ.

Gledajući prema instrumentima zaduživanja, najveći dio javnog duga nastao je zaduživanjem putem dugoročnih vrijednosnih papira, odnosno obveznica (64%), a zatim zaduživanjem putem kredita (31,5%) te kratkoročnih vrijednosnih papira (4,5%).

Valutna struktura javnog duga pokazuje kako je značajan dio duga denominiran u stranoj valuti pri čemu se na dug denominiran u eurima odnosi 71,9%, na dug denominiran u kunama 24,6%, a na dug denominiran u dolarima 3,5% ukupnog duga. Neznatan dio duga (0,04%) denominiran je u švicarskim francima. Udio duga koji je denominiran u eurima u 2017. se smanjio za 0,6 postotnih bodova u odnosu na 2016. godinu kao rezultat orijentacije na zaduživanje na domaćem tržištu putem obveznica.

Struktura javnog duga po ročnosti pokazuje da je na kraju 2017. godine udio javnog duga s rokom dospjeća do 1 godine u ukupnom dugu iznosio 7,1%. Udio javnog duga s rokom dospjeća od 1 do 5 godina bio je 10%, dok je udio duga s rokom dospjeća od 5 do 10 godina iznosio 41,7%. Na dug s rokom dospjeća iznad 10 godina odnosi se 41,3% ukupnog javnog duga.

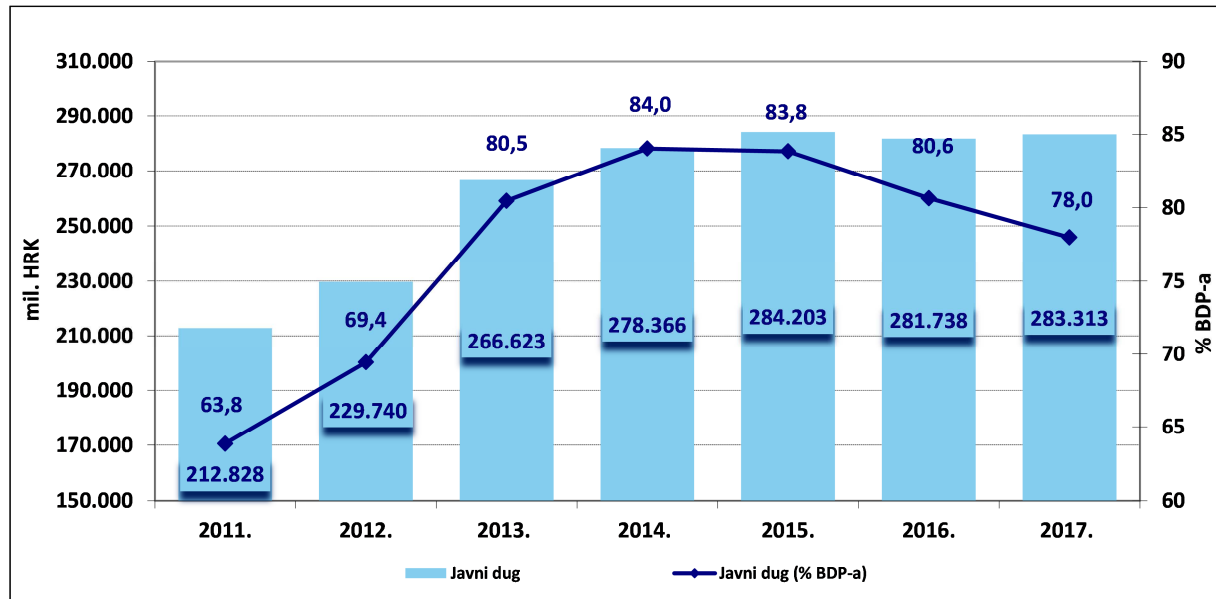
Tablica 1: Struktura javnog duga u razdoblju 2013. - 2017.

Stanje i struktura javnog duga, ESA 2010, mil. HRK	2013.	2014.	2015.	2016.	2017.
1. Unutarnji dug opće države*	152.188	160.051	165.896	173.140	172.769
1.1 Unutarnji dug središnje države	147.608	155.072	161.202	168.798	168.570
<i>od čega:</i>					
HAC	11.058	11.007	11.964	12.138	10.073
ARZ	1.405	1.760	1.759	2.149	1.486
HRT	343	407	349	375	297
HŽI	2.556	2.252	2.295	721	591
HBOR	4.446	1.847	2.057	1.846	711
HŽ PUTNIČKI PRIJEVOZ	0	0	0	0	15
HV	1.734	1.546	1.150	779	570
HC	6.468	7.459	7.886	7.605	3.563
DAB	0	0	0	0	0
FZOEU	0	0	0	381	422
CERP	852	1.174	999	622	331
JPP I KONCESIJE	216	215	213	211	423
FNOI	427	453	361	268	178
1.2 Unutarnji dug fondova socijalne sigurnosti	1	4	2	1	0
1.3 Unutarnji dug lokalne države	4.761	5.174	4.960	4.674	4.632
2. Inozemni dug opće države	114.435	118.315	118.307	108.598	110.544
2.1 Inozemni dug središnje države	113.952	117.834	117.894	108.223	110.203
<i>od čega:</i>					
HAC	11.264	12.712	11.857	11.807	8.271
ARZ	5.912	5.434	4.954	4.438	3.941
HRT	0	0	0	0	0
HŽI	0	115	253	285	338
HBOR	11.402	13.186	12.616	14.492	16.282
HŽ PUTNIČKI PRIJEVOZ	0	0	196	177	106
HV	5	2	0	0	0
HC	2.221	2.137	2.098	1.876	1.520
DAB	0	0	0	0	0
FZOEU	0	0	0	0	0
CERP	42	38	34	0	0
JPP I KONCESIJE	5.352	5.603	5.965	6.088	5.666
FNOI	0	0	0	0	0
2.2 Inozemni dug fondova socijalne sigurnosti	0	0	0	0	0
2.3 Inozemni dug lokalne države	483	481	414	375	342
UKUPNI JAVNI DUG	266.623	278.366	284.203	281.738	283.313

Izvor: HNB

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

Grafikon 1: Kretanje javnog duga u razdoblju 2011. - 2017.



Izvor: HNB, DZS

Ukupna izdana jamstva RH krajem 2017. iznosila su 9,7 milijardi kuna, odnosno 2,7% BDP-a te su u odnosu na kraj 2016. godine povećana za 564 milijuna kuna.

Prema posljednjim dostupnim podacima DZS-a o potencijalnim obvezama sektora opće države u skladu s Direktivom Vijeća 2011/85/EU o zahtjevima za proračunske okvire država članica, krajem 2016. godine obveze javnih poduzeća koje su pod kontrolom države, no nisu u statističkom obuhvatu opće države, iznosile su svega 10,7% BDP-a, čime se RH nalazi pri dnu po visini ovih potencijalnih obveza u usporedbi s ostalim državama članicama EU. Ovako relativno niska razina potencijalnih obveza prvenstveno je rezultat ranijeg usklađivanja s metodologijom ESA 2010 i reklasifikacije velikog dijela poduzeća u državnom vlasništvu u sektor opće države odnosno u javni dug.

4. PREGLED FINANCIJSKOG ZADUŽIVANJA U 2017. GODINI

4.1. Zaduživanje putem obveznica

Tijekom 2017. godine, radi izvršenja izdataka utvrđenih Zakonom o izvršavanju državnog proračuna RH za 2017. godinu, RH se zadužila izdavanjem dviju euroobveznica na međunarodnom tržištu i četiri obveznica uz plasman na domaćem tržištu kapitala. Također, dospjelo i iskupljeno jedno izdanje euroobveznica i dva izdanja domaćih obveznica.

Euroobveznice na međunarodnom tržištu

RH se u ožujku 2017. godine zadužila na međunarodnom financijskom tržištu izdavanjem desetogodišnjih euroobveznica u iznosu od 1,25 milijarde eura. Obveznice su izdane po cijeni od 98,320% nominalnog iznosa uz nepromjenjivi kamatni kupon od 3% godišnje, što čini prinos do dospijeca od 3,199%.

U travnju 2017. godine dospjelo je i iskupljeno 1,5 milijardi USD petogodišnjih obveznica izdanih 2012. godine uz godišnji kupon 6,25%, kod kojih su radi zaštite od međuvalutnih tečajnih promjena, uplate i sve isplate kamata i glavnice konvertirane u euro prema fiksnom tečaju 1,3110 USD za 1 euro. Tako je samo pri isplati dospjele glavnice realizirana ušteda u iznosu od 1,73 milijarde kuna.

U studenom 2017. godine Vlada RH je donijela Odluku o izdavanju euroobveznica u iznosu od 1,275 milijarde eura, a sredstva ostvarena ovim zaduženjem su u cijelosti doznačena trima društvima u cestovnom sektoru (HC, HAC i ARZ), sukladno Odluci Vlade RH o prihvaćanju poslovnog i financijskog restrukturiranja cestovnog sektora. Sredstva doznačena tim društvima su korištena u svrhu otplata i refinanciranja postojećih obveza društava osiguranih državnim jamstvima te kratkoročnih kreditnih obveza. Ove obveznice su izdane po cijeni od 97,883% nominalnog iznosa, uz nepromjenjivi kamatni kupon 2,75% godišnje, što čini prinos do dospijeca od 2,953%. Obveznice su uplaćene 27. studenoga 2017., a kamata po obveznicama isplaćivat će se jednom godišnje počevši od 27. siječnja 2019. Glavnica će se u cijelosti isplatiti po dospijecu 27. siječnja 2030. godine.

Obveznice uz plasman na domaćem tržištu kapitala

RH se u veljači zadužila izdavanjem dviju obveznica uz plasman na domaćem tržištu kapitala. Obveznice u iznosu od 5,5 milijardi kuna izdane su s dospijecom 7. veljače 2028. po cijeni 98,008% nominalnog iznosa uz nepromjenjivi kamatni kupon od 2,875% godišnje. Obveznice

u iznosu od 3 milijarde kuna izdane su s dospijećem 7. veljače 2022. po cijeni 99,812% nominalnog iznosa uz nepromjenjivi kamatni kupon od 2,25% godišnje.

U veljači 2017. dospjelo je i iskupljeno 5,5 milijardi kuna desetogodišnjih obveznica izdanih 8. veljače 2007. godine uz kamatni kupon 4,75%.

RH se u srpnju zadužila izdavanjem obveznica uz plasman na domaćem tržištu kapitala u iznosu od 3 milijarde kuna s dospijećem 7. srpnja 2032. Te su obveznice indeksirane na kretanje tečaja kune prema euru. Obveznice su izdane po cijeni 99,412% nominalnog iznosa uz nepromjenjivi kamatni kupon od 3,25% godišnje, što čini prinos do dospijeća od 3,30%.

RH se uz plasman na domaćem tržištu kapitala u studenom zadužila izdavanjem obveznica u iznosu od 5,8 milijardi kuna s dospijećem 27. studenog 2023. Obveznice su izdane po cijeni 99,717% nominalnog iznosa uz nepromjenjivi kamatni kupon od 1,75% godišnje.

25. studenoga 2017. dospjelo je i iskupljeno 4 milijarde kuna sedmogodišnjih obveznica izdanih 25. studenoga 2010. godine uz kupon 6,25%.

4.2. Zaduzivanje putem dugoročnih kredita

Kredit u iznosu od 300 milijuna eura

RH se u veljači zadužila na domaćem financijskom tržištu u iznosu od 300 milijuna eura uz kamatnu stopu u visini 3-mjesečnog EURIBOR-a + 2,55% godišnje. Glavnica će se otplatiti jednokratno 25. veljače 2021.

Kredit u iznosu od 950 milijuna kuna

RH se u travnju zadužila na domaćem financijskom tržištu u iznosu od 950 milijuna kuna. Kamatna stopa je promjenjiva i jednaka je zbroju prinosa na trezorske zapise s rokom dospijeća 364 dana i marže u iznosu od 2,40% godišnje. Otplata glavnice je u dvadeset i jednoj nejednakoj tromjesečnoj rati, od kojih je svaka od dvadeset rata u iznosu od 30 milijuna kuna, a posljednja dvadeset i prva rata u iznosu od 350 milijuna kuna. Prva rata otplate dospijeva u roku dvije godine od datuma potpisa Ugovora o kreditu, a zadnja u roku od sedam godina od datuma potpisa Ugovora o kreditu. Primici po ovom kreditnom zaduženju su korišteni za otplatu dugoročnog kredita dospjelog u svibnju 2017. u iznosu od 735,2 milijuna kuna.

Kredit u iznosu od 106,4 milijuna eura uz valutnu klauzulu

RH se u listopadu zadužila na domaćem financijskom tržištu u iznosu od 106,4 milijuna eura u svrhu pokrivanja dospjele glavnice po dugoročnom kreditu iz 2014. godine. Kamatna stopa je promjenjiva i u visini je 6-mjesečnog EURIBOR-a + 1,50% godišnje. Glavnica će se otplatiti jednokratno 11. listopada 2021.

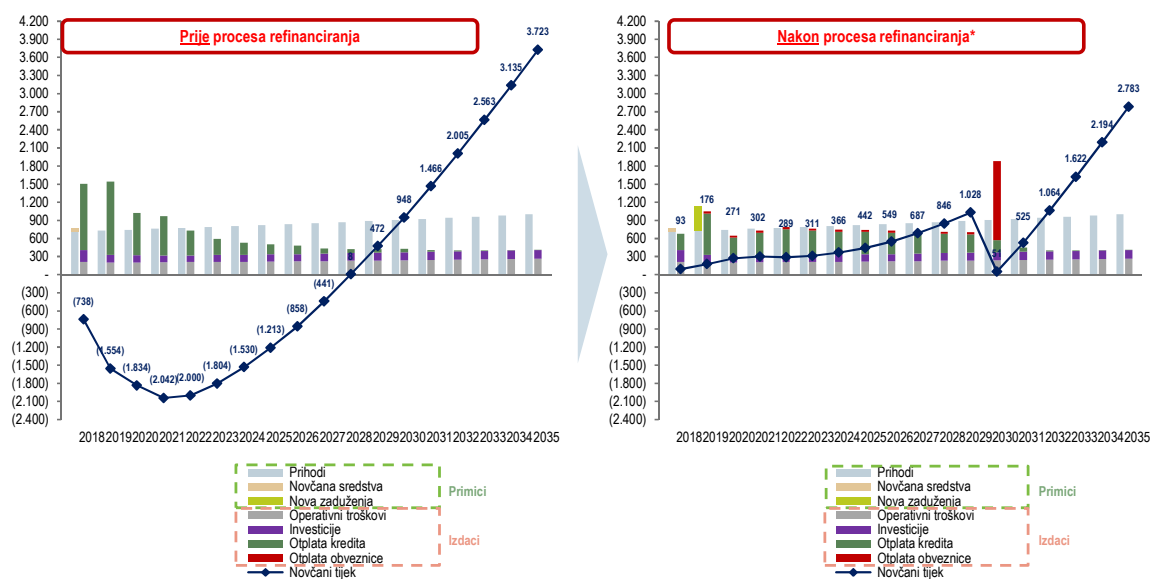
Financijsko restrukturiranje cestovnih društava u državnom vlasništvu

Vlada RH je s ciljem smanjivanja duga i povećanja efikasnosti poslovanja društava u cestovnom sektoru 2017. godine pokrenula reformu cestovnog sektora projektom poslovnog i financijskog restrukturiranja. Financijsko restrukturiranje imalo je za cilj produljiti rok otplate i smanjiti kamatnu stopu duga ovih društava te na taj način uskladiti obveze s prihodima, optimizirati godišnju otplatu duga i time postići održivost poslovanja ovih društava.

Za podršku provedbi ove mjere pokrenut je projekt "Modernizacije i restrukturiranja cestovnog sektora" financiran kroz zajam Svjetske banke. U okviru projekta ugovoren je financijski savjetnik za transakcije. Financijsko restrukturiranje cestovnog sektora provelo se u dva kruga. U studenom 2017., Ministarstvo financija je, u suradnji s Ministarstvom mora, prometa i infrastrukture, izdalo 1,275 milijardi eura vrijednu obveznicu, dospjeća 2030., uz prinos od 2,953 posto i kupon od 2,75 posto. To je dosad najpovoljnije, a ujedno i izdanje najdulje ročnosti (12 godina) realizirano na međunarodnim tržištima kapitala. Sklopljeni su Ugovori o prijenosu sredstava s društvima (HAC, ARZ, HC) te je iz prenesenih sredstava 20. prosinca 2017. prijevremeno otplaćeno 11 nepovoljnih kredita s bankama, od čega se na HAC odnosi 673 milijuna eura, na HC 517 milijuna eura, a na ARZ 85 milijuna eura. Time su ostvarene minimalne uštede na kamatama od 21 milijun eura godišnje. U ožujku 2018. godine, drugim krugom reprogramiranja od 1,8 milijardi eura ugovoreni su tzv. „jumbo krediti“ odnosno postojeći krediti su se zatvorili kroz tri kredita s mnogo povoljnijim uvjetima. Iznos refinanciranih kredita za HAC iznosi 1,141 milijardi eura, za HC 467 milijuna eura, a za ARZ 202 milijuna eura. Refinanciranjem u drugom krugu produžena je ročnost na 12 godina, smanjene su kamate s prosječne stope marže na 6-mjesečni EURIBOR od 3,77% na 1,95%, čime se ostvaruju uštede na kamatama u minimalnom iznosu od 29 milijuna eura. Ovime su u oba kruga restrukturiranja ostvarene uštede od minimalno 50 milijuna eura godišnje, što predstavlja jednu trećinu njihovih dosadašnjih rashoda za kamate.

Ovom mjerom društva u cestovnom sektoru u velikoj većini postaju financijski stabilna uz zadržavanje tekuće likvidnosti i stabilno rješavanje servisiranja godišnjih kreditnih obveza.

Prikaz održivosti duga društava u cestovnom sektoru (novčani tijek, mil.EUR)



5. DRŽAVNI DUG U RAZDOBLJU 2012. - 2017.

U nastavku je iznesena detaljna struktura 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.

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.

Državni dug 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 od 2012. do 2017. godine vidljivo je u slijedećoj tablici.

Tablica 2: Državni dug prema vrsti instrumenata

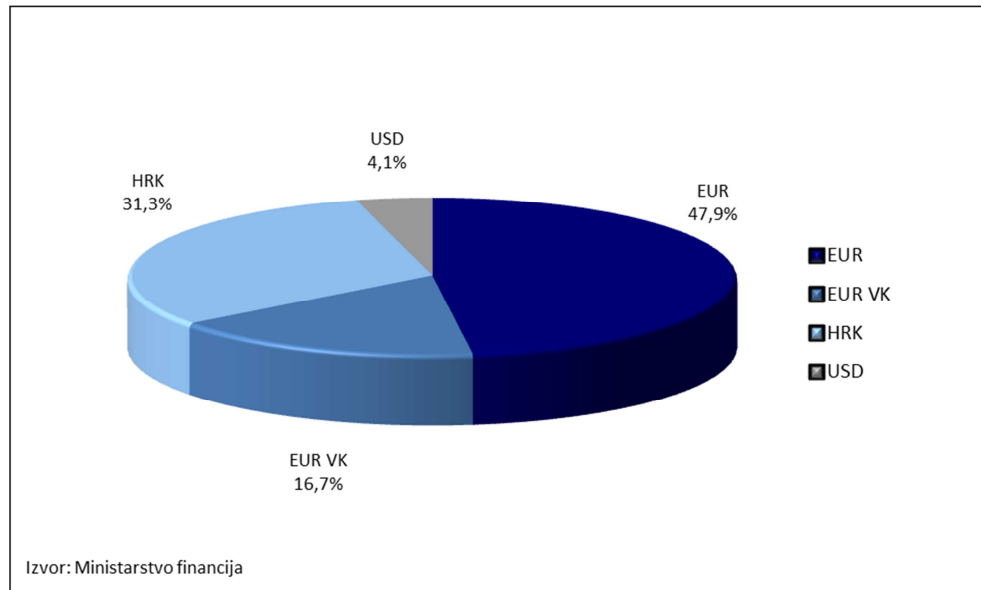
	2012.		2013.		2014.		2015.		2016.		2017.	
	mil. HRK	%	mil. HRK	%	mil. HRK	%	mil. HRK	%	mil. HRK	%	mil. HRK	%
DOMAĆI DUG	102.644	62,8%	112.697	57,7%	119.512	57,8%	124.124	57,0%	125.892	58,0%	130.096	56,5%
1. Obveznice	53.910	33,0%	58.710	30,0%	65.892	31,9%	69.594	32,0%	75.754	34,9%	83.360	36,2%
2. Trezorski zapisi	24.803	15,2%	27.892	14,3%	29.367	14,2%	27.686	12,7%	28.673	13,2%	28.601	12,4%
3. Krediti	23.931	14,6%	26.095	13,3%	24.253	11,7%	26.844	12,3%	21.465	9,9%	18.135	7,9%
INOZEMNI DUG	60.877	37,2%	82.784	42,3%	87.173	42,2%	93.452	43,0%	91.282	42,0%	100.317	43,5%
1. Obveznice	47.131	28,8%	66.159	33,8%	73.215	35,4%	79.756	36,7%	79.320	36,5%	87.946	38,2%
2. Krediti, od čega	13.746	8,4%	16.625	8,5%	13.958	6,8%	13.697	6,3%	11.963	5,5%	12.371	5,4%
međunarodne financijske institucije	10.936	6,7%	10.982	5,6%	10.626	5,1%	10.972	5,0%	11.452	5,3%	12.354	5,4%
Ukupni državni dug	163.520	100,0%	195.481	100,0%	206.685	100,0%	217.577	100,0%	217.174	100,0%	230.413	100,0%

Izvor: Ministarstvo financija

5.1. Valutna struktura državnog duga

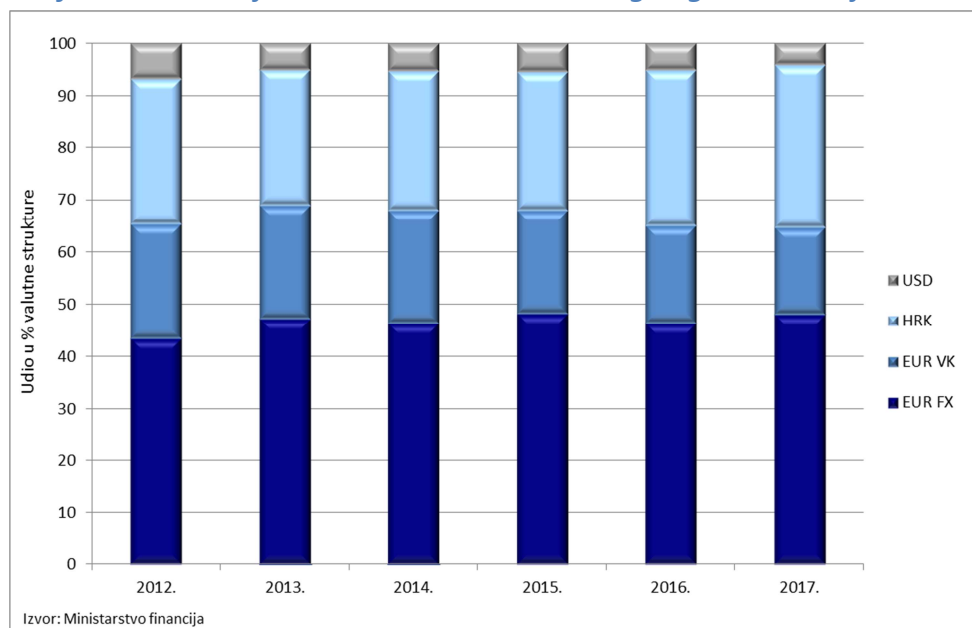
Valutna struktura duga krajem 2017. godine pokazuje dominaciju dviju valuta, kuna i eura. Udio duga denominiranog u eurima je 64,6% ukupnog državnog duga i najvećim je dijelom rezultat izdavanja obveznica denominiranih u eurima te korištenja projektnih zajmova međunarodnih financijskih institucija. U dijelu duga denominiranog u eurima jedan dio se odnosi na dug koji se izražava u eurima, a plativ je u kunama i čini 16,7% ukupnog duga. Dug denominiran u kunama čini 31,3% ukupnog državnog duga i rezultat je orijentacije zaduživanja na domaćem tržištu kapitala, što je ujedno pridonijelo i razvoju dugoročne krivulje prinosa u domaćoj valuti. Osim kuna i eura koji dominiraju u valutnoj strukturi, udio duga denominiranog u dolarima čini 4,1%.

Grafikon 2: Valutna struktura državnog duga na dan 31. prosinca 2017.



Grafikon 3 prikazuje kretanje valutne strukture državnog duga u razdoblju 2012. - 2017. godine, iz kojeg je vidljivo da se udio duga u kunama povećao sa 26,7%, koliko je iznosio potkraj 2015. godine, na 31,3% koliki je bio krajem 2017. Istovremeno se smanjio udio duga s valutnom klauzulom s 19,8% na 16,7% kao rezultat orijentacije zaduživanja na domaćem tržištu, izdavanjem obveznica u kunama. U istom razdoblju udio duga denominiranog u dolarima smanjio se s 5,3% na 4,1%. Iz svega navedenog je vidljivo da se tijekom 2017. godine uz osnovni cilj zaduživanja i upravljanja dugom vodilo računa o ublažavanju valutnog rizika javnog duga, što je bio jedan od ciljeva trogodišnje strategije upravljanja dugom.

Grafikon 3: Kretanje valutne strukture državnog duga u razdoblju 2012. - 2017.

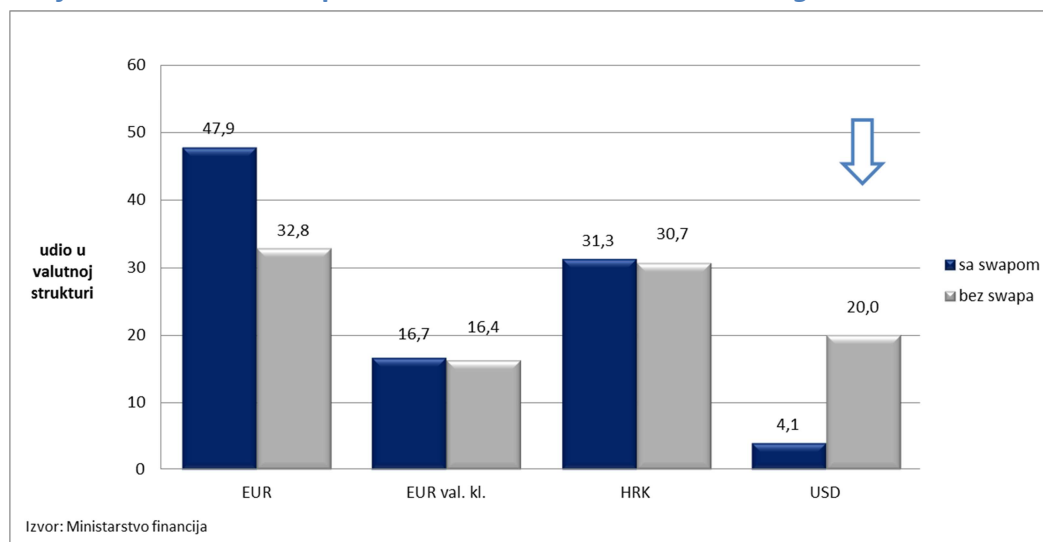


RH je u razdoblju 2009. - 2013. izdala šest euroobveznica denominiranih u američkim dolarima jer se u razdoblju povećanih potreba financiranja i visoke volatilnosti Eurozone uzrokovane dužničkom krizom pojedinih članica nametnula potreba za širenjem baze investitora i tržišta. Zbog potrebe otklanjanja valutnog rizika izdano je pet valutnih swap transakcija obveznica, 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 2017. utvrđene su uštede s obzirom na kretanje tečaja u iznosu od preko 4,3 milijarde kuna na iznos glavnice duga, čime su izbjegnute negativne tečajne razlike uslijed volatilnosti dolara.

U travnju 2017. godine dospjelo je i iskupljeno 1,5 milijardi USD petogodišnjih obveznica, kod kojih su zbog primjene valutnog swap-a samo pri isplati dospjele glavnice realizirane uštede u iznosu od 1,73 milijarde kuna.

Grafikon 4: Valutni swap kao instrument zaštite od valutnog rizika

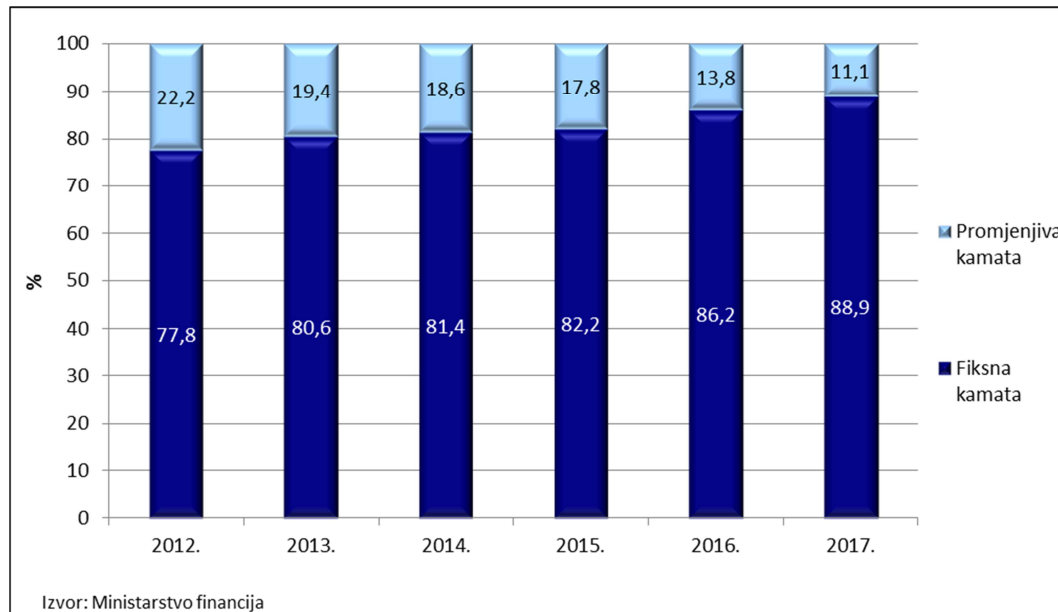


5.2. Kamatna struktura državnog duga

Kretanje strukture dugoročnog državnog duga prema vrsti kamatne stope prikazano je grafikonom 5 iz kojeg je vidljivo da je udio duga s fiksnom kamatnom stopom rastao te je njegov udio potkraj 2017. godine iznosio 88,9%. Porast udjela duga s fiksnom kamatnom stopom rezultat je supstitucije kreditnih zaduženja obvezničkim instrumentima, pri čemu se

vodilo računa o ublažavanju kamatnog rizika što je jedan od ciljeva strategije upravljanja dugom.

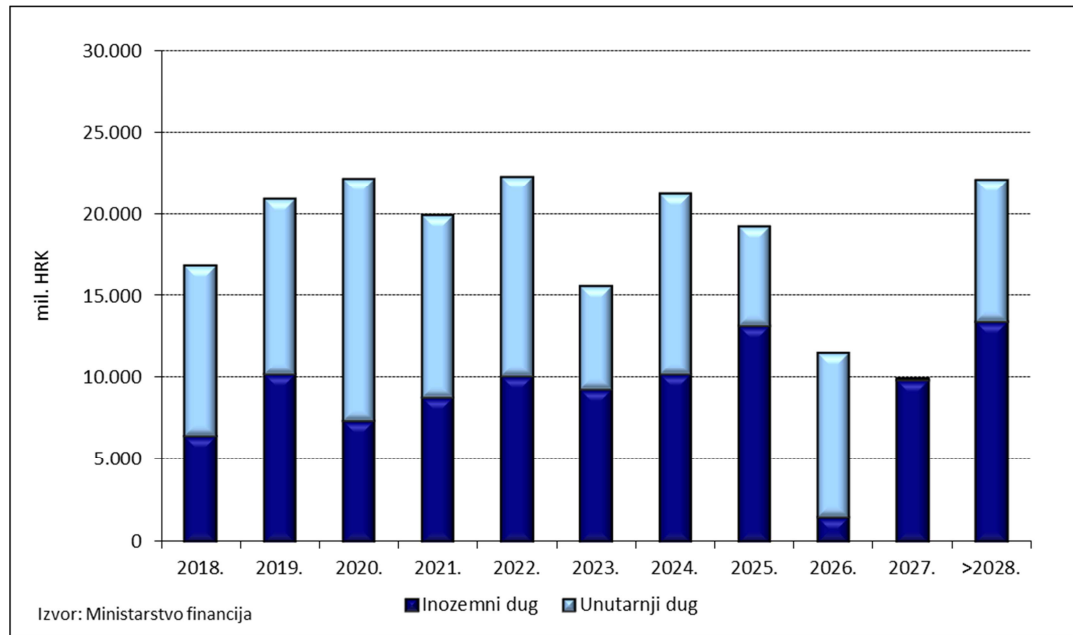
Grafikon 5: Struktura dugoročnog državnog duga prema vrsti kamate



5.3. Ročna struktura državnog duga

Projekcija otplata glavnica domaćeg i inozemnog duga u razdoblju 2018. - 2028. godine prikazana je grafikonom 6. U projekciju nisu uključene obveze po trezorskim zapisima, koje su potkraj 2017. godine iznosile 28,6 milijardi kuna. Bez iznosa dospjeća trezorskih zapisa, u 2018. godini potrebno je otplatiti dugoročne obveze u iznosu od 16,7 milijardi kuna. Prilikom zaduživanja tijekom 2017. godine posebna se pažnja pridavala zadržavanju ujednačenog dospjeća duga, budući da je jedan od zadataka upravljanja javnim dugom održavanje ravnomjernog tereta otplata u nadolazećem razdoblju. S obzirom na trenutnu situaciju na financijskim tržištima koristila se mogućnost refinanciranja postojećeg duga po povoljnijim uvjetima i s dužim razdobljem otplate.

Grafikon 6: Dospijeaća dugoročnog državnog duga u razdoblju 2018. - 2028.



5.4. Struktura državnog duga prema vrsti instrumenta

U strukturi državnog duga u razdoblju 2012. - 2017. dolazi do smanjenja komponente domaćeg duga, čiji je udio u ukupnom dugu sa 62,8% koliko je iznosio potkraj 2012. smanjen na približno 56,5% potkraj 2017. godine. Udio inozemnog duga povećan je s 37,2%, koliko je iznosio potkraj 2012. godine, na 43,5% ukupnog državnog duga potkraj 2017. godine.

Gledajući prema instrumentima zaduživanja, najveći dio državnog duga nastao je zaduživanjem putem dugoročnih vrijednosnih papira, odnosno obveznica (74,4%), a zatim zaduživanjem putem kredita (13,3%) te kratkoročnih vrijednosnih papira (12,4%).

Trezorski zapisi

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

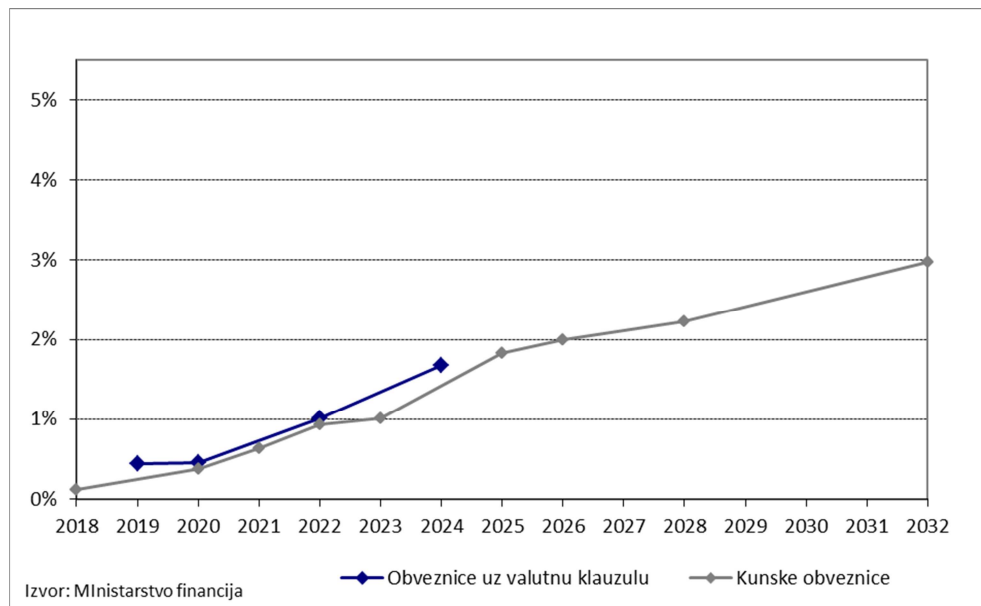
Na aukcijama trezorskih zapisa najveći je interes za trezorske zapise s rokom dospeljaća od 364 dana. Tako je u ukupnom nominalnom iznosu izdanih trezorskih zapisa od 28,7 milijardi kuna, udio trezorskih zapisa s rokom dospeljaća od 364 dana potkraj 2017. godine iznosio 60,6%. Udio trezorskih zapisa s rokom dospeljaća od 455 dana iznosio je 39,3%, dok je na rok od 182 dana upisano tek 0,07% trezorskih zapisa.

Obveznice

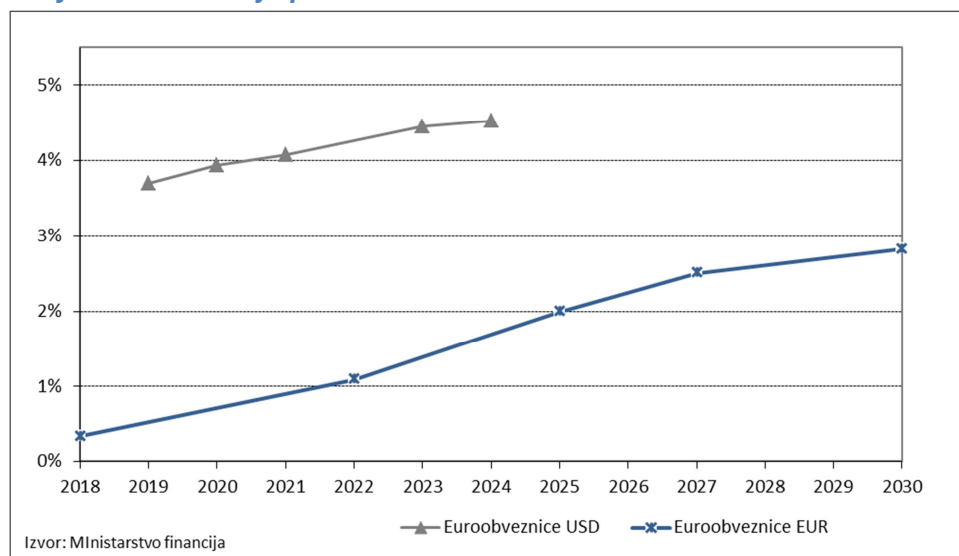
U 2017. godini dospjelo je i iskupljeno jedno izdanje međunarodnih obveznica i dva izdanja obveznica izdanih na domaćem tržištu kapitala. Pri analizi i utvrđivanju izvora računa financiranja Državnog proračuna u 2017. godini, RH je izdala dvije obveznice na inozemnom tržištu te četiri državne obveznice 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

Makroekonomski okvir sastavljen je u travnju ove godine². Projekcije međunarodnog okruženja³ u srednjoročnom razdoblju iznimno su povoljne te su, u usporedbi s prethodnim projekcijama, očekivanja svjetskog gospodarskog rasta korigirana blago naviše, a projekcije rasta svjetske trgovine znatno naviše, naročito u prvim godinama projekcijskog razdoblja. Očekuje se da će financijski uvjeti i dalje ostati iznimno povoljni tijekom 2018. i 2019. godine, a u ostatku projekcijskog razdoblja očekujemo blagi rast kamatnih stopa, no one će se i dalje zadržavati na relativno niskim razinama.

Tablica 3: Projekcije makroekonomskih pokazatelja Republike Hrvatske

	2017.	Projekcija 2018.	Projekcija 2019.	Projekcija 2020.
BDP - tekuće cijene, mil. HRK	363.310	379.104	395.723	411.924
BDP - realni rast (%)	2,8	2,8	2,7	2,5
Potrošnja kućanstava	3,6	2,9	2,8	2,6
Državna potrošnja	2,0	2,2	2,2	1,8
Bruto investicije u fiksni kapital	3,4	6,7	6,3	5,6
Izvoz roba i usluga	6,1	5,3	5,2	4,9
Uvoz roba i usluga	8,1	7,4	6,8	6,0
Doprinosi rastu BDP-a (postotni bodovi)	2,8	2,8	2,7	2,5
Potrošnja kućanstava	2,0	1,7	1,6	1,5
Državna potrošnja	0,4	0,4	0,4	0,4
Bruto investicije u fiksni kapital	0,7	1,3	1,3	1,2
Promjena zaliha	0,4	0,1	0,1	0,0
Izvoz roba i usluga	3,0	2,7	2,7	2,6
Uvoz roba i usluga	-3,7	-3,6	-3,5	-3,2
Rast indeksa potrošačkih cijena (%)	1,1	1,4	1,4	1,5
Rast zaposlenosti (%)*	2,2	1,8	1,6	1,4
Stopa nezaposlenosti, anketna (%)	11,2	10,0	9,1	8,2

Izvor: DZS, Ministarstvo financija

Tijekom 2017. godine nastavljena su pozitivna kretanja ekonomske aktivnosti započeta u 2015., nakon šestogodišnje recesije. Realni rast bruto domaćeg proizvoda (u daljnjem tekstu: BDP) iznosio je 2,8%⁴, prvenstveno potaknut domaćom potražnjom, dok je doprinos neto inozemne potražnje bio negativan. U srednjoročnom razdoblju očekuje se nastavak pozitivnih kretanja. U 2018. godini predviđa se realni rast BDP-a od 2,8%, koji će potom

² Makroekonomski okvir detaljno je opisan u Programu konvergencije RH za razdoblje 2018. - 2021.

³ Vanjske pretpostavke za izradu makroekonomskih projekcija preuzete su iz posljednjih projekcija Međunarodnog monetarnog fonda (*World Economic Outlook*, travanj 2018.), Europske Komisije (*Spring 2018 forecast assumptions*) i *The Economist Intelligence Unit* (travanj 2018).

⁴ Podaci o BDP-u za 2016. i 2017. godinu su privremeni.

neznatno usporiti na 2,7% u 2019. te 2,5% u 2020. godini, kao rezultat konvergencije rasta BDP-a prema rastu potencijalnog BDP-a u srednjoročnom razdoblju. Kroz čitavo projekcijsko razdoblje gospodarski rast će se temeljiti isključivo na doprinosu domaće potražnje, dok će doprinos neto inozemne potražnje biti blago negativan te će se postupno smanjivati prema kraju razdoblja.

Osobna potrošnja ostat će glavni pokretač rasta domaće potražnje u srednjoročnom razdoblju. Predviđa se da će realni rast osobne potrošnje umjereno usporiti u 2018. godini, prvenstveno kao rezultat usporavanja rasta mase bruto plaća te iščezavanja pozitivnih učinaka porezne reforme, dok će povoljan utjecaj na osobnu potrošnju imati cjelogodišnji učinak podizanja osnovice za plaće u javnom sektoru iz 2017.⁵ Usporavanje realnog rasta osobne potrošnje kroz srednjoročno razdoblje odražava padajuću dinamiku raspoloživog dohotka kućanstava. Na takvo će kretanje, osim iščezavanja spomenutih pozitivnih učinaka podizanja osnovice za plaće u javnom sektoru, utjecati i polagano slabljenje ograničenja na strani ponude radne snage, ali i postupno usporavanje dinamike rasta zaposlenosti, kao i neznatno jačanje inflacije. S druge strane, osobna potrošnja u narednom razdoblju bit će potpomognuta nastavkom oporavka kreditiranja stanovništva u uvjetima povoljnog kretanja potrošačkog puzdanja, niskih kamatnih stopa te niske i stabilne inflacije, daljnjim rastom prihoda od turizma te očekivanim daljnjim poreznim rasterećenjem. Osobna potrošnja će rasti sporije od raspoloživog dohotka u 2018., dok će u preostalim godinama stopa štednje kućanstava padati prema svojim ravnotežnim vrijednostima.

U skladu s projekcijama fiskalnih kategorija na razini opće države, tijekom srednjoročnog razdoblja doprinos državne potrošnje gospodarskom rastu neće biti previše izražen te se očekuje njegovo usporavanje prema kraju razdoblja.

Bruto investicije u fiksni kapital ostvarile su u 2017. godini najslabiji rast u posljednje tri godine, što je proizašlo isključivo iz smanjenja investicija šireg javnog sektora⁶, dok su investicije privatnog sektora lagano ubrzale svoj rast. U narednim godinama očekuje se izraženiji rast ukupne investicijske aktivnosti, pri čemu će ona biti generirana prvenstveno investicijama privatnog sektora, iako se pozitivan doprinos predviđa i od investicija šireg javnog sektora čiji se udio u agregatnim investicijama kreće na razini od oko 20%.⁷ Naime, tijekom srednjoročnog razdoblja očekuje se daljnje poboljšanje investicijske klime u uvjetima

⁵ Učinak povećanja naknade zaposlenima u javnom sektoru na ukupan rast bruto plaća u 2018. procijenjen je na gotovo 0,7 postotnih bodova, tek neznatno manje nego u 2017. godini. Osim toga, očekuje se da će provedeno povećanje plaća u javnom sektoru dovesti i do blagog učinka prelijevanja na rast plaća u gospodarstvu izvan sektora opće države.

⁶ Širi javni sektor uključuje opću državu te poduzeća u većinskom državnom vlasništvu, a koja su klasificirana izvan sektora opće države prema metodologiji ESA 2010.

⁷ Investicije šireg javnog sektora u ovom makroekonomskom okviru projicirane su u cjelokupnom projekcijskom razdoblju konzervativnije u odnosu na one sadržane u fiskalnim projekcijama prikazanim u ovom dokumentu kao i financijske planove javnih poduzeća u većinskom državnom vlasništvu. Unatoč tome, budući da se i unutar makroekonomskog okvira očekuje snažan investicijski zamah šireg javnog sektora, u 2018. godini je projicirano blago usporavanje rasta investicija privatnog sektora, koje zatim prati ponovno ubrzanje u 2019., jer bi u protivnom stopa rasta ukupnih investicija u 2018. bila znatno viša od projicirane.

dobrih poslovnih rezultata sektora poduzeća kao i optimističnih očekivanja glede budućih kretanja te povoljnih uvjeta financiranja. Ovdje valja pridodati i pozitivan utjecaj poboljšanog kreditnog rejtinga zemlje te prošlogodišnje porezne reforme, kao i očekivano daljnje porezno rasterećenje. Također, dodatan poticaj investicijama očekuje se i od snažnijeg korištenja strukturnih i investicijskih fondova EU. Uz sve navedeno, povoljno bi na poslovanje i konkurentnost poduzetnika trebao djelovati i nastavak provođenja strukturnih reformi usmjerenih ka unaprjeđenju poslovnog okruženja u smislu daljnjeg smanjenja administrativnog i neporeznog opterećenja gospodarstva. Slijedom svega spomenutog, predviđa se i oporavak priljeva inozemnih izravnih investicija, kao i intenziviranje oporavka građevinske aktivnosti, a čemu će dijelom pridonijeti i nastavak državnog programa subvencioniranja stambenih kredita.

Od pristupanja RH u EU izvoz roba i usluga bilježi pozitivne strukturne promjene koje su rezultirale time da je izvoz postao glavni generator gospodarskog rasta, promatrajući pojedinačno sastavnice s rashodne strane obračuna BDP-a, a isto se očekuje i u narednom razdoblju. Međutim, u skladu s očekivanim kretanjem inozemne potražnje za domaćim robama i uslugama, rast izvoza bilježit će postupno usporavanje prema kraju projekcijskog razdoblja. Također, kako će pozitivni učinci pristupanja EU tržištu iščezavati, izvoz roba i usluga će u puno većoj mjeri odražavati dinamiku izvozne potražnje. Tako se kroz čitavo srednjoročno razdoblje predviđa rast udjela domaćeg izvoza na stranim tržištima, koji će postupno usporavati te biti na nižim razinama u odnosu na prve tri godine od pristupanja EU, a najniži upravo u 2018. i to isključivo zbog izvoza roba. Nakon 2018. godine, određen pozitivan učinak na izvoz očekuje se i od kretanja realnog efektivnog tečaja kune, koji će u razdoblju 2019. – 2020. bilježiti manju deprecijaciju. U 2018. godini ponovno se očekuje uspješna turistička sezona, što potvrđuju i turističke rezervacije te promotivne aktivnosti na turističkim sajmovima. Ipak, dominantno pod utjecajem nepovoljnog baznog efekta, u 2018. godini očekujemo neznatno sporiji realni rast izvoza usluga. U narednom srednjoročnom razdoblju očekuje se umjeren i stabilan rast izvoza usluga koji će biti osiguran novim značajnim investicijama u proširenje turističkih kapaciteta, širenje ponude i dizanje kvalitete turističkih proizvoda, ali i daljnje produljenje turističke sezone, premda je po tom pitanju već ostvaren znatan napredak. Povećana kvaliteta te inovacije u ponudi mogle bi pozitivno djelovati i na dinamiku prosječne potrošnje turista koja je, prema postojećim statistikama, u proteklom razdoblju bila prigušena.

U skladu s kretanjem konačne potražnje, u projekcijskom razdoblju očekuje se postupno usporavanje realnog rasta uvoza roba i usluga, pri čemu se predviđa da će visoka razina uvozne ovisnosti domaćeg gospodarstva, kao i nepovoljni izgledi njene promjene u srednjem roku, uvjetovati da elastičnosti uvoza naspram kategorija konačne potražnje ostanu visoke u čitavom razdoblju, pa i uz nešto niže stope gospodarskog rasta. S ubrzanjem gospodarske aktivnosti saldo razmjene roba i usluga postupno će se smanjivati, pa se tako predviđa kako će krajem razdoblja uvoz roba i usluga izražen u tekućim cijenama dostići izvoz. U skladu s

tim, doprinos neto izvoza gospodarskom rastu, iako padajući, bit će negativan kroz čitavo razdoblje.

Nakon 1,1% u 2017. godini, tijekom 2018. očekuje se blago ubrzanje inflacije na 1,4%. Rastu potrošačkih cijena u 2018. godini u približno jednakoj mjeri će doprinijeti cijene energije te cijene bez energije i prehrane, dok se kod cijena hrane očekuje nešto niži pozitivan doprinos, kao posljedica znatno sporije dinamike rasta u usporedbi s prethodnom godinom. Očekivani rast cijena energije posljedica je povećanja cijene nafte na svjetskom tržištu, ali i učinka prijenosa administrativnog povećanja cijena električne energije iz rujna 2017.⁸ Također, jačanje potrošnje kućanstava i rast jediničnog troška rada, kao i nastavak stabilne dinamike rasta cijena u eurozoni, trebali bi djelovati u smjeru rasta indeksa potrošačkih cijena. Uslijed očekivane stagnacije cijena sirovina na svjetskom tržištu⁹ te stabilne inflacije u eurozoni koja će blago ubrzavati prema kraju razdoblja, očekuje se zadržavanje stope inflacije na razini od 1,4% u 2019. te njeno blago ubrzanje na 1,5% u 2020. godini.

Kretanja na tržištu rada bila su izrazito povoljna u 2017. godini, a nastavak sličnih kretanja očekuje se i u narednom razdoblju. Očekuje se da će povoljna gospodarska kretanja imati pozitivan utjecaj na blago povećanje radne snage, a čemu će doprinijeti i mjere usmjerene na prilagodbu obrazovnog sustava potrebama tržišta rada te poticanje dužeg ostanka na tržištu rada. Ovdje je uzeta pretpostavka o postupnom srednjoročnom usporavanju odljeva radno sposobnog stanovništva te daljnjoj umjerenom dinamici planirane imigracije kroz sustav kvota. U uvjetima nastavka rasta potražnje za radom, povećanje zaposlenosti će se nastaviti i u narednom razdoblju, pri čemu se očekuje postupno zaustavljanje pada broja samozaposlenih. Uslijed opisanih kretanja, predviđa se kontinuirano smanjenje stope nezaposlenosti te blagi rast produktivnosti rada. Očekuje se kako će bruto plaće (zaposlenih u pravnim osobama) u 2018. tek neznatno usporiti u odnosu na snažan rast iz 2017. i ostati ponajviše pod utjecajem neravnoteža ponude i potražnje za radom u pojedinim djelatnostima.¹⁰ Njihova dinamika značajnije će oslabiti tek u posljednje dvije godine projekcijskog razdoblja, uz otvorenu imigracijsku politiku u uvjetima usporavanja rasta agregatne potražnje. Predviđa se i blagi te usporavajući rast jediničnog troška rada, uslijed tek nešto bržeg rasta bruto naknada po zaposleniku od rasta produktivnosti rada.

⁸ Zbog rasta naknada za obnovljive izvore energije, cijena električne energije je početkom rujna 2017. godine porasla za 6,3% na mjesečnoj razini. Osim toga, pozitivan doprinos kretanju potrošačkih cijena doći će i od baznog učinka povećanja trošarina na duhan iz prosinca 2017., odvoza otpada iz rujna 2017., kao i povećanja cijena opskrbe vodom početkom 2018. godine, dok će izmjene u sustavu oporezivanja osobnih automobila djelovati u smjeru smanjenja potrošačkih cijena.

⁹ Prema projekcijama *Economist Intelligence Unit* (travanj 2018.) cijene nafte (u američkim dolarima) trebale bi bilježiti smanjenje u 2019. i 2020. (od 5,6% i 4,5% redom). Kod cijena primarnih sirovina isključujući naftu se razdoblju između 2018. i 2020. godine očekuje stagnacija.

¹⁰ Serija podataka o naknadama zaposlenima iz nacionalnih računa odstupa od administrativnih podataka od bruto plaćama u pravnim osobama pa je stoga i projekcija naknada po zaposleniku za izračun dohodovne strane BDP-a izgladnena.

Opisani makroekonomski scenarij izložen je blago prevladavajuće negativnim rizicima, kako vanjskim tako i domaćim. Što se tiče domaćih rizika, u ovaj makroekonomski okvir ugrađena je pretpostavka urednog i relativno brzog procesa restrukturiranja koncerna Agrokor. Valja napomenuti i kako zasad kriza u Agrokoru nije ozbiljnije ugrozila nijednu komponentu BDP-a pa čak ni investicije. Osim toga, prisutni su negativni rizici za putanju gospodarskog rasta koji se odnose na srednjoročna ograničenja na strani ponude. Navedeno je vidljivo iz anketa poduzeća, zamjetnog rasta plaća u pojedinim djelatnostima s kritičnim nedostatkom radne snage, povećanja pokazatelja iskorištenosti kapaciteta u industriji koji je gotovo dosegnuo pretkriznu razinu te rasta narudžbi i očekivanja buduće potražnje u industriji, uslugama te građevinarstvu. Rizici za dinamiku svjetskog gospodarskog rasta u kratkom su roku uravnoteženi, dok u srednjem roku prevladavaju negativni rizici, pogotovo što se tiče dinamike trgovinske razmjene. Negativan utjecaj na gospodarski rast mogao bi doći i od kretanja svjetskih kamatnih stopa, intenziviranja protekcionističkih politika ili geopolitičkih napetosti. Glavni rizici koji bi mogli uzrokovati drugačije ostvarenje stope inflacije od prognozirane vezani su uz kretanje cijena nafte te ostalih sirovina na svjetskom tržištu te povećanje administrativno reguliranih cijena.

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.

Odgovorno vođenje fiskalne politike u protekle dvije godine, prepoznale su i međunarodne financijske institucije pa su tijekom 2017. godine sve tri vodeće svjetske rejting agencije poboljšale izgleda za hrvatski kreditni rejting koji je u razdoblju 2012. - 2015. dva puta smanjivan. Dodatno, u siječnju i ožujku 2018. rejting agencije Fitch i S&P podigle su rejting za jednu razinu uz stabilne izgleda, što predstavlja prvo povećanje rejtinga RH od strane vodećih svjetskih rejting agencija od 2004. godine.

U narednom razdoblju jedan od ciljeva Vlade RH bit će daljnje 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.	2018.	2011.	2018.	2011.	2018.
Austrija	Aaa	Aa1	AAA	AA+	AAA	AA+
Belgija	Aa3	Aa3	Aau	AAu	AA+	AA-
Bugarska	Baa3	Baa2	BBB	BBB-	BBB-	BBB
Cipar	Baa3	Ba3	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	AA+
Francuska	Aaa	Aa2	AAAu	AAu	AAA	AA
Grčka	Ca	B3	CC	B	CCC	B
Hrvatska	Baa3	Ba2	BBB-	BB+	BBB-	BB+
Irska	Ba1	A3	BBB+	A+	BBB+	A
Italija	A2	Baa2	Au	BBB-u	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	AAAu	AAAu	AAA	AAA
Njemačka	Aaa	Aaa	AAA	AAAu	AAA	AAA
Poljska	A2	A2	A-	BBB+	A-	A-
Portugal	Ba2	Ba1	BBB-	BB-u	BB+	BBB
Rumunjska	Baa3	Baa3	BB+	BBB-	BBB-	BBB-
Slovačka	A1	A2	A+	A+	A+	A+
Slovenija	A1	Baa1	AA-	A-u	AA-	A-
Španjolska	A1	Baa1	AA-	BBB+	AA-	A-
Švedska	Aaa	Aaa	AAA	AAAu	AAA	AAA
Velika Britanija	Aaa	Aa2	AAAu	AAu	AAA	AA

* na dan 10. svibnja 2018.

Izvor: Ministarstvo financija, Bloomberg

U nastavku je dan i kalendar objava kreditnog rejtinga RH spomenutih triju ključnih kreditnih agencija u 2018. godini.

Tablica 5: Kalendar objava kreditnog rejtinga Republike Hrvatske u 2018. godini

Moody's	Standard & Poors	Fitch
23. veljače 17. kolovoza	23. ožujka 21. rujna	12. siječnja 6. srpnja 7. prosinca

Izvor: Moody's, Standard & Poors, Fitch

8. PROJEKCIJE KRETANJA JAVNOG DUGA U RAZDOBLJU 2018. - 2020.

Održivost javnih financija predstavlja ključni prioritet Vlade RH, što podrazumijeva daljnju fiskalnu konsolidaciju i smanjivanje manjka odnosno održavanje uravnoteženog proračuna opće države te smanjivanje udjela javnog duga u BDP-u. Prema projekcijama iz Programa konvergencije za razdoblje 2018. – 2021. očekuje se da će manjak proračuna opće države u 2018. iznositi 0,5% BDP-a, u 2019. 0,4% BDP-a, a u 2020. RH bi trebala imati uravnotežen proračun. Drugim riječima, kretanje proračunskog salda i javnog duga u narednom razdoblju bit će usklađeno s fiskalnim pravilima iz preventivnog dijela Pakta o stabilnosti i rastu. Pritom će ključni naglasak biti na strogoj kontroli proračunske potrošnje, a svi ostvareni prihodi veći od planiranih iskoristit će se za daljnje smanjenje javnog duga i porezno rasterećenje stanovništva i poduzeća.

Ovako projiciranom kretanju proračunskog salda najveći doprinos dat će državni proračun koji će svoj manjak smanjiti od 1,1% BDP-a u 2018. na 1% BDP-a u 2019. te na 0,4% BDP-a u 2020. godini. Višak prihoda nad rashodima izvanproračunskih korisnika državnog proračuna u prosjeku će iznositi 0,2 posto BDP-a u promatranom projekcijskom razdoblju dok će jedinice lokalne države imati uravnotežen proračun. Javna poduzeća koja su prema metodologiji ESA 2010 uključena u sektor opće države, u razdoblju 2018. – 2020. bilježit će višak od 0,2% BDP-a.

Temeljem kretanja proračunskog salda, a uzimajući u obzir planirane privatizacijske primitke u iznosu od 0,3% BDP-a, očekuje se da će udio javnog duga u BDP-u u 2018. godini zabilježiti daljnje smanjenje za 3 postotna boda te će iznositi 75,1% BDP-a. Nadalje, udio javnog duga u BDP-u nastavit će se smanjivati na razinu od 72,1% BDP-a u 2019. odnosno na 69,1% BDP-a u 2020. godini. Time će se zadovoljiti osnovni strateški cilj Vlade RH i nacionalni prioritet o smanjenju udjela javnog duga u BDP-u za više od 10 postotnih bodova do kraja 2020., a namjera je smanjiti ga i više od plana.

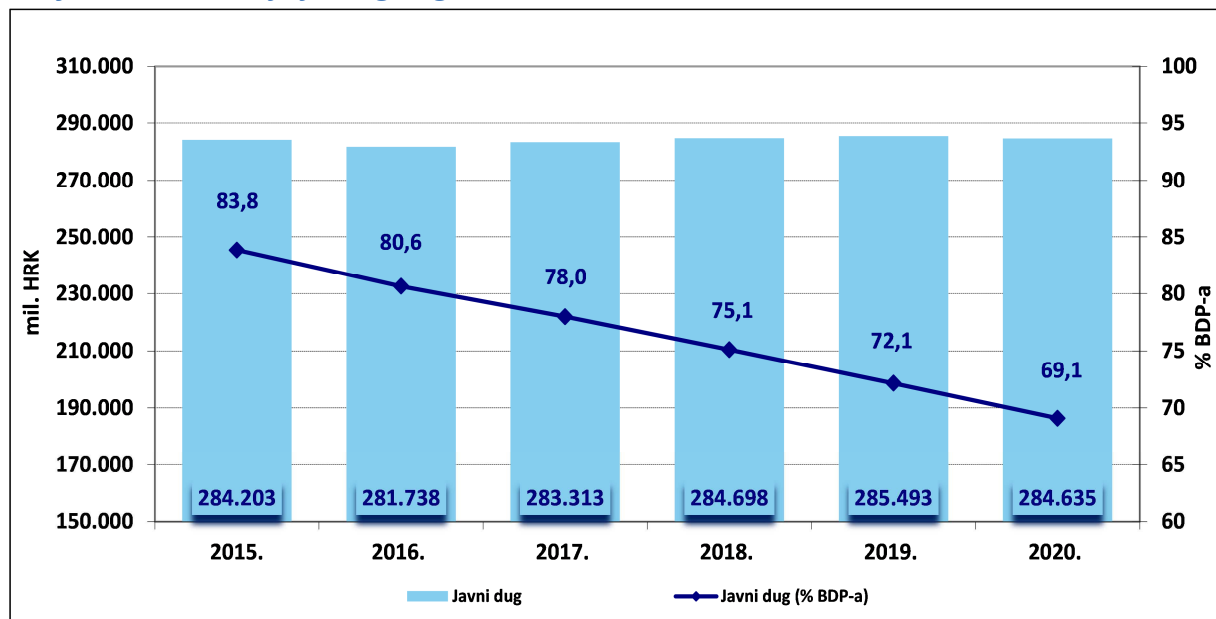
Ovakvim vođenjem održive, razumne i uravnotežene fiskalne politike stvorit će se preduvjeti za povratak kreditnog rejtinga na razinu investicijskog i daljnje smanjenje troška kamata koje RH plaća na javni dug.

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

(u 000 kuna)	2016.	2017.	Projekcija 2018.	Projekcija 2019.	Projekcija 2020.
DRŽAVNI PRORAČUN					
Ukupni prihodi	116.848	122.707	129.030	131.926	136.716
% BDP-a	33,4	33,8	34,0	33,3	33,2
Ukupni rashodi	120.238	124.999	133.349	135.954	138.260
% BDP-a	34,4	34,4	35,2	34,4	33,6
Ukupni manjak/višak	-3.389	-2.292	-4.319	-4.028	-1.544
% BDP-a	-1,0	-0,6	-1,1	-1,0	-0,4
IZVANPRORAČUNSKI KORISNICI					
Ukupni manjak/višak	-87	1.543	734	758	868
% BDP-a	0,0	0,4	0,2	0,2	0,2
KONSOLIDIRANA LOKALNA DRŽAVA					
Ukupni manjak/višak	139	-297	333	198	125
% BDP-a	0,0	-0,1	0,1	0,0	0,0
OPĆI PRORAČUN, nacionalna metodologija					
Ukupni manjak/višak	-3.337	-1.046	-3.252	-3.073	-551
% BDP-a	-1,0	-0,3	-0,9	-0,8	-0,1
JAVNA PODUZEĆA + HBOR					
Ukupni manjak/višak	925	1.450	726	922	888
% BDP-a	0,3	0,4	0,2	0,2	0,2
OSTALE PRILAGODBE					
Ukupni manjak/višak	-862	2.350	491	716	-478
% BDP-a	-0,2	0,6	0,1	0,2	-0,1
KONSOLIDIRANA OPĆA DRŽAVA, ESA 2010 metodologija					
Ukupni manjak/višak	-3.275	2.754	-2.035	-1.435	-141
% BDP-a	-0,9	0,8	-0,5	-0,4	0,0

Izvor: Ministarstvo financija

Grafikon 11: Kretanje javnog duga 2015. - 2020.



Izvor: HNB, Ministarstvo financija

9. OSNOVNI CILJEVI I SMJERNICE UPRAVLJANJA JAVNIM DUGOM U RAZDOBLJU 2018. – 2020.

Postojeće makroekonomske projekcije, u kratkom roku sugeriraju ublažavanje rizika refinanciranja te nastavak trenda međugodišnjeg smanjenja udjela javnog duga u BDP-u. Iako je javni dug smanjen na 78% BDP-a u 2017. godini, njegova visoka razina zahtjeva sveobuhvatnu ekonomsku politiku usmjerenu ka poticanju gospodarskog rasta, daljnju fiskalnu konsolidaciju te aktivaciju državne imovine praćeno aktivnom politikom upravljanja javnim dugom. Naime, javni dug je i dalje visok u usporedbi s razinama zabilježenim prije krize kao i s visinom duga u usporedivim zemljama. Iako su u srednjoročnom razdoblju rizici smanjeni, oni su i dalje visoki osobito prema određenim scenarijima u testovima osjetljivosti. Stoga je strateški cilj Vlade RH smanjivanje udjela javnog duga u BDP-u za više od 10 postotnih bodova do kraja 2020. godine.

U pogledu upravljanja javnim dugom, osnovni cilj zaduživanja jest osiguranje financijskih potreba državnog proračuna, postizanjem najnižeg srednjoročnog i dugoročnog troška financiranja uz preuzimanje razboritog stupnja rizika.

Radi ispunjavanja općeg cilja upravljanja dugom, i ovogodišnja 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.

9.1. 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, u tijeku je analiza postojećeg pravnog okvira u svrhu jačanja učinkovitosti mehanizma kontrole takvih poduzeća, a radi sagledavanja i sveobuhvatnog definiranja ciljeva i poštivanja ograničenja fiskalne politike. Isto tako, kroz Projekt „Uspostava učinkovitijeg sustava financijskog i statističkog izvještavanja“ izradit će se vezne tablice za pojedine izvanproračunske korisnike koji ulaze u obuhvat sektora opće države prema ESA 2010 metodologiji, a kako bi se unaprijedilo praćenje njihova poslovanja te time smanjili rizici za stabilnost javnih financija.

U cilju potpune prilagodbe nacionalnog zakonodavstva odredbama Pakta o stabilnosti i rastu te Preporukama Vijeća EU, izrađen je nacrt novog Zakona o fiskalnoj odgovornosti, koji propisuje numerička fiskalna pravila, a koje se odnose na pravilo strukturnog salda, pravilo rashoda te pravilo javnog duga.¹¹ Zakon također propisuje i pravilo visine manjka za projekcije državnog proračuna.¹² Nadalje, ovim Zakonom nastavlja se s jačanjem neovisnosti Povjerenstva za fiskalnu politiku koje je definirano kao stalno, neovisno i samostalno državno tijelo. Cilj Zakona o fiskalnoj odgovornosti je osiguranje i održavanje fiskalne odgovornosti, transparentnosti i srednjoročne i dugoročne održivosti javnih financija. Navedeno se postiže uspostavljanjem, primjenom i jačanjem fiskalnih pravila i pravila za osiguranje fiskalne odgovornosti na temelju kojih Vlada RH utvrđuje i provodi fiskalnu politiku.

Kako bi institucionalni i administrativni kapaciteti na odgovarajući način pratili ciljeve upravljanja javnim dugom utvrđene Strategijom za upravljanje javnim dugom, novom Uredbom o unutarnjem ustrojstvu Ministarstva financija¹³, rad Sektora za upravljanje javnim dugom organiziran je na razini Uprave. Kontinuirano se djeluje na jačanju kapaciteta kroz popunjavanje sistematiziranih, a trenutno upražnjenih radnih mjesta.

¹¹ Pravilo strukturnog salda - ciljana vrijednost pravila strukturnog salda postaje srednjoročni proračunski cilj koji će se ostvarivati prema planu prilagodbe sukladno pravnim odredbama Europske unije.

Pravilo rashoda – u pogledu održivog kretanja rashoda, uvedeno je pravilo da godišnji rast rashoda općeg proračuna ne smije prelaziti referentnu potencijalnu stopu rasta bruto domaćeg proizvoda koja se utvrđuje sukladno pravnim odredbama Europske unije. Također, dozvoljavaju se i izuzeća za pojedine kategorije rashoda.

Pravilo javnog duga -udio javnog duga u BDP-u ne smije prijeći referentnu vrijednost od 60%. Ako udio javnog duga prelazi navedenu vrijednost, razlika između udjela javnog duga u BDP-u i referentne vrijednosti od 60% mora se smanjivati po dinamici koja je u skladu s pravnim odredbama Europske unije.

¹² Pravilo za visinu manjka za projekcije državnog proračuna –propisuje kako manjak državnog proračuna izražen kao udio u BDP-u, utvrđen proračunom za iduću proračunsku godinu ne smije biti veći od manjka utvrđenog projekcijom koju je Hrvatski sabor donio prethodne godine za tu proračunsku godinu.

¹³ Narodne novine, broj 54/17

9.2. 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. Relativno povoljni uvjeti na financijskim tržištima dali su mogućnost produženja prosječne ročnosti duga te uravnoteženja profila njegova dospijeca. Istovremeno se postiglo smanjenje udjela kratkoročnog duga u ukupnom dugu s 13,2 posto koliko je iznosio potkraj 2016. na 12,4 posto potkraj 2017. godine.

9.3. Ublažavanje valutnog rizika javnog duga

Iako je u strukturi ukupnog javnog duga većinska tuzemna komponenta, prevladavajući dio duga 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 kunski izvori po svojem opsegu, dostupnoj ročnosti i cijeni kroz protekle dvije godine pružali 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 slučajevima takvih preferencija financijskih institucija.

9.4. 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 nešto manje od 89% dugoročnih obveza čine instrumenti s fiksnom kamatnom stopom. Također, u kratkom roku, trenutni tržišni uvjeti sugeriraju refinanciranje dospijeca 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 premije rizika.

9.5. 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 2020. godine,
- kalendar izdavanja trezorskih zapisa u 2018. po datumima planiranih mjesečnih aukcija,
- plan izdavanja obveznica u 2018. po tromjesečjima,
- projekcija otplata glavnice duga državnog proračuna za razdoblje 2018. - 2028.,
- projekcija otplata unutarnjeg duga i međunarodnih obveznica RH,
- prikaz aktivnih obveznica RH izdanih u razdoblju 2007. - 2017. s dospijećima u razdoblju 2017. - 2032.,
- kretanje premije rizika za RH u razdoblju 2013. - 2018. usporedno s odabranim državama EU (*Credit Default Swap* - CDS).

U tablici 7 Račun financiranja državnog proračuna – obveze i izvori dan je prikaz ostvarenja računa financiranja za 2016. i 2017. godinu te plan za 2018. i projekcije za 2019. i 2020. godinu.

U odnosu na 2016. u ostvarenju računa financiranja za 2017. iskazano je značajno povećanje iznosa zaduženja budući je u 2017. godini evidentirano izdanje državne obveznice u iznosu od 1,275 milijardi EUR-a za potrebe prijevremene otplate dijela postojećih kreditnih obveza triju društava u cestovnom sektoru, sukladno Odluci Vlade RH o prihvaćanju poslovnog i financijskog restrukturiranja cestovnog sektora. Sredstva ostvarena izdavanjem obveznice prosljeđena su društvima, a prijenos sredstava iskazan je u tablici 7 Račun financiranja državnog proračuna – obveze i izvori u dijelu Ostalo (dani zajmovi i udjeli u glavnici).

U 2018. godini manjak državnog proračuna utvrđen je u iznosu od 4,3 milijarde kuna, a ukupne otplate državnog duga, koje uključuju kratkoročni i dugoročni dug, u iznosu 34,8 milijardi kuna. Kako na ukupne potrebe za zaduživanjem, osim navedenih obveza, utječu i obveze s osnova izdataka za dane zajmove i depozite te izdataka za dionice i udjele u glavnici, kao i visina novčanog depozita koji se prenosi iz prethodne proračunske godine, odnosno prenosi iz tekuće u iduću proračunsku godinu, ukupna potreba za zaduživanjem u 2018. utvrđena je na razini od 43,3 milijarde kuna.

U strukturi ukupnih otplata u 2018. godini kratkoročni dug iznosi 17,4 milijarde kuna i u cijelosti se odnosi na izdatke za otplatu glavnice za izdane trezorske zapise. U računu financiranja državnog proračuna za 2018. predviđeno je zadržavanje salda trezorskih zapisa na razini salda 31. prosinca 2017. što znači da će se u 2018. trezorski zapisi obnoviti u visini obveza s osnova otplate glavnice izdanih trezorskih zapisa koje će biti otplaćene u 2018.

godini. U strukturi otplata dugoročnog duga koji u 2018. godini iznosi 17,4 milijarde kuna, na izdatke za otplatu glavnice domaćih obveznica i kredita i zajmova otpada 10,7 milijardi kuna, a na izdatke za otplatu glavnice inozemnih obveznica i kredita i zajmova 6,6 milijardi kuna. Financiranje obveza domaćeg državnog duga i ostalih obveza državnog proračuna tijekom godine planira se izdavanjem obveznica na domaćem tržištu u iznosu od 10,5 milijardi kuna i kreditnim zaduženjem na domaćem tržištu u iznosu od 3,4 milijarde kuna.

S obzirom na inozemne obveze koje se plaćaju u 2018. godini, od čega se najznačajnije odnose na otplate glavnice i kamate inozemnih obveznica s dospijecom u srpnju 2018. u iznosu od 6,5 milijardi kuna, predviđeno je zaduživanje na inozemnom tržištu putem izdavanja obveznica i inozemnih kredita i zajmova u ukupnom iznosu od 8,6 milijardi kuna. Najveći dio sredstava utrošit će se za plaćanje obveza s osnova inozemnog državnog duga, a preostalim sredstvima financirat će se ostale devizne obveze državnog proračuna tijekom godine.

Projekcijama za 2019. i 2020. planira se smanjenje manjka državnog proračuna u odnosu na plan 2018., pa tako u 2019. planirani manjak državnog proračuna iznosi 4 milijarde kuna, a u 2020. godini 1,5 milijardi kuna. Ukupne otplate duga državnog proračuna u 2019. iznose 51,2 milijarde kuna, a u 2020. godini 50 milijardi kuna. Uzimajući u obzir utvrđene podatke, ukupne potrebe za zaduživanjem u 2019. godini povećavaju se u odnosu na 2018. i iznose 56,4 milijarde kuna, a u 2020. godini 52,6 milijarde kuna.

U odnosu na 2018. godinu, projekcije za 2019. i 2020. predviđaju trend postupnog smanjenja kratkoročnog duga (trezorskih zapisa) i to za 1,5 milijardi kuna u 2019., odnosno za dodatnih 984 milijuna kuna u 2020. godini.

Ovisno o uvjetima na financijskim tržištima, koji trenutačno ukazuju na mogućnost produženja prosječne ročnosti duga, i nadalje 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.	2020.
Otplate (1)	44.510	55.314	34.791	51.190	50.026
Kratkoročni dug (Trezorski zapisi)	27.607	28.735	17.400	28.700	27.200
Dugoročni dug	16.903	26.579	17.391	22.490	22.826
Domaće obveznice hrk	3.500	9.500	6.000	0	5.000
Domaće obveznice VK	0	0	0	7.650	7.650
Domaći krediti i zajmovi	10.431	7.304	4.740	3.489	2.501
Inozemne obveznice	0	8.524	5.738	10.500	6.883
Inozemni krediti i zajmovi	2.972	1.251	913	851	792
Ostalo (dani zajmovi i udjeli u glavnici) (2)	1.695	12.344	1.976	1.192	1.033
Proračunski deficit (3)	3.389	2.292	4.319	4.028	1.544
Novčani depoziti (akumulacija) (4)	2.705	3.818	2.247		
Ukupna potreba zaduživanja (1) + (2) + (3) + (4)	52.299	73.768	43.333	56.410	52.603
IZVORI (HRK mil.)	2016.	2017.	2018.	2019.	2020.
Zaduživanje (1)	44.997	70.697	39.917	55.258	51.422
Kratkoročno (Trezorski zapisi)	28.670	28.731	17.400	27.200	26.216
Dugoročno	16.327	41.966	22.517	28.058	25.206
Domaće obveznice hrk	10.000	17.300	10.500	10.100	14.000
Domaće obveznice VK	0				
Domaći krediti i zajmovi	4.869	4.011	3.397	5.530	4.232
Inozemne obveznice	0	18.936	5.738	10.500	6.883
Inozemni krediti i zajmovi	1.458	1.719	2.882	1.928	91
Ostalo (povrati glavnice danih zajmova) (2)	557	589	169	152	181
Privatizacijski prihodi (3)	345	117	1.000	1.000	1.000
Smanjenje novčanih depozita (4)	6.400	2.365	2.247	0	0
Ukupno financiranje (1) + (2) + (3) + (4)	52.299	73.768	43.333	56.410	52.603

Izvor: Ministarstvo financija

Kalendar izdavanja trezorskih zapisa u 2018. godini (tablica 8) ukazuje na planirane iznose i datume aukcija trezorskih zapisa. Indikativni iznos limitiran je na godišnjoj razini od 17,4 milijarde kuna.

Tablica 8: Kalendar izdavanja trezorskih zapisa u 2018. godini

Redni broj	Datum aukcije	Dospijeća	Indikativni iznos
		(mil. HRK)	(mil. HRK)
1.	02.01.2018.	1.535	1.500
2.	23.01.2018.	928	900
3.	30.01.2018.	800	800
4.	20.02.2018.	1.516	1.500
5.	27.02.2018.	1.500	1.500
6.	06.03.2018.	864	900
7.	13.03.2018.	300	300
8.	27.03.2018.	558	550
9.	24.04.2018.	876	900
10.	02.05.2018. (sri)	409	400
11.	22.05.2018.	552	550
12.	29.05.2018.	1.000	1.000
13.	05.06.2018.	643	650
14.	26.06.2018.	646	650
15.	21.08.2018.	1.200	1.200
16.	28.08.2018.	638	640
17.	23.10.2018.	1.484	1.500
18.	20.11.2018.	1.300	1.300
19.	04.12.2018.	675	680

Izvor: Ministarstvo financija

Planom izdavanja obveznica u 2018. godini (tablica 9) utvrđeno je da će se financiranje putem obveznica realizirati u ukupnom iznosu od 16,2 milijarde kuna, od čega 10,5 milijardi kuna na domaćem tržištu (III. i IV. tromjesečje), a iznos od 5,7 milijarde kuna na inozemnom tržištu novca i kapitala i to u II. tromjesečju 2018. godine.

Tablica 9: Plan izdanja obveznica u 2018. godini

Tržište	Plan izražen u kunama	Tromjesečje
Domaće tržište	10,5 milijardi	III. i IV.
Inozemno tržište	5,7 milijardi	II.

Izvor: Ministarstvo financija

U tablici 10 iskazana je projekcija otplata glavnice državnog duga prema oblicima zaduženja u razdoblju 2018. - 2032.

Tablica 10: Projekcija otplata glavnica duga državnog proračuna za razdoblje 2018. - 2032.

Oblici zaduženja	Stanje obveza 31.12.2017.	2018.	2019.	2020.	2021.	2022.	2023.	2024.
Trezorski zapisi	28.600.693.820	17.343.633.682	11.257.060.138					
Domaće obveznice	83.360.051.200	6.000.000.000	7.513.648.000	12.513.648.000	6.000.000.000	10.513.648.000	5.800.000.000	10.519.107.200
Inozemne obveznice	87.946.272.979	5.635.236.000	9.404.599.500	6.630.469.467	8.122.862.703	9.392.060.000	8.771.477.936	9.747.134.173
Kreditni na domaćem tržištu	18.135.298.127	4.427.367.633	3.197.646.437	2.265.866.304	5.153.914.630	1.721.905.858	454.132.798	505.236.172
Kreditni na inozemnom tržištu	12.370.952.724	805.817.993	795.683.040	733.662.882	675.423.923	668.543.093	545.987.090	443.887.060
Ukupno	230.413.268.850	34.212.055.308	32.168.637.115	22.143.646.653	19.952.201.255	22.296.156.951	15.571.597.824	21.215.364.605

Oblici zaduženja	2025.	2026.	2027.	2028.	2029.	2030.	2031.	2032. i dalje
Trezorski zapisi								
Domaće obveznice	6.000.000.000	10.000.000.000		5.500.000.000		0	0	3.000.000.000
Inozemne obveznice	11.270.472.000		9.392.060.000	0	0	9.579.901.200	0	0
Kreditni na domaćem tržištu	94.798.962	94.798.962	76.319.619	54.340.273	50.840.273	38.130.207	0	0
Kreditni na inozemnom tržištu	1.887.365.690	1.477.489.985	468.804.239	1.453.221.766	290.176.898	274.374.389	247.793.032	1.602.721.644
Ukupno	19.252.636.652	11.572.288.947	9.937.183.859	7.007.562.039	341.017.171	9.892.405.796	247.793.032	4.602.721.644

Vrijednosti su izražene u kunama prema srednjem tečaju HNB-a od 31. prosinca 2017.

Izvor: Ministarstvo financija

Analitički pregled projekcija otplata unutarnjeg duga i međunarodnih obveznica u razdoblju 2018. - 2032. 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 državnog proračuna

mlijuni HRK *	2018.	2019.	2020.	2021.	2022.	2023.	2024.	2025.	2026.	2027.	2028.	2029.	2030.	2031.	2032.
Amortizacija	10.427,4	10.711,3	14.779,5	11.153,9	12.235,6	6.254,1	11.024,3	6.094,8	10.094,8	76,3	5.541,6	63,5	38,1	0,0	3.000,0
Obveznice – Serija 07 D-19	0,00	7.513,65	0,00	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 13 D-20	0,00	0,00	5.000,00	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 14 D-20	0,00	0,00	7.513,65	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 17 D-22	0,00	0,00	0,00	0,00	7.513,65	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Obveznice – Serija 18 D-18	6.000,00	0,00	0,00	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 19 D-24	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	10.519,11	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Obveznice – Serija 20 D-25	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	6.000,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Obveznice – Serija 21 D-26	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	10.000,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Obveznice – Serija 22 D-21	0,00	0,00	0,00	6.000,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Obveznice – Serija 23 D-22	0,00	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	0,00
Obveznice – Serija 24 D-28	0,00	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	0,00
Obveznice – Serija 25 D-32 l.	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	3.000,00
Obveznice – Serija 26 D-23	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	5.800,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Dugoročni krediti (HRK)	814,53	637,37	497,96	1.841,46	363,96	263,96	423,96	43,96	43,96	25,48	3,50	0,00	0,00	0,00	0,00
Dugoročni krediti (EUR)	3.586,88	2.560,28	1.767,90	3.312,46	1.357,95	190,17	81,28	50,84	50,84	50,84	38,12	63,54	38,12	0,00	0,00
Dugoročni krediti (USD)	25,96	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Otplata kamata	4.545,0	4.045,1	3.123,3	2.571,8	2.268,5	1.708,1	1.595,3	973,5	697,6	266,8	182,3	103,2	98,6	97,5	97,5
Obveznice – Serija 07 D-19	403,86	403,86	0,00	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 13 D-20	337,50	337,50	168,75	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 14 D-20	488,39	488,39	244,19	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Obveznice – Serija 17 D-22	488,39	488,39	488,39	488,39	488,39	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Obveznice – Serija 18 D-18	315,00	0,00	0,00	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 19 D-24	604,85	604,85	604,85	604,85	604,85	604,85	604,85	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	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	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	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	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Obveznice – Serija 22 D-21	165,00	165,00	165,00	165,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Obveznice – Serija 23 D-22	67,50	67,50	67,50	67,50	33,75	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Obveznice – Serija 24 D-28	158,13	158,13	158,13	158,13	158,13	158,13	158,13	158,13	158,13	158,13	79,06	0,00	0,00	0,00	0,00
Obveznice – Serija 25 D-32 l.	97,50	97,50	97,50	97,50	97,50	97,50	97,50	97,50	97,50	97,50	97,50	97,50	97,50	97,50	97,50
Obveznice – Serija 26 D-23	101,50	101,50	101,50	101,50	101,50	101,50	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Dugoročni krediti (HRK)	164,21	133,65	113,27	78,03	37,53	26,14	14,50	6,47	3,68	0,88	0,04	0,00	0,00	0,00	0,00
Dugoročni krediti (EUR)	457,52	303,81	219,23	115,90	51,87	24,96	25,36	16,39	13,34	10,29	5,71	5,71	1,13	0,00	0,00
Dugoročni krediti (USD)	0,65	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Ukupno	14.972,4	14.756,4	17.902,8	13.725,7	14.504,1	7.962,2	12.619,7	7.068,3	10.792,4	343,1	5.723,9	166,8	136,8	97,5	3.097,5

*Srednji tečaj HNB od 31. prosinca 2017.

Izvor: Ministarstvo financija

U tablici 12 dane su projekcije otplata 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*)	2018. (EUR*)	2019. (EUR*)	2020. (EUR*)	2021. (EUR*)	2022. (EUR*)	2023. (EUR*)	2024. (EUR*)	2025. (EUR*)	2026. (EUR*)	2027. (EUR*)	2028. (EUR*)	2029. (EUR*)	2030. (EUR*)
EUR 750.000.000	Glavnica	750.000.000	750.000.000												
5,875%, Dospijeće: 2018	Kamata		44.062.500												
USD 1.500.000.000	Glavnica	1.251.668.896	0	1.251.668.896											
6,75%, Dospijeće: 2019	Kamata		84.487.651	84.487.651											
USD 1.250.000.000	Glavnica	1.043.057.414	0	0	1.043.057.414										
6,625%, Dospijeće: 2020	Kamata		69.102.554	69.102.554	69.102.554										
USD 1.500.000.000	Glavnica	1.251.668.896	0	0	1.251.668.896										
6,375%, Dospijeće: 2021	Kamata		79.793.892	79.793.892	79.793.892	39.896.946									
EUR 1.250.000.000	Glavnica	1.250.000.000	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								
USD 1.500.000.000	Glavnica	1.251.668.896	0	0	0	0	0	1.251.668.896							
5,500%, Dospijeće: 2023	Kamata		68.841.789	68.841.789	68.841.789	68.841.789	68.841.789	34.420.895							
USD 1.750.000.000	Glavnica	1.460.280.379	0	0	0	0	0	0	1.460.280.379						
6,000%, Dospijeće: 2024	Kamata		87.616.823	87.616.823	87.616.823	87.616.823	87.616.823	43.808.411							
EUR 1.500.000.000	Glavnica	1.500.000.000	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						
EUR 1.250.000.000	Glavnica	1.250.000.000	0	0	0	0	0	0	0	0	1.250.000.000				
3,000%, Dospijeće: 2027	Kamata		38.250.000	38.250.000	38.250.000	38.250.000	38.250.000	38.250.000	38.250.000	38.250.000	38.250.000	38.250.000			
EUR 1.275.000.000	Glavnica	1.275.000.000	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1.275.000.000
2,750%, Dospijeće: 2030	Kamata		0	40.927.500	35.062.500	35.062.500	35.062.500	35.062.500	35.062.500	35.062.500	35.062.500	35.062.500	35.062.500	35.062.500	35.062.500
Otplata glavnice (EUR*)			750.000.000	1.251.668.896	1.043.057.414	1.251.668.896	1.250.000.000	1.251.668.896	1.460.280.379	1.500.000.000	0	1.250.000.000	0	0	1.275.000.000
Otplata kamate (EUR*)			565.592.708	562.457.708	472.105.058	363.105.558	323.208.612	240.350.217	162.120.911	118.312.500	73.312.500	73.312.500	35.062.500	35.062.500	35.062.500
Ukupna otplata (glav. + kam.) (EUR*)			1.315.592.708	1.814.126.605	1.515.162.472	1.614.774.455	1.573.208.612	1.492.019.114	1.622.401.290	1.618.312.500	73.312.500	1.323.312.500	35.062.500	35.062.500	1.310.062.500
Stanje ukupne glavnice na kraju godine (EUR*)			11.533.344.482	10.281.675.586	9.238.618.172	7.986.949.276	6.736.949.276	5.485.280.379	4.025.000.000	2.525.000.000	2.525.000.000	1.275.000.000	1.275.000.000	1.275.000.000	0

* Srednji tečaj HNB-a 31. prosinca 2017.

Izvor: Ministarstvo financija

Pregled aktivnih obveznica RH (tablica 13) daje prikaz obveznica izdanih na domaćem i međunarodnom tržištu u razdoblju od studenog 2004. do prosinca 2017. i dospjećima od srpnja 2018. do srpnja 2032. Uz svaku pojedinačnu seriju obveznice naznačen je datum izdavanja, valuta i iznos izdanja te kamatna stopa i datum dospjeća otplate.

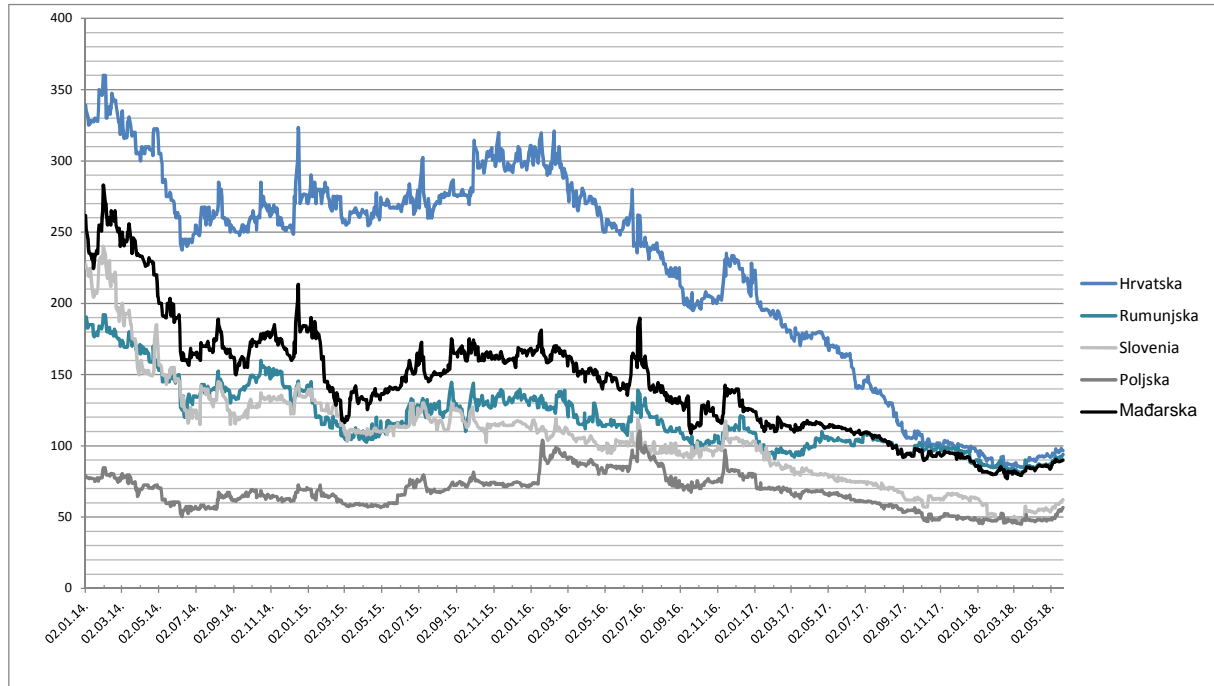
Tablica 13: Pregled aktivnih obveznica Republike Hrvatske

Obveznica	Datum izdavanja	Valuta	Iznos (milijuni)	Kamatna stopa	Dospijeće
Domaće obveznice					
Serija 18 D-18	10.07.2013.	HRK	6.000	5,250%	10.07.2018.
Serija 07 D-19	29.11.2004.	EUR	1.000	5,375%	29.11.2019.
Serija 13 D-20	05.03.2010.	HRK	5.000	6,750%	05.03.2020.
Serija 14 D-20	05.03.2010.	EUR	1.000	6,500%	05.03.2020.
Serija 22 D-21	08.07.2016.	HRK	6.000	2,750%	08.07.2021.
Serija 17 D-22	22.07.2011.	EUR	1.000	6,500%	22.07.2022.
Serija 23 D-22	07.02.2017.	HRK	3.000	2,250%	07.02.2022.
Serija 26 D-23	27.11.2017.	HRK	5.800	1,750%	27.11.2023.
Serija 19 D-24	10.07.2013.	EUR	1.400	5,750%	10.07.2024.
Serija 20 D-25	09.07.2015	HRK	6.000	4,500%	09.07.2025.
Serija 21 D-26	14.12.2015.	HRK	10.000	4,250%	14.12.2026.
Serija 24 D-28	07.02.2017.	HRK	5.500	2,875%	07.02.2028.
Serija 25 D-32	07.07.2017.	HRK	3.000	3,250%	07.07.2032.
Ukupno		EUR	4.400		
		HRK	50.300		
Međunarodne obveznice					
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.
Euro-EUR XI	20.03.2017.	EUR	1.250	3,000%	20.03.2027.
Euro-EUR XII	27.11.2017.	EUR	1.275	2,750%	27.01.2030.
Ukupno		EUR	6.025		
		USD	7.500		

Izvor: Ministarstvo financija

Kretanje premije osiguranja od kreditnog rizika (*Credit Default Swap, CDS 5Y* – grafikon 12) za RH u razdoblju 2014. - 2018. ukazuje da se u posljednje dvije godine njezina visina približava premijama usporedivih zemalja iz središnje i istočne Europe.

Grafikon 12: 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

10. FISKALNI RIZICI I TESTOVI OSJETLJIVOSTI KRETANJA JAVNOG DUGA

Fiskalne projekcije za srednjoročno razdoblje naslanjaju se na makroekonomske pretpostavke te bi, u tom smislu, rizici povezani s nižom razinom gospodarske aktivnosti u odnosu na predstavljeni makroekonomski scenarij u ovom programu imali značajne implikacije na očekivano kretanje i rezultate fiskalnih veličina u nadolazećem razdoblju što bi dovelo do izravnog utjecaja na visinu salda proračuna opće države.

Osim navedenog, valja istaknuti kako su fiskalni rizici s rashodne strane povezani i sa stanjem u mirovinskom i zdravstvenom sustavu. Naime, prisutni demografski trendovi koji se prvenstveno odnose na starenje stanovništva i produljenje očekivanog trajanja života, ali i na migracijske pritiske s kojima se RH suočava, mogu imati negativan utjecaj na održivost javnih financija. Takva kretanja stvaraju pritisak na sustav generacijske solidarnosti, a također utječu i na potražnju za uslugama zdravstvene zaštite te posljedično na povećanje troškova u oba sustava. Osim toga, stanje dospjelih nepodmirenih obveza u zdravstvenom sustavu predstavlja dodatan fiskalni rizik koji je potrebno adresirati u što kraćem roku provedbom mjera usmjerenih racionalizaciji bolničkog sustava i promicanju fiskalno odgovornog upravljanja u bolnicama kako bi se postigla dugoročna financijska i operativna održivost poslovanja bolnica.

Iako je javni dug smanjen na 78% BDP-a u 2017. godini, njegova visoka razina i dalje predstavlja izvor ranjivosti za hrvatsko gospodarstvo. Naime, s obzirom na visinu duga, dugoročno povećanje referentnih tržišnih kamatnih stopa predstavljalo bi znatnu prijetnju fiskalnoj održivosti. Povećanje troška financiranja dovelo bi do visokih troškova servisiranja duga 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 2018. - 2020., javni dug zabilježio rast iznad projiciranog te bi krajem projekcijskog razdoblja bio veći za 4,4 postotna boda nego u osnovnom scenariju.

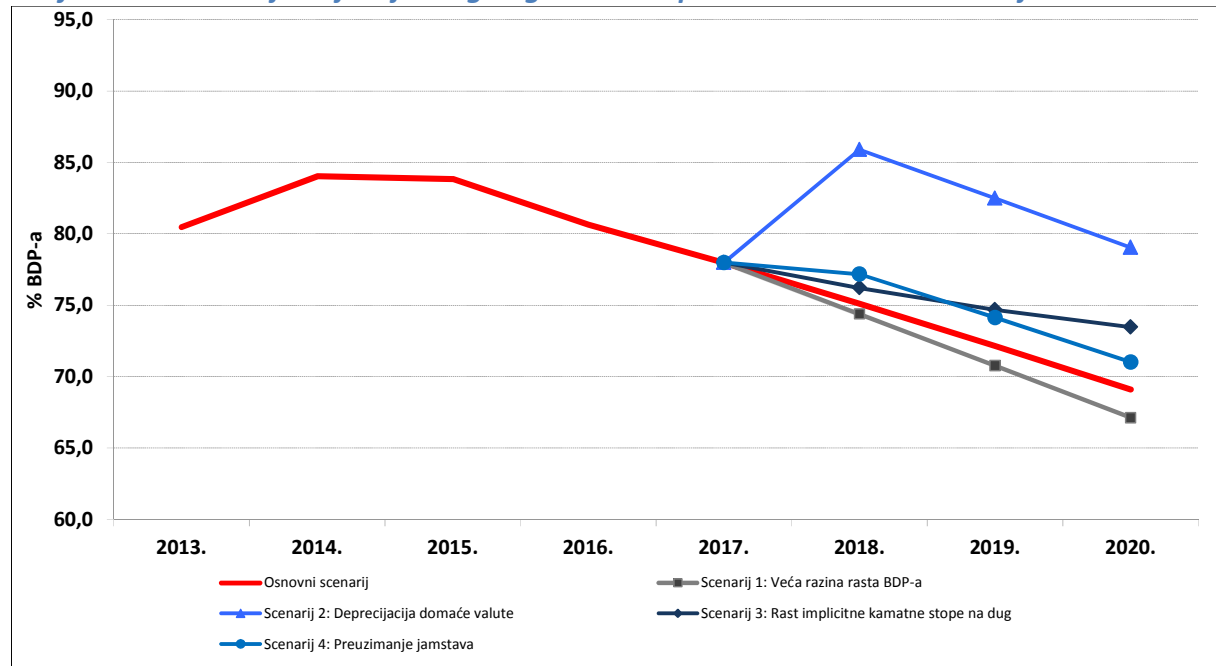
Nadalje, visok udio javnog duga denominiranog u eurima (72%) ukazuje kako je kretanje duga podložno tečajnim rizicima. Iz provedenog testa osjetljivosti proizlazi da bi deprecijacija kune prema euru od 15% podigla razinu javnog duga na 85,9% BDP-a u 2018. godini, odnosno javni dug bi bio veći za 10,8 postotnih bodova u odnosu na osnovni scenarij.

Potencijalne obveze, koje uključuju i stanje danih jamstava države, i dalje predstavljaju potencijalno veliki rizik za javne financije. Trenutni izazovi povezani s restrukturiranjem pojedinih poduzeća u RH, a za čija su zaduženja izdana državna jamstva, dovela bi, u scenariju preuzimanja dijela jamčenog duga od strane države, do jednokratnog povećanja kapitalnog transfera na strani rashoda proračuna te time i povećanja manjka proračuna opće države, što bi imalo izravan utjecaj i na porast javnog duga. Tako bi u pretpostavljenom

scenariju preuzimanja jamstava u javni dug u iznosu od 2% BDP-a, javni dug dostigao razinu od 77,2% BDP-a u 2018. godini.

S druge strane, veće stope gospodarskog rasta u odnosu na projicirane, 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 67,1% BDP-a u 2020. godini.

Grafikon 13: 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 projekcije nastavka pozitivnih makroekonomskih i fiskalnih kretanja, koji bi trebali kompenzirati potencijalna negativna kretanja iz globalnog okruženja. Naime, svjetska financijska tržišta u 2017. i početkom 2018. godine pod utjecajem su atmosfere povećanih neizvjesnosti i rizika, između ostalog, uzrokovanih političkim promjenama u vodećim državama članicama EU, jačanjem protekcionizma, promjenama monetarne politike vodećih ekonomija (porast kamatnih stopa u SAD-u, usporavanje/prestanak programa tržišnih kupovina vrijednosnica od strane Europske središnje banke) te makroekonomskim nesigurnostima i poremećajima uslijed naglog i znatnog odljeva kapitala iz tzv. rastućih tržišta.

Sve navedeno već je prouzročilo pad cijena i porast obvezničkih prinosa na sekundarnim tržištima uz očekivanje nastavljanja takvog 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, kako je bilo previđeno i u prošlogodišnjoj Strategiji, 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 petogodišnjem 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 te
- 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.	2020.
udio domaćeg duga (%)	57,0%	58,0%	56,5%	57,1%	58,6%	59,3%
udio inozemnog duga (%)	43,0%	42,0%	43,5%	42,9%	41,4%	40,7%
udio s fiksnom kam. stopom (%)	82,2%	86,2%	88,9%	88,3%	87,9%	86,7%
udio s varijabilnom kam. stopom (%)	17,8%	13,8%	11,1%	11,7%	12,1%	13,30%
ponderirana prosječna ročnost (god)	3,6	5,2	5,4	5,4	5,3	5,3
udio kratkoročnog duga TZ (%)	12,7%	13,2%	12,4%	12,2%	11,9%	11,8%
valutna struktura (%)						
hrk	26,7%	29,9%	31,3%	30,6%	32,1%	32,0%
vk (eur)	19,8%	18,7%	16,7%	19,0%	19,8%	19,7%
eur	48,2%	46,3%	47,9%	45,7%	47,9%	48,10%
us\$	5,3%	5,1%	4,1%	4,7%	0,2%	0,2%
chf	0,1%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

Izvor: Ministarstvo financija

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 pridonijet će nastavku vođenja održive, razumne i uravnotežene fiskalne politike, čime će se stvoriti preduvjeti za daljnje smanjenje fiskalnih neravnoteža i tereta duga.