

REPUBLIKA HRVATSKA
MINISTARSTVO FINANCIJA

STRATEGIJA UPRAVLJANJA JAVNIM DUGOM ZA
RAZDOBLJE 2011.-2013.

Zagreb, veljača 2011.

SADRŽAJ

1. Uvod.....	3
2. Pravni i institucionalni okvir za upravljanje javnim dugom	4
3. Struktura i kretanje javnog duga	7
3.1. Javni dug u razdoblju 2005. -2010. godine	7
3.2. Struktura državnog duga	9
3.2.1. Valutna struktura državnog duga	9
3.2.2. Kamatna struktura državnog duga.....	10
3.2.3. Ročna struktura državnog duga.....	10
3.2.4. Struktura državnog duga prema vrsti instrumenta	11
3.3. Rejting	16
4. Osnovne smjernice upravljanja javnim dugom za razdoblje 2011.-2013. godine.....	19
4.1. Doprinosa stabilizaciji udjela javnog duga u BDP-u	20
4.2. Produljenje prosječne ročnosti dospelja i smanjenje udjela kratkoročnog duga.....	24
4.3. Uvođenje mehanizama zaštite od valutnog rizika.....	25
4.4. Razvoj krivulje prinosa na domaćim i vanjskim tržištima.....	25
4.5. Kontinuirani razvoj i unapređenje domaćeg tržišta vrijednosnih papira.....	26

1. Uvod

Problemi na tržištu sekundarnih hipotekarnih kredita u SAD-u inicirali su financijsku krizu svjetskih razmjera. Visok stupanj integriranosti financijskog sustava i liberalizacije financijskih tijekova uvjetovao je brzo širenje financijske krize te snažan udar na realna gospodarska kretanja. Gospodarski rast svijeta u cjelini usporio je tijekom 2008. godine, a u 2009. godini zabilježen je i pad gospodarske aktivnosti nakon više od dva desetljeća kontinuiranog rasta.

Zemlje Europske unije također su se suočile s gospodarskom krizom, a niti Hrvatska nije bila izuzetak. U desetljeću prije krize hrvatsko gospodarstvo raslo je u prosjeku oko četiri posto godišnje, no pad inozemne potražnje, smanjena dostupnost kapitala te rast potrošačkog pesimizma rezultirali su padom gospodarske aktivnosti od oko šest posto u kriznoj 2009. godini. Izmijenjeni makroekonomski uvjeti odrazili su se i na priljeve kapitala, koji su se u zemljama srednje i istočne Europe više nego prepolovili u odnosu na pred krizno razdoblje. Takva kretanja zabilježena su i u Hrvatskoj te je tijekom gospodarske krize zabilježen snažan pad dužničkih, ali i ostalih kapitalnih priljeva.

Uzimajući u obzir promijenjene gospodarske okolnosti, Vlada Republike Hrvatske je donijela Program gospodarskog oporavka, koji sadrži konzistentan i iscrpan skup mjera za izlazak iz krize te stvaranje temelja za održivi gospodarski rast. Visoka volatilnost na financijskim tržištima, promijenjeni uvjeti financiranja te novi okvir fiskalne politike u kriznim uvjetima, stvorili su nove izazove u upravljanju javnim dugom. Upravo iz tog razloga, prepoznata je potreba za unaprjeđenjem sustava upravljanja javnim dugom i potencijalnim obvezama države radi smanjenja fiskalnih rizika, što je i navedeno kao jedna od mjera Programa gospodarskog oporavka.

Dokument Strategija upravljanja javnim dugom za razdoblje od 2011. - 2013. godine počinje kratkim pregledom pravnog i institucionalnog okvira za upravljanje javnim dugom. Slijedi poglavlje u kojem je prikazano stanje i projekcije kretanja javnog duga te valutna, kamatna i ročna struktura državnog duga te struktura prema vrsti instrumenta. Na kraju su predstavljene osnovne smjernice strategije upravljanja javnim dugom za razdoblje 2011. - 2013. godine.

2. Pravni i institucionalni okvir za upravljanje javnim dugom

Zakon o fiskalnoj odgovornosti kao jedna od ključnih mjera Programa gospodarskog oporavka uvodi jasna fiskalna pravila, koja se u izmijenjenim gospodarskim okolnostima s naglaskom na potrebu za jakim fiskalnom konsolidacijom postavljaju kao imperativ.

Fiskalna pravila za postizanje dugoročno održivih javnih financija podijeljena su na dva dijela. Prvi dio usmjeren je na provođenje fiskalne konsolidacije u narednim godinama smanjenjem ukupnih rashoda općeg proračuna¹, izraženih udjelom u procijenjenom bruto domaćem proizvodu (BDP-u), za najmanje jedan postotni bod na godišnjoj razini. Smanjenje ukupnih rashoda provodit će se do trenutka kada će primarni fiskalni saldo općeg proračuna u nominalnom iznosu biti jednak nuli ili pozitivan. Primarni fiskalni saldo općeg proračuna razlika je između ukupnih prihoda i ukupnih rashoda općeg proračuna umanjenih za rashode za kamate općeg proračuna. Primjenom prvog dijela fiskalnog pravila postiže se potrebna inicijalna konsolidacija prije uvođenja dugoročnog fiskalnog pravila.

Drugi dio pravila odnosi se na očuvanje održivih fiskalnih pozicija i rezultata provedbe fiskalne konsolidacije, na način da se dugoročno cilja ciklički prilagođeni primarni fiskalni saldo općeg proračuna na razini nula ili u pozitivnom iznosu s direktnim utjecajem na stabilizaciju i smanjivanje udjela javnog duga u BDP-u. Ciklički prilagođeni primarni fiskalni saldo je fiskalni pokazatelj razlike prihoda i rashoda bez kamata, u uvjetima kada postoji jednakost stvarnog i potencijalnog BDP-a, izračunat primjenom metodologije Europske središnje banke (European Central Bank - ECB) uz ocjenu odstupanja od potencijalnog BDP-a pomoću Hodrick-Prescott filtera (HP filtera).

Ovo pravilo omogućuje da u uvjetima u kojima je gospodarski rast iznad potencijalnog rasta, rashodi ne bi smjeli porasti na temelju prihoda, koji iz te razlike proizlaze, a u obrnutom slučaju rashodi ne bi trebali toliko pasti, koliko bi to stvarna razina prihoda sugerirala.

¹ Pod općim proračunom podrazumijeva se središnji proračun (državni proračun i financijski planovi izvanproračunskih korisnika državnog proračuna) i proračuni jedinica lokalne i područne (regionalne) samouprave te financijski planovi izvanproračunskih korisnika jedinica lokalne i područne (regionalne) samouprave.

Zakon o fiskalnoj odgovornosti instrument je osiguranja održivosti javnih financija jer će se primjenom fiskalnih pravila ostvariti potrebne fiskalne prilagodbe i osigurati održivost javnog duga.

Uz Zakon o fiskalnoj odgovornosti treba istaknuti i značaj Zakona o proračunu, koji je svojim stupanjem na snagu početkom 2009. godine osigurao potreban zakonodavni okvir za provedbu reformskih koraka u upravljanju javnim financijama: uvođenjem višegodišnjeg proračunskog okvira, strateškog planiranja, praćenja uspješnosti i sustava odgovornosti za postignute rezultate.

Zakonom o proračunu propisan je osnovni cilj zaduživanja i upravljanja dugom², a on je usmjeren osiguranju financijskih potreba državnog proračuna postizanjem najnižeg srednjoročnog i dugoročnog troška financiranja uz preuzimanje razboritog stupnja rizika.

Razborito upravljanje rizicima je nužno kako bi se postigla optimalna struktura duga i odgovarajuća strategija upravljanja dugom.

Utvrđena je i gornja granica državnog duga na kraju godine koja ne smije biti veća od 60% BDP-a. Zaduzivanje se provodi u svrhu financiranja proračunskog deficita, 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 za međunarodnim pričuvama.

Zakon o proračunu definira uvjete i limite za zaduzivanje jedinica lokalne i područne (regionalne) samouprave i davanje jamstava.

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 prisutna je u slučajevima kada se pravo zaduzivanja delegira na vladu/ministarstvo financija, ali u isto vrijeme determiniraju ciljevi upravljanja dugom i zahtjeva od vlade godišnji izvještaj o zaduzivanju i upravljanju dugom. U skladu sa

² Državni dug definiran je kao dug središnjeg proračuna, a javni dug kao dug općeg proračuna.

zacrtnim ciljevima, vlada/ministarstvo financija je ono koje odlučuje o strategiji, temeljeno na razmatranju očekivanih troškova i rizika.

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

Uz sve gore navedeno, treba istaknuti da su stvorene organizacijske i tehničke pretpostavke za provođenje Strategije upravljanja javnim dugom za razdoblje 2011.-2013. godine.

Odvajanjem funkcija „front, back i middle office-a” osigurana je jasna podjela poslova i odgovornosti, što je uz uvođenje novog informacijskog sustava za upravljanje javnim dugom i elektroničkog sustava aukcija dovelo do unapređenja procesa evidencije, izvještavanja i upravljanja javnim dugom, poboljšalo upravljanje rizicima te smanjilo usmjerenost na kratkoročne ciljeve.

3. Struktura i kretanje javnog duga

3.1. Javni dug u razdoblju 2005. -2010. godine

Tablica 1. prikazuje kretanje javnog duga Republike Hrvatske u razdoblju od 2005. do 30. rujna 2010. godine. Prema novom Zakonu o proračunu od 1. siječnja 2009. godine javni dug podrazumijeva dug općeg proračuna i obuhvaća izravni dug državnog proračuna, državnih fondova i agencija te dug jedinica lokalne i područne (regionalne) samouprave.

Tablica 1. Javni dug

JAVNI DUG na kraju razdoblja, u milijunima kuna	2005.	2006.	2007.	2008.	2009.	2010. (30.9.)
1. Unutarnji javni dug	56.120,2	60.851,5	64.811,6	69.857,1	80.331,9	91.455,6
1.1 Unutarnji dug Republike Hrvatske	50.839,3	54.489,5	56.882,0	64.959,6	74.470,9	85.123,2
Trezorski zapisi	12.278,0	12.412,9	11.740,6	14.440,7	18.802,5	20.225,9
Instrumenti tržišta novca	0,9			10,7	19,3	20,5
Obveznice	31.151,8	35.249,6	39.273,5	39.306,7	39.369,3	48.190,4
Krediti banaka	7.408,6	6.827,0	5.867,9	11.201,5	16.279,8	16.686,4
1.2 Unutarnji dug republičkih fondova	3.953,5	5.198,0	6.357,8	3.035,0	3.794,4	4.385,8
Instrumenti tržišta novca	-	-	-	-	-	-
Obveznice	-	-	-	-	-	-
Krediti banaka	3.953,5	5.198,0	6.357,8	3.035,0	3.794,4	4.385,8
1.3 Unutarnji dug lokalne države	1.327,4	1.164,0	1.571,8	1.862,5	2.066,6	1.946,5
Instrumenti tržišta novca	40,7	29,3	36,8	12,0	6,8	1,6
Obveznice	185,1	294,2	472,3	582,7	574,6	550,1
Krediti banaka	1.101,6	840,5	1.062,7	1.267,8	1.485,2	1.394,8
2. Inozemni javni dug	45.363,6	41.660,5	39.658,2	30.286,8	37.510,1	42.482,2
2.1 Inozemni dug Republike Hrvatske	36.414,5	32.556,6	29.424,0	28.459,4	35.785,8	40.761,5
Instrumenti tržišta novca	-	-	-	-	-	-
Obveznice	27.020,1	22.836,9	20.397,3	18.768,2	26.101,8	29.468,0
Krediti	9.394,5	9.719,7	9.026,7	9.691,2	9.684,0	11.293,5
2.2 Inozemni dug republičkih fondova	8.749,8	8.938,2	10.186,7	1.800,3	1.715,3	1.715,3
Instrumenti tržišta novca	-	-	-	-	-	-
Obveznice	-	-	-	-	-	-
Krediti	8.749,8	8.938,2	10.186,7	1.800,3	1.715,1	1.683,3
2.3 Inozemni dug lokalne države	199,3	165,7	47,5	27,1	9,0	5,4
Instrumenti tržišta novca	-	-	-	-	-	-
Obveznice	-	-	-	-	-	-
Krediti	199,3	165,7	47,5	27,1	9,0	5,4
Ukupni javni dug (1+2)	101.483,7	102.512,0	104.469,8	100.143,9	117.842,0	133.937,7
BDP	264.367,0	286.341,0	314.223,0	342.159,0	333.063,0	331.498,0
JAVNI DUG (% BDP-a)	38,4%	35,8%	33,2%	29,3%	35,4%	40,4%
Dodatak:						
1. Izdana jamstva Republike Hrvatske	12.455,1	14.188,2	17.399,0	33.835,5	38.209,2	43.358,5
1.1. Domaća	5.268,5	7.252,3	7.867,8	12.447,2	15.611,4	17.168,2
1.2. Inozemna	7.186,7	6.935,9	9.531,2	21.388,3	22.597,8	26.190,4
2. Ukupni dug HBOR-a	7.139,4	7.686,3	9.662,3	10.813,0	12.323,9	13.740,6

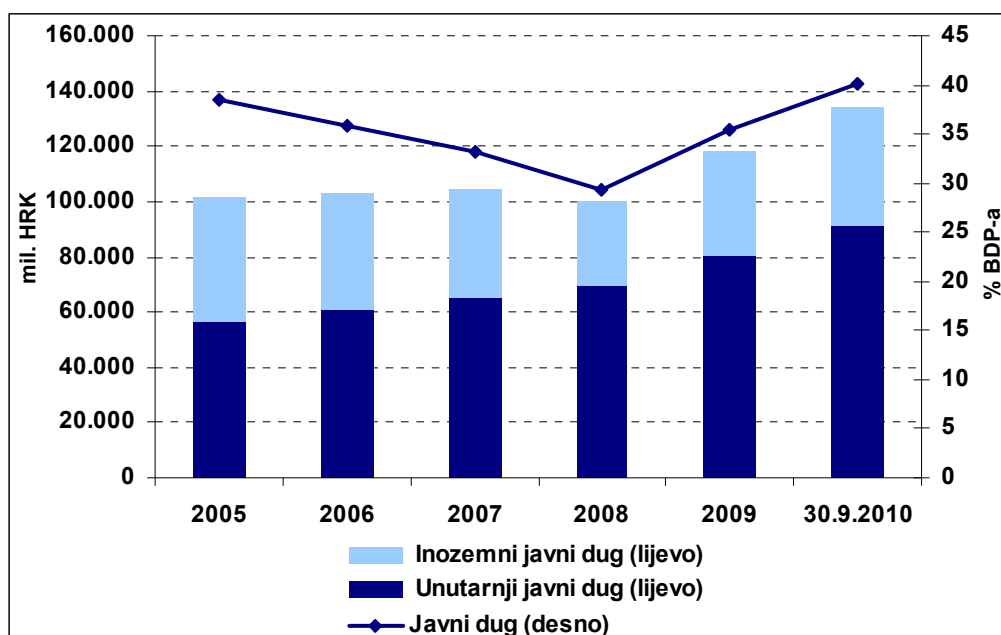
Izvor: HNB, Ministarstvo financija

Razdoblje od 2005. – 2008. godine karakterizira smanjenje udjela javnog duga u BDP-u te orijentacija strategije zaduživanja uglavnom na domaćem tržištu. To je doprinijelo snažnom razvoju domaćeg financijskog tržišta, koje svojim obujmom, dostupnom ročnošću i povoljnim prinosima predstavlja atraktivnu alternativu inozemnim financijskim tržištima. Predmetnom orijentacijom smanjuje se udio inozemne komponente u javnom dugu sa 44,7% koliki je bio krajem 2005. godine, na 30,2% koliko je iznosio krajem 2008. godine.

Početak 2009. godine na hrvatsko gospodarstvo počinje utjecati svjetska gospodarska i financijska kriza, smanjuju se proračunski prihodi uz rast deficita te dolazi do smanjenja BDP-a, što za posljedicu ima porast nominalnog iznosa javnog duga, kao i njegovog udjela u BDP-u. U cilju otvaranja dodatnog prostora privatnom sektoru za financiranje na domaćem financijskom tržištu, država je od 2009. godine, nakon pet godina izbivanja, počela s izdavanjem obveznica na inozemnom financijskom tržištu. Time je prekinut trend smanjenja inozemne komponente javnog duga.

Potkraj rujna 2010. godine javni dug iznosio je 133,9 milijardi kuna, što predstavlja 40,4% procijenjenog BDP-a za 2010. godinu.

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



3.2. Struktura državnog duga

U ovom poglavlju prikazana je valutna, kamatna i ročna struktura državnog duga te struktura državnog duga prema vrsti instrumenta.

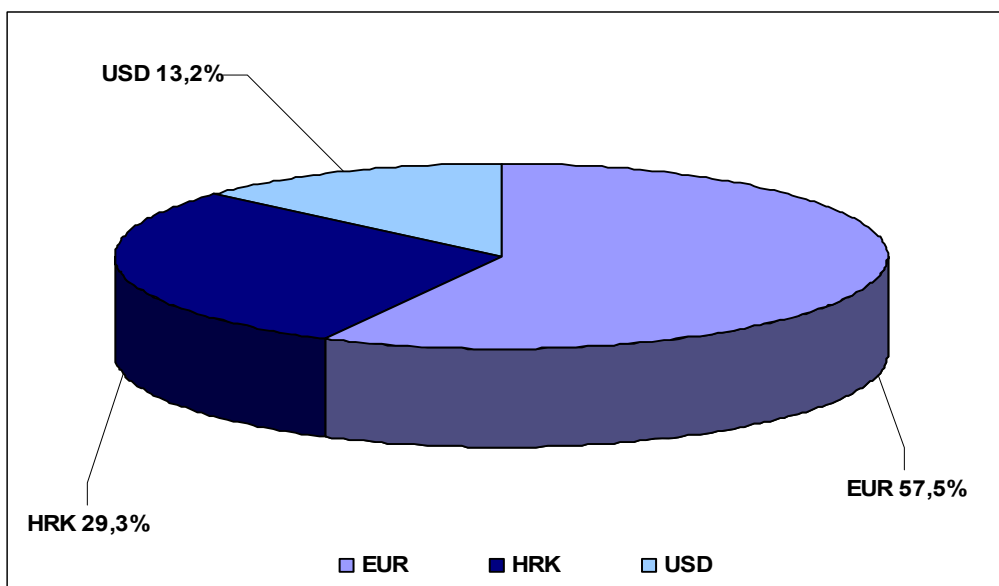
Upravljanje dugom je proces usmjeren na ocjenu i analizu iznosa i strukture duga s ciljem smanjivanja povezanih rizika, s obzirom na njihov izravan utjecaj na državni proračun, financijski sustav i tržište kapitala, a time i na fiskalnu i makroekonomsku stabilnost zemlje.

Strategija financiranja uključuje vrste instrumenata, ročnost, valutnu strukturu duga te usmjerava ukupni portfelj duga prema optimalnoj strukturi troškova uz razuman stupanj rizika.

3.2.1. Valutna struktura državnog duga

Valutna struktura duga potkraj rujna 2010. godine pokazuje dominaciju dviju valuta, kuna i eura. Dug denominiran u eurima zadnjih se godina postupno povećava te čini 57,5% ukupnog duga. Najvećim je dijelom rezultat izdavanja obveznica denominiranih u eurima, korištenja projektnih zajmova međunarodnih financijskih institucija te zaduživanja na domaćem tržištu putem sindiciranih kredita. Dug denominiran u kunama čini 29,3% ukupnog državnog duga i rezultat je orijentacije zaduživanja na domaćem tržištu kapitala, što je ujedno pridonijelo i razvoju dugoročne krivulje prinosa u nacionalnoj valuti. Osim kuna i eura koji dominiraju u valutnoj strukturi duga, značajan je i udio duga denominiranog u dolarima (13,2%), što je najvećim dijelom posljedica izdavanja obveznica na američkom tržištu (1,5 milijarda dolara u 2009. i 1,25 milijarda dolara u 2010. godini).

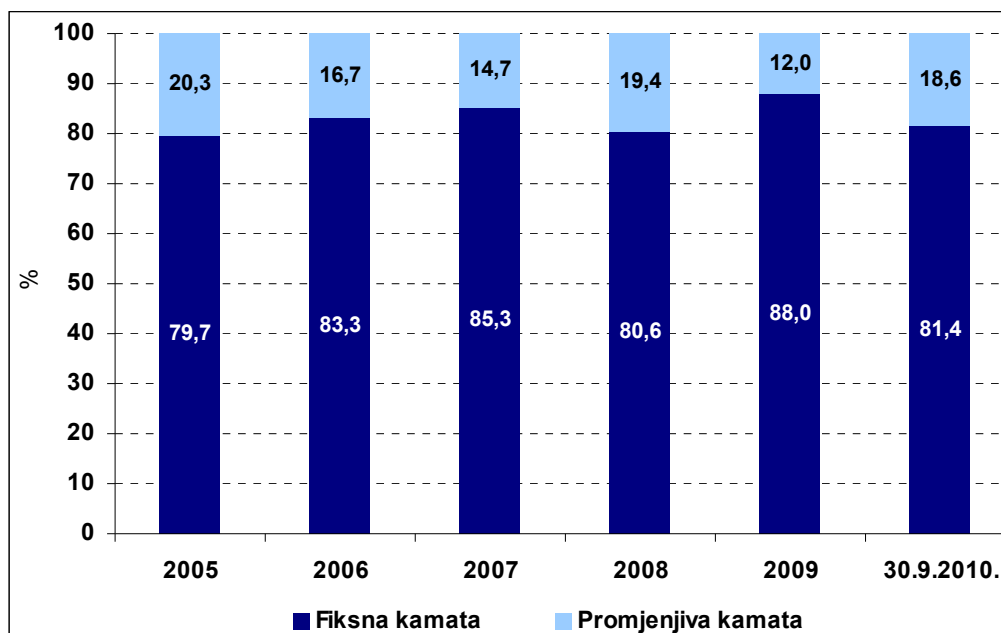
Grafikon 2. Valutna struktura državnog duga, 30. rujna 2010. godine



3.2.2. Kamatna struktura državnog duga

Udio duga s fiksnom kamatnom stopom je u razdoblju od 2005. do kraja rujna 2010. godine povećan sa 79,7% na 81,4%, ponajprije kao posljedica porasta zaduživanja putem izdavanja obveznica. Udio duga s varijabilnom kamatnom stopom postupno je smanjivan otplatama obveza po Londonskom klubu i Pariškom klubu.

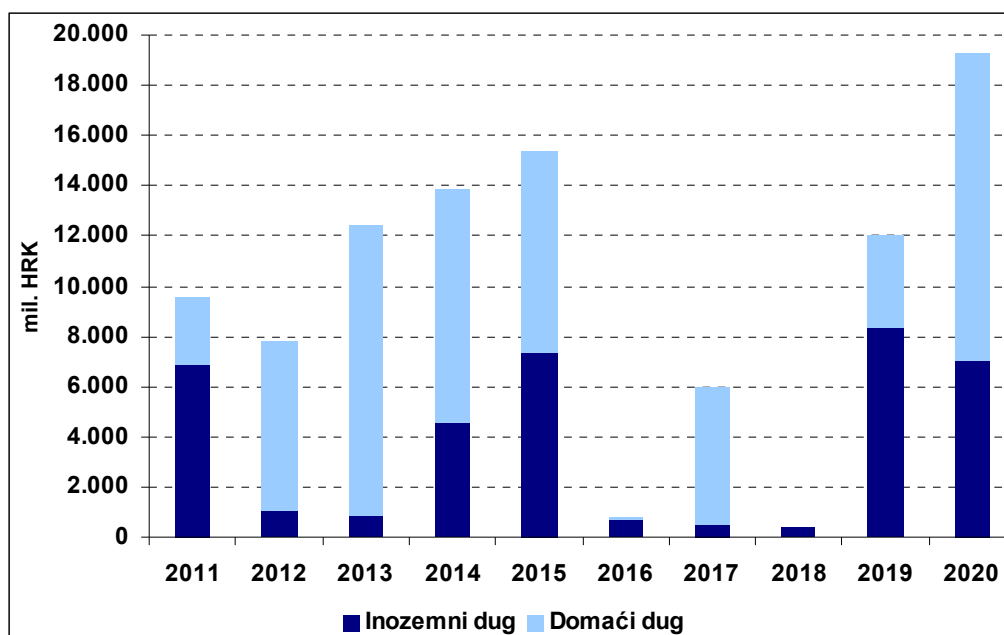
Grafikon 3. Struktura državnog duga prema vrsti kamate



3.2.3. Ročna struktura državnog duga

Projekcija otplata duga u razdoblju 2011. - 2020. godine pokazuje pojačani teret otplata u prvoj polovici razdoblja, što je posljedica dospijeca domaćih i inozemnih obveznica te triju sindiciranih deviznih kredita domaćih banaka. Također, vidljiv je pojačani teret otplate krajem razdoblja, zbog dospijeca obveznica izdanih u 2004., 2009. i 2010. godini (500 milijuna eura i 1,5 milijarda dolara koje dospijevaju u 2019. te 5 milijardi kuna, 1 milijarda eura i 1,25 milijarda dolara s dospijecom u 2020. godini). Budući da je za upravljanje javnim dugom važno osigurati ravnomjeran teret otplata u budućem razdoblju, posebna pažnja pridavat će se ujednačavanju dospijeca duga.

Grafikon 4. Dospijeca državnog duga u razdoblju 2011.- 2020. godine



3.2.4. Struktura državnog duga prema vrsti instrumenta

U strukturi duga u razdoblju 2006. - 2010. godine dolazi do povećanja komponente domaćeg duga čiji je udio u ukupnom dugu sa 62,6% krajem 2006. godine porastao na približno 67,6% krajem rujna 2010. godine.

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

Tablica 2. Državni dug prema vrsti instrumenta

	2006		2007		2008		2009		do 30.9.2010	
	mil. HRK	%	mil. HRK	%	mil. HRK	%	mil. HRK	%	mil. HRK	%
DOMAĆI DUG	54.490	62,6%	56.882	65,9%	64.949	69,5%	74.452	67,5%	85.103	67,6%
1. Obveznice	35.250	40,5%	39.274	45,5%	39.307	42,1%	39.369	35,7%	48.190	38,3%
2. Trezorski zapisi	12.413	14,3%	11.741	13,6%	14.441	15,5%	18.803	17,1%	20.226	16,1%
3. Krediti	2.875	3,3%	2.443	2,8%	8.028	8,6%	13.420	12,2%	14.048	11,2%
4. Ostalo	3.952	4,5%	3.425	4,0%	3.173	3,4%	2.860	2,6%	2.638	2,1%
INOZEMNI DUG	32.557	37,4%	29.424	34,1%	28.459	30,5%	35.786	32,5%	40.761	32,4%
1. Obveznice	22.837	26,2%	20.397	23,6%	18.768	20,1%	26.102	23,7%	29.468	23,4%
2. Krediti, od čega međunarodne fin.inst.	9.720	11,2%	9.027	10,5%	9.691	10,4%	9.684	8,8%	11.293	9,0%
	7.422	8,5%	7.034	8,2%	7.816	8,4%	8.043	7,3%	9.740	7,7%
Ukupni državni dug	87.046	100,0%	86.306	100,0%	93.408	100,0%	110.237	100,0%	125.864	100,0%

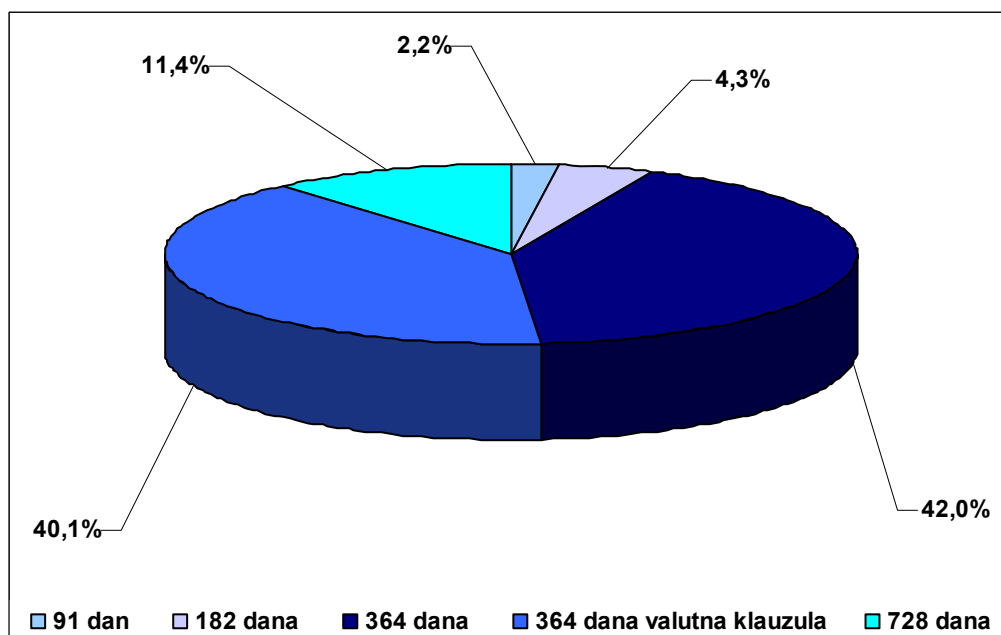
Udio inozemnog duga smanjen je s 37,4% koliko je iznosio krajem 2006. godine na 32,4% ukupnog državnog duga (30. rujna 2010. godine), a najvećim dijelom se odnosi na izdanje međunarodnih obveznica i projektne zajmove međunarodnih financijskih institucija.

Trezorski zapisi

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

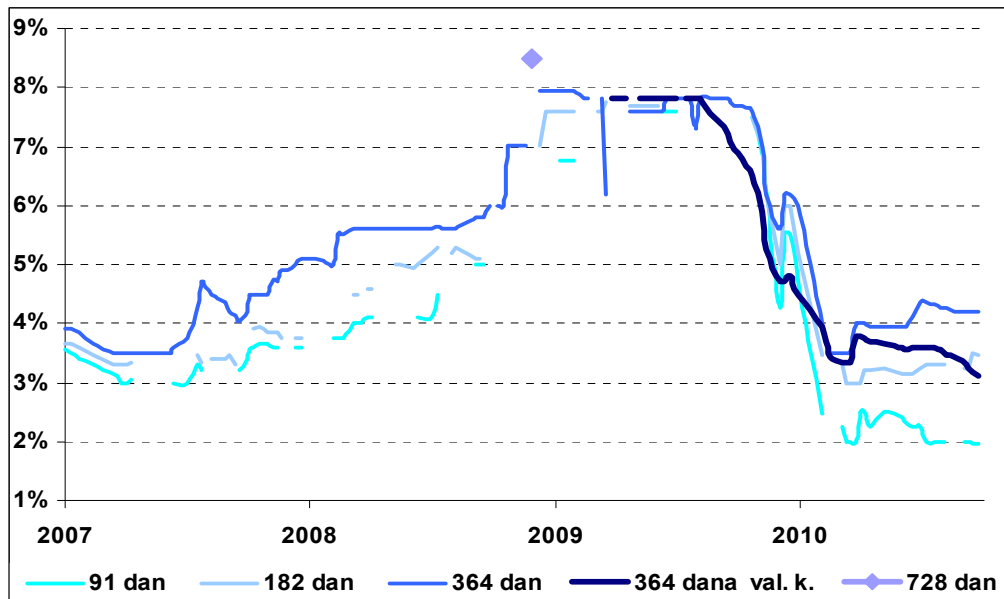
Na aukcijama trezorskih zapisa najveći je interes za trezorske zapise s rokom dospjeća od 364 dana, tako da je krajem rujna 2010. godine u ukupnom nominalnom iznosu izdanih trezorskih zapisa Ministarstva financija od 23,3 milijardi kuna udio trezorskih zapisa s rokom dospjeća od 364 dana iznosio 82,1%. Udio trezorskih zapisa s rokom dospjeća od 728 dana iznosio je 11,4%³, dok je na rok od 182 odnosno 91 dan, upisano 4,3%, odnosno 2,2% trezorskih zapisa.

Grafikon 5. Struktura trezorskih zapisa na dan 30. rujna 2010. godine



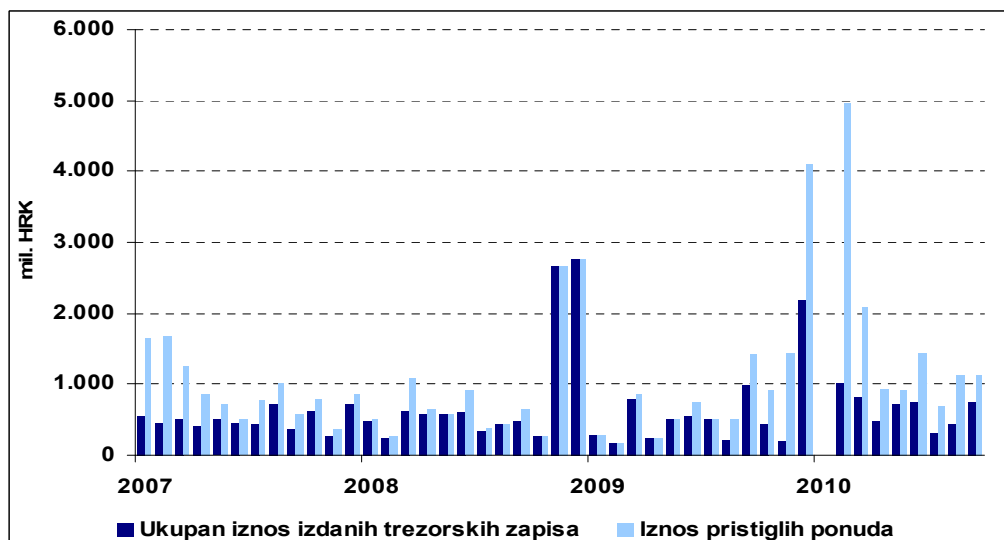
³ Predmetno izdanje trezorskog zapisa u potpunosti je iskupljeno krajem studenog 2010. godine.

Grafikon 6. Kamatne stope na trezorske zapise



Svjetska financijska kriza utjecala je na smanjenje likvidnosti na hrvatskom financijskom tržištu, što je izravno utjecalo i na povećanje kamatnih stopa na trezorske zapise u razdoblju od sredine 2008. do druge polovice 2009. godine. Na Grafikonu 6., koji prikazuje kretanje kamatnih stopa na trezorske zapise Ministarstva financija, može se vidjeti kretanje kamatnih stopa za sve vrste izdanja. Od druge polovice 2009. godine počinje postupno smanjenje kamatnih stopa na trezorske zapise po svim vrstama izdanja. Potkraj rujna 2010. godine kamatne stope su iznosile 1,95% na 91 dan, 3,45% na 182 dana, 4,20% na 364 dana i 3,10% na trezorske zapise na 364 dana s valutnom klauzulom.

Grafikon 7. Rezultati aukcija trezorskih zapisa



Grafikon 7. prikazuje odnos ukupnog iznosa pristiglih ponuda i iznosa izdanih trezorskih zapisa na aukcijama Ministarstva financija u razdoblju od 2007. do rujna 2010. godine. Kroz cijelo promatrano razdoblje potražnja za trezorskim zapisima prelazi iznose izdanih trezorskih zapisa, s time da je trend povećane potražnje za trezorskim zapisima naročito vidljiv krajem promatranog razdoblja. Početkom 2010. godine ukupna je potražnja bila i četiri puta veća od ukupnog izdanja trezorskih zapisa.

Od početka 2010. pa do kraja rujna 2010. godine održane su 23 aukcije trezorskih zapisa na kojima je bilo ukupno 86 izdanja, od čega 20 izdanja na 91 dan, 20 izdanja na 182 dana, 23 izdanja na 364 dana i 23 izdanja na 364 dana izražena u eurima, a plativa u kunama.

Obveznice

Pri analizi i utvrđivanju izvora računa financiranja Državnog proračuna u razdoblju 2006. - 2008. godine, financiranje je najvećim dijelom bilo usmjereno na domaće izvore. Naime, u tom razdoblju nije bilo zaduživanja države putem izdavanja obveznica na inozemnom tržištu.

Uzimajući u obzir izmijenjene uvjete na financijskim tržištima, pa tako i one na domaćem tržištu, kao i dospijeća inozemnih obveza u 2009. i 2010. godini, dio potreba za financiranjem realiziran je izdavanjem dviju euroobveznica, prve u svibnju 2009. godine u iznosu od 750 milijuna eura, te u studenom 2009. godine u iznosu od 1,5 milijardi američkih dolara.

U ožujku 2010. godine, Republika Hrvatska je na domaćem tržištu izdala desetogodišnje obveznice u iznosu od 3,5 milijardi kuna uz godišnju kamatnu stopu od 6,75% i 350 milijuna eura u kunskoj protuvrijednosti uz godišnju kamatnu stopu od 6,50%. Predmetna izdanja dopunjena su u srpnju 2010. godine, prva u iznosu od 1,5 milijardi kuna uz fiksnu kamatnu stopu od 6,75%, a druga u kunskoj protuvrijednosti od 650 milijuna eura uz kamatnu stopu od 6,50%, dok je na američkom tržištu izdana euroobveznica u iznosu od 1,25 milijardi dolara uz kamatnu stopu od 6,625% i rokom dospijeća od 10 godina.

Detaljne projekcije otplata domaćih i inozemnih obveznica dane su u Dodacima 1. i 2.

Tablica 3. Pregled dospjelih i iskupljenih obveznica Republike Hrvatske u razdoblju 2000. - 30. rujna 2010. godine

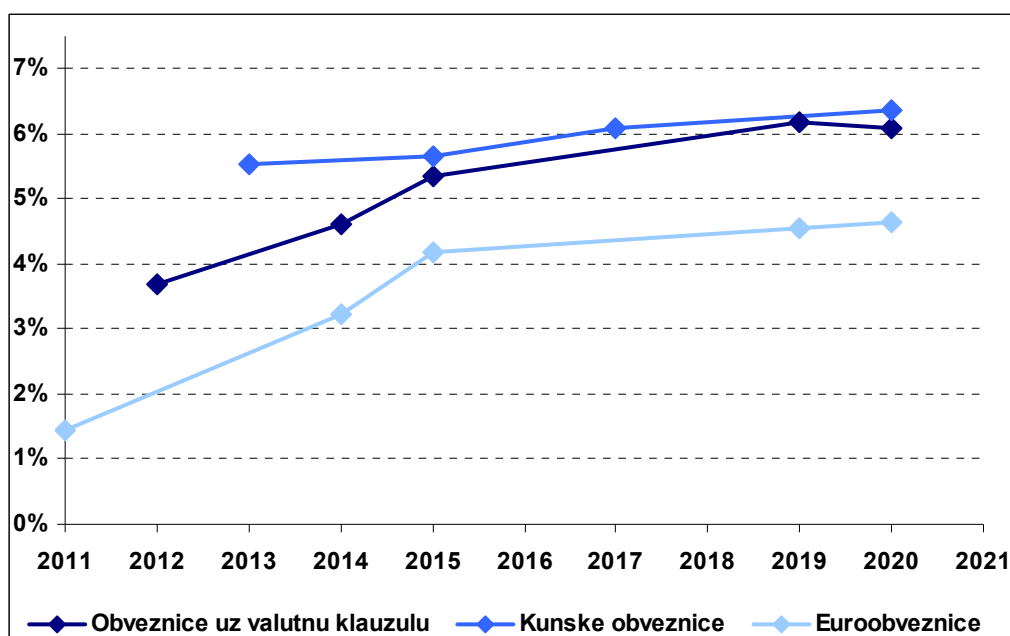
Obveznica	Datum izdavanja	Valuta	Iznos (milijuni)	Kamatna stopa	Dospijeće
domaće obveznice					
HZZO Serija I	19.07.2000.	EUR	222	8,50%	19.07.2004.
DAB Serija I	19.12.2000.	EUR	105	8,00%	19.12.2003.
DAB Serija II	19.12.2000.	EUR	225	8,38%	19.12.2005.
Serija 01 D-04	20.09.2001.	EUR	200	6,50%	20.09.2004.
Serija 02 D-08	14.12.2001.	EUR	200	6,88%	14.12.2008.
Serija 04 D-08	28.05.2003.	HRK	1.000	6,13%	28.05.2008.
Serija 06 D-07	07.07.2004.	EUR	400	3,88%	07.07.2007.
Serija 08 D-10	08.03.2005.	HRK	3.000	6,750%	08.03.2010.
međunarodne obveznice					
Londonski klub serija A	31.07.1996.	USD	857,8	USD 6m LIBOR + 81,25 bps	31.07.2010.
Londonski klub serija B	31.07.1996.	USD	604	USD 6m LIBOR + 81,25 bps	31.07.2006.
Euro-USD 2002	06.02.1997.	USD	300	7,00%	27.02.2002.
Euro-DEM 2004	01.07.1997.	DEM	300	6,13%	16.07.2004.
Matador 2001	04.03.1998.	ESP	15.000	6,50%	26.03.2001.
Euro-EUR I 2006	23.02.1999.	EUR	300	7,38%	10.03.2006.
Samuraj I 2004	14.12.1999.	JPY	25.000	4,00%	14.12.2004.
Euro-EUR II 2005	28.03.2000.	EUR	500	7,00%	28.03.2005.
Samuraj III 2006	06.02.2001.	JPY	25.000	2,50%	23.02.2006.
Samuraj II 2007	11.07.2000.	JPY	40.000	3,00%	11.07.2007.
Euro-EUR IV 2009	11.02.2002.	EUR	500	6,25%	11.02.2009.
Samuraj IV 2008	26.06.2002.	JPY	25.000	2,15%	26.06.2008.
Samuraj V 2009	26.06.2003.	JPY	25.000	1,23%	26.06.2009.
Euro-EUR V 2010	24.02.2003.	EUR	500	4,625%	24.02.2010.

Tablica 4. Pregled aktivnih obveznica Republike Hrvatske na dan 30. rujna 2010. godine

Obveznica	Datum izdavanja	Valuta	Iznos (milijuni)	Kamatna stopa	Dospijeće
domaće obveznice					
Serija 03 D-12	23.05.2002.	EUR	500	6,875%	23.05.2012.
Serija 05 D-14	10.02.2004.	EUR	650	5,500%	10.02.2014.
Serija 07 D-19	29.11.2004.	EUR	500	5,375%	29.11.2019.
Serija 09 D-15	14.07.2005.	EUR	350	4,250%	14.07.2015.
Serija 10 D-15	15.12.2005.	HRK	5.500	5,250%	15.12.2015.
Serija 11 D-13	11.07.2006.	HRK	4.000	4,500%	11.07.2013.
Serija 12 D-17	08.02.2007.	HRK	5.500	4,750%	08.02.2017.
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.
međunarodne obveznice					
Euro-EUR III 2011	06.03.2001.	EUR	750	6,750%	14.03.2011.
Euro-EUR VI 2014	15.04.2004.	EUR	500	5,000%	15.04.2014.
Euro-EUR VII 2015	05.06.2009.	EUR	750	6,500%	05.01.2015.
Euro-USD I-D 2019	05.11.2009.	USD	1.500	6,750%	05.11.2019.
Euro-USD II-D 2020	14.07.2010.	USD	1.250	6,625%	14.07.2020.

U promatranom razdoblju 2006. - 2010. godine je dospjelo i iskupljeno pet izdanja međunarodnih obveznica (u srpnju 2007. godine 40 milijardi jena, u lipnju 2008. godine 25 milijardi jena, u veljači 2009. godine 500 milijuna eura, u lipnju 2009. godine 25 milijardi jena te u veljači 2010. godine 500 milijuna eura) i četiri izdanja domaćih obveznica (u srpnju 2007. godine 400 milijuna eura, u svibnju 2008. godine 1 milijarda kuna, u prosincu 2008. godine 200 milijuna eura i u ožujku 2010. godine 3 milijarde kuna).

Grafikon 8. Krivulja prinosa obveznica Republike Hrvatske



Nova izdanja obveznica na domaćem i inozemnom tržištu pridonijela su razvoju krivulja prinosa obveznica Republike Hrvatske. Točke na krivuljama prinosa državnih obveznica prikazuju tražene prinose po pojedinim dospijećima pa se tako može primijetiti razlika tržišnih prinosa između obveznica izdanih na inozemnom i onih izdanih na domaćem tržištu. Niži prinosi inozemnih izdanja u najvećoj su mjeri rezultat znatno veće dubine inozemnih tržišta te aktivnijeg i likvidnijeg sekundarnog tržišta.

3.3. Rejting

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

Inicijalne ocjene agencija S&P, Moody's-a i Fitch Ratings-a dodijeljene su Republici Hrvatskoj u siječnju 1997. godine, a japanske rejting agencije R&I u 1998. godini.

Navedene agencije svake godine vrše provjeru dodijeljenog kreditnog rejtinga, koja je rezultirala potvrđivanjem investicijskog kreditnog rejtinga Republici Hrvatskoj kao što je navedeno u sljedećoj tablici.

Tablica 5. Pregled ocjena kreditnog rejtinga Republike Hrvatske

	Dugoročna ocjena Strana valuta	Dugoročna ocjena Domaća valuta	Kratkoročna ocjena Strana valuta
Mood's Investors Service	Baa3 / stabilan "outlook"	Baa3	P-1
Standard & Poors	BBB-/ negativni "outlook"	BBB-	A-3
Fitch Ratings	BBB- / negativni "outlook"	BBB	
R & I	BBB / stabilni "outlook"		

Izvor: Ministarstvo financija

Ako usporedimo kreditne ocjene zemalja Europske unije, možemo vidjeti da je godišnja provjera kreditnog rejtinga u navedenim zemljama rezultirala smanjenjem kreditnog rejtinga pojedinih zemalja. Iako su rizici povezani s padom BDP-a, rastom fiskalnog deficita i državnog duga, krizom bankarskog i ukupnog financijskog sektora, u znatnoj mjeri eskalirali praktički u svim Europskim državama, snižavanje kreditnog rejtinga uslijedilo je u onim državama koje su zbog gubitka povjerenja investitora u određenom trenutku bile u nemogućnosti realizirati proračunske potrebe na financijskom tržištu.

Tablica 6. Usporedba kreditnih ocjena zemalja Europske unije i Hrvatske

Države	Moody's		Standard & Poors	
	2007.	2011. (09.02.)	2007.	2011. (09.02.)
Belgija	Aa1	Aa1	AA+	AA+
Francuska	Aaa	Aaa	AAA	AAA
Italija	Aa2	Aa2	A+	A+
Luksemburg	Aaa	Aaa	AAA	AAA
Nizozemska	Aaa	Aaa	AAA	AAA
Njemačka	Aaa	Aaa	AAA	AAA
Danska	Aaa	Aaa	AAA	AAA
Irska	Aaa	Baa1	A-1	A-
Velika Britanija	Aaa	Aaa	AAA	AAA
Grčka	A1	Ba1	A	BB+
Portugal	Aa2	A1	AA-	A-
Španjolska	Aaa	Aa1	AA	AA
Austrija	Aaa	Aaa	AAA	AAA
Finska	Aaa	Aaa	AAA	AAA
Švedska	Aaa	Aaa	AAA	AAA
Češka	A1	A1	A	A
Cipar	A1	Aa3	A	A
Estonija	WR	WR	A	A
Letonija	A2	Baa3	BBB+	BB+
Litva	A2	Baa1	A	BBB
Mađarska	A2	Baa3	BBB+	BBB-
Malta	A2	A1	A	A
Poljska	A2	A2	A-	A-
Slovačka	A1	A1	A	A+
Slovenija	Aa2	Aa2	AA	AA
Bugarska	Baa3	Baa3	BBB+	BBB
Rumunjska	Baa3	Baa3	BBB-	BB+
Hrvatska	Baa3	Baa3	BBB	BBB-

4. Osnovne smjernice upravljanja javnim dugom za razdoblje 2011.-2013. godine

Osnovni cilj zaduživanja i upravljanja javnim dugom jest osiguranje financiranja državnog proračuna, uz postizanje najnižih srednjoročnih i dugoročnih troškova financiranja te održavanje prihvatljive razine rizika.

Dodatni cilj predstavlja razvoj domaćeg tržišta državnih vrijednosnih papira, budući da razvijeno tržište predstavlja osnovni preduvjet za učinkovito upravljanje dugom, troškovima zaduživanja i likvidnošću te omogućuje diverzifikaciju dužničkog portfelja i smanjenje ovisnosti o inozemnim izvorima financiranja.

Upravljanje dugom je proces u kojem su glavni naponi usmjereni na procjenu i analizu strukture duga u cilju smanjivanja generiranih rizika, s obzirom na njihov izravan utjecaj na državni proračun, financijski sustav i tržište kapitala, a time i na fiskalnu i makroekonomsku stabilnost zemlje.

Razvoj strategije upravljanja dugom je proces koji se odvija u dvije faze. Prva je utvrđivanje referentnog portfelja (tzv. „benchmark“-a), koji sadrži ciljanu optimalnu strukturu duga s obzirom na vrste instrumenta, ročnost te kamatnu i valutnu strukturu.

Druga je razvoj strategije koja se temelji na ciljevima baziranim na referentnom portfelju.

Česta su odstupanja između optimalne i trenutne strukture duga, najvećim dijelom kao odraz negativnog i nestabilnog makroekonomskog okruženja, nerazvijenosti tržišta, nedovoljne potražnje za određenim tipom instrumenta duga i slično.

Da bi strategija bila dosljedna i predstavljala cjelinu, potrebno je definirati smjernice koje se međusobno nadopunjuju i pridonose ispunjavanju ciljeva upravljanja javnim dugom.

Osnovni ciljevi Strategije upravljanja javnim dugom u sljedećem trogodišnjem razdoblju su:

- doprinos stabilizaciji udjela javnog duga u BDP-u;
- produljenje prosječne ročnosti dospjeća i smanjenje udjela kratkoročnog duga u ukupnom iznosu duga;
- uvođenje mehanizama zaštite od valutnog rizika;
- razvoj krivulje prinosa na domaćem i vanjskim tržištima;
- kontinuirani razvoj i unapređenje domaćeg tržišta vrijednosnih papira.

4.1. Doprinos stabilizaciji udjela javnog duga u BDP-u

Negativni utjecaji svjetske gospodarske i financijske krize odrazili su se snažnim intenzitetom na hrvatsko gospodarstvo, uzrokujući znatan rast nominalnog javnog duga i njegovog udjela u BDP-u, kao posljedice rasta fiskalnog deficita i pada BDP-a.

Projekcije kretanja ukupnog manjka proračuna opće države i dospjeća obveza u narednom trogodišnjem razdoblju rezultirat će višim razinama potreba za financiranjem u odnosu na povijesni prosjek, što će se odraziti povećanjem udjela javnog duga u BDP-u.

Makroekonomske pretpostavke na kojima počivaju projekcije kretanja duga u ovoj Strategiji jednake su pretpostavkama korištenim u izradi proračuna za 2011. godinu i projekcija do 2013. godine. U navedenom razdoblju, očekuje se oporavak gospodarske aktivnosti uz realni rast BDP- od 1,5% u 2011., 2,0% u 2012. te 2,5% u 2013. godini. Projekcija inflacije mjerene indeksom potrošačkih cijena iznosi 2,1% za 2011. godinu uz lagano ubrzanje na 2,5% u 2012. i 2013. godini. U okviru proračuna za 2011. godinu te projekcija do 2013. godine, planske i projicirane fiskalne veličine temelje se na prethodno navedenim makroekonomskim projekcijama, realiziranim kretanjima do trenutka izrade proračuna, procijenjenim učincima pristupanja i punopravnog članstva Republike Hrvatske Europskoj uniji, odrednicama Zakona o fiskalnoj odgovornosti te ostalim relevantnim čimbenicima s utjecajem na pojedine fiskalne veličine u trogodišnjem razdoblju.

Potrebe za financiranjem ukupnog manjka proračuna i obveza koje u tom razdoblju dospijevaju usmjerit će se kako na domaće, tako i na inozemno financijsko tržište.

Glavnina dospjeća obveza u razdoblju 2011. - 2013. godine odnosi se na dospjeća triju obveznica od kojih su dvije domaće, u iznosu od 500 milijuna eura i u iznosu od 4,0 milijarde kuna te jedne inozemne obveznice u iznosu od 750 milijuna eura.

Tablica 7. Financiranje ukupnog manjka općeg proračuna u razdoblju 2011. - 2013. godine

mil. HRK	Plan 2011.	Projekcija 2012.	Projekcija 2013.
Ukupni manjak/višak	-17.213,2	-12.084,8	-7.870,6
Financiranje	17.213,2	12.084,8	7.870,6
Domaće	6.947,0	3.947,7	-154,5
a. Zajmovi	1.861,8	-1.689,9	-6.211,4
zaduživanje	3.009,0	3.065,7	2.890,3
otplate	1.147,2	4.755,7	9.101,7
b. Vrijednosni papiri	5.085,2	5.637,6	6.056,9
zaduživanje	7.644,3	9.444,3	10.076,2
otplate	2.559,0	3.806,6	4.019,3
Inozemno	9.245,2	10.129,7	10.017,9
a. Zajmovi	1.500,2	-470,3	-582,1
zaduživanje	3.104,7	910,1	649,0
otplate	1.604,5	1.380,4	1.231,1
b. Vrijednosni papiri	7.745,0	10.600,0	10.600,0
zaduživanje	13.250,0	10.600,0	10.600,0
otplate	5.505,0	0,0	0,0
Izdaci za dane zajmove	1.454,3	1.486,8	1.451,1
Povrati danih zajmova	1.271,0	469,5	472,1
Izdaci za dionice i udjele	586,7	593,2	597,4
Primici od prodaje dionica i udjela	462,2	204,9	242,2
Izdaci za vrijednosne papire	0,0	0,0	0,0
Promjena novca i depozita	-1.328,9	587,0	658,4

Prethodno navedena projekcija financiranja u trogodišnjem razdoblju rezultirala bi povećanjem udjela javnog duga u BDP-u sa 41,6% u 2010. godini na 46,7% u 2013. godini. Uz navedenu projekciju financiranja važno je istaknuti da se tijekom 2011. godine može očekivati povećanje javnog duga i temeljem preuzimanja dijela garantiranih obveza prema planovima restrukturiranja brodogradilišta. Prihvatanjem planova restrukturiranja brodogradilišta te njihovom privatizacijom može se očekivati da će dio spomenutih potencijalnih obveza prijeći u izravan dug države, uz nove uvjete i višegodišnju ročnost

povrata. Dinamika ovog procesa ovisi o dinamici restrukturiranja i privatizaciji brodogradilišta. U promatranom razdoblju očekuje se i da će se dio fiskalnog deficita financirati nedužničkim instrumentima. Sukladno predmetnim projekcijama očekuje se da javni dug 2013. godine dosegne razinu od 50,0% BDP-a.

Tablica 8. Projekcija kretanja i struktura javnog duga u razdoblju 2010. - 2013. godine

% BDP-a	Projekcija 2010.	Projekcija 2011.	Projekcija 2012.	Projekcija 2013.
Ukupni manjak/višak	-4,7	-5,1	-3,4	-2,1
Javni dug	41,6	48,2	49,9	50,0
Inozemni	14,3	17,8	19,8	21,3
Domaći	27,3	30,4	30,1	28,7

Izvor: Ministarstvo financija

Slijedom predmetnih projekcija u 2011. godini očekuje se nastavak trenda povećanja udjela javnog duga u BDP-u, započet 2009. godine pod utjecajem globalne gospodarske krize. Provođenje fiskalne konsolidacije u narednim godinama rezultirat će ublažavanjem trenda rasta udjela javnog duga u BDP-u 2012. godini, s projiciranom stabilizacijom u 2013. godini. Daljnja fiskalna konsolidacija osnažena efektuiranjem načela i mehanizama utvrđenih Zakonom o fiskalnoj odgovornosti osigurat će kontinuiran trend snižavanja udjela javnog duga u BDP-u, početak kojeg očekujemo 2014. godine.

Odjeljak 1.

U odnosu na trend i intenzitet porasta udjela javnog duga u BDP-u možemo primijetiti da je taj pokazatelj dinamikom i opsegom slijedio istovjetni trend u većini država Europske unije.

Javni dug (% BDP)	2008.	2009.	2010.	2011.	2012.
Belgija	89,6	96,2	98,6	100,5	102,1
Bugarska	13,7	14,7	18,2	20,2	20,8
Češka	30,0	35,3	40,0	43,1	45,2
Danska	34,1	41,5	44,9	47,5	49,2
Njemačka	66,3	73,4	75,7	75,9	75,2
Estonija	4,6	7,2	8,0	9,5	11,7
Irska	44,3	65,5	97,4	107,0	114,3
Grčka	110,3	126,8	140,2	150,2	156,0
Španjolska	39,8	53,2	64,4	69,7	73,0
Francuska	67,5	78,1	83,0	86,8	89,8
Italija	106,3	116,0	118,9	120,2	119,9
Cipar	48,3	58,0	62,2	65,2	68,4
Latvija	19,7	36,7	45,7	51,9	56,6
Litva	15,6	29,5	37,4	42,8	48,3
Luksemburg	13,6	14,5	18,2	19,6	20,9
Mađarska	72,3	78,4	78,5	80,1	81,6
Malta	63,1	68,6	70,4	70,8	70,9
Nizozemska	58,2	60,8	64,8	66,6	67,3
Austrija	62,5	67,5	70,4	72,0	73,3
Poljska	47,1	50,9	55,5	57,2	59,6
Portugal	65,3	76,1	82,8	88,8	92,4
Rumunjska	13,4	23,9	30,4	33,4	34,1
Slovenija	22,5	35,4	40,7	44,8	47,6
Slovačka	27,8	35,4	42,1	45,1	47,4
Finska	34,1	43,8	49,0	51,1	53,0
Švedska	38,2	41,9	39,9	38,9	37,5
Velika Britanija	52,1	68,2	77,8	83,5	86,6
EU 27	61,8	74,0	79,1	81,8	83,3
Hrvatska	28,9	35,3	40,9	45,9	49,9

Izvor: Projekcije Europske komisije (jesen, 2010.)

Rizici ostvarenja projekcija

Makroekonomske projekcije podložne su širokom spektru rizika čije materijaliziranje bi se odrazilo i na projekcije duga. Prva skupina rizika obuhvaća unutarnje rizike koji se odnose na utjecaj potrošačkog pesimizma na sporiji oporavak agregatne potražnje, rast neravnoteža na tržištu rada te intenzitet provođenja strukturnih reformi. U drugoj skupini se nalaze rizici nepovoljnih kretanja u vanjskom okruženju, a obuhvaćaju slabiju gospodarsku aktivnost te probleme na međunarodnim tržištima kapitala. Njihov utjecaj osjetio bi se kroz pad inozemne potražnje te povećan trošak inozemnog financiranja i dostupnost kapitala. Realizacija navedenih rizika zasigurno bi se odrazila na varijable poput gospodarskog rasta, fiskalnog deficita te deviznog tečaja, koje su izravno korištene u projekcijama duga.

U uvjetima jednakosti projiciranih i stvarnih makroekonomskih kretanja u srednjoročnom razdoblju rizik drugačijeg kretanja duga nalazi se u odrednicama koje karakteriziraju zacrtani smjer fiskalne politike u navedenom razdoblju. Širenje deficita, bilo kao posljedica promjena u odrednicama prihodne strane ili kao posljedica promjena u zacrtanim kretanjima rashodne strane koja je među ostalim određena i fiskalnim pravilima u okviru Zakona o fiskalnoj odgovornosti, za rezultat bi imalo drugačiji smjer kretanja duga od projekcija sadržanih u ovoj Strategiji.

4.2. Produljenje prosječne ročnosti dospijea i smanjenje udjela kratkoročnog duga

Udio kratkoročnog duga potkraj rujna 2010. godine čini 16,1% ukupnog državnog duga. Premda udio kratkoročnog duga od početka 2010. godine bilježi silazni trend, predviđa se njegovo daljnje smanjenje. Važan pokazatelj u ročnoj strukturi duga predstavlja i prosječna ročnost dospijea koje iznosi 4,6 godina te pokazuje zadovoljavajuće prosječno vrijeme do dospijea duga. Pri tome prosječna ročnost duga koja se odnosi na domaći dug iznosi 3,9 godina, dok prosječna ročnost inozemnog duga iznosi 5,9 godina. U svrhu smanjenja rizika refinanciranja u sljedećem trogodišnjem razdoblju planira se smanjiti relativni udio kratkoročnog duga na 12-14% te produženje prosječne ročnosti dospijea.

Kako bi se smanjio udio kratkoročnog duga i povećala prosječna ročnost dospijea, zaduživanje će se u nadolazećem srednjoročnom razdoblju usmjeriti na instrumente s duljim rokom dospijea, prvenstveno na obveznice s rokom od 5, 7 i 10 godina. Dospijea novih zaduživanja nastojat će se prilagoditi kako bi se ujednačila dinamika dospijea obveza i ravnomjerno rasporedio teret refinanciranja.

4.3. Uvođenje mehanizama zaštite od valutnog rizika

Valutni rizik je generiran kod instrumenata u portfelju duga države denominiranih u stranoj valuti, što za posljedicu ima moguće promjene u nominalnoj vrijednosti duga i financijskim sredstvima potrebnim za servisiranje duga.

U razdoblju 2005. - 2009. godine financiranje je u najvećem dijelu bilo usmjereno na domaće izvore s ciljem smanjenja udjela inozemne komponente duga. No, uzimajući u obzir izmijenjene uvjete na financijskim tržištima pa tako i one na domaćem tržištu, kao i dospijeca inozemnih obveza, znatan dio potreba za financiranjem u 2009. i 2010. godini realiziran je izdavanjem obveznica na inozemnom tržištu.

Povezane valutne rizike nije moguće u potpunosti otkloniti, već samo djelomično ublažiti sustavnim promicanjem i razvojem kunske krivulje prinosa te u dužem roku neutralizirati pridruživanjem Europskoj uniji.

Znatno povećanje ukupnih potreba financiranja, te visoka volatilnost Eurozone uzrokovana dužničkom krizom pojedinih članica, uvjetovali su nužnost širenja baze investitora, prvenstveno izdajima obveznica denominiranih u američkim dolarima. Strategijom upravljanja javnim dugom u idućem trogodišnjem razdoblju predviđa se otklanjanje predmetnog valutnog rizika putem uvođenja instrumenata zaštite („valutni swap“), odnosno zamjenom znatnog dijela dolarski denominiranih obveza u euro obveze.

4.4. Razvoj krivulje prinosa na domaćim i vanjskim tržištima

U idućem srednjoročnom razdoblju Ministarstvo financija svoje će aktivnosti usmjeriti na izgradnju referentnih krivulja prinosa na domaćem i inozemnim tržištima, što će pridonijeti optimalizaciji troškova kamata te unaprijediti određivanje cijena ostalih instrumenata na tržištu.

Tako će se buduća izdanja obveznica ročnosti 5, 7 i 10 godina plasirati na način da se dopune referentne ročnosti potrebne za izgradnju upotpunjene krivulje dospijeca.

4.5. Kontinuirani razvoj i unapređenje domaćeg tržišta vrijednosnih papira

Dodatni cilj upravljanja javnim dugom je razvoj domaćeg tržišta državnih vrijednosnih papira, budući da razvijeno domaće tržište predstavlja preduvjet za učinkovito upravljanje dugom i alternativu financiranju na inozemnim financijskim tržištima. To je posebno važno u doba globalne financijske nestabilnosti, kada je inozemno financiranje otežano.

U tom smislu, politike i operacije upravljanja javnim dugom prilagodit će se razvoju efikasnog tržišta državnih vrijednosnih papira.

Operacije upravljanja dugom moraju biti transparentne i predvidljive. U tom smislu Ministarstvo financija usmjereno je na pravovremeno informiranje investitora vezano za svoje aktivnosti izdavanja.⁴ Pritom se koriste tržišni mehanizmi, što za domaća izdanja obično uključuje aukcije trezorskih zapisa te sindiciranje putem grupe banaka aranžera u plasmanu državnih obveznica. Pravila i procedure izdanja državnih vrijednosnih papira trebaju biti jasno definirana i poznata sudionicima na tržištu, stoga je potrebno održavati stalni dijalog sa sudionicima tržišta i pratiti tržišna kretanja.

Nastojanja Ministarstva financija za održavanjem likvidnog domaćeg tržišta vrijednosnica kroz provedbu sigurne i predvidljive politike izdanja i dalje će doprinosti afirmiranju uloge državnih vrijednosnica kao jednog od glavnih instrumenata za financiranje potreba zaduživanja države. Takvi postupci će doprinijeti stabilizaciji tržišta kapitala u cjelini i postizanju učinkovitosti te transparentnosti troškova zaduživanja.

⁴ Kalendar izdavanja trezorskih zapisa s datumima održavanja aukcija i indikativnim iznosima izdanja nalazi se u Dodatku 3.

Dodatak 1. Projekcija otplate unutarnjeg duga

mil. HRK	30.9.2010.	2011.	2012.	2013.	2014.	2015.	2016.	2017.	2018.	2019.	2020.
Glavnica	0	2.521	6.537	11.329	9.298	8.052	0	5.500	0	3.646	12.293
Velike obveznice I	0	2.210	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Velike obveznice II (RB,SB)	0	85	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Velike obveznice III (PBZ)	0	77	41	0	0	0	0	0	0	0	0
Sanacija banaka-Serija II (PBZdm)	0	29	15	0	0	0	0	0	0	0	0
Sanacija banaka-Serija III (PBZk)	0	80	42	0	0	0	0	0	0	0	0
Sanacija banaka-Serija IV (PBZk5)	0	40	21	0	0	0	0	0	0	0	0
Obveznice – Serija 03 D-12	0	0	3.646	0	0	0	0	0	0	0	0
Obveznice – Serija 05 D-14	0	0	0	0	4.740	0	0	0	0	0	0
Obveznice – Serija 07 D-19	0	0	0	0	0	0	0	0	0	3.646	0
Obveznice – Serija 09 D-15	0	0	0	0	0	2.552	0	0	0	0	0
Obveznice – Serija 10 D-15 (HRK)	0	0	0	0	0	5.500	0	0	0	0	0
Obveznice – Serija 11 D-13 (HRK)	0	0	0	4.000	0	0	0	0	0	0	0
Obveznice – Serija 12 D-17 (HRK)	0	0	0	0	0	0	0	5.500	0	0	0
Obveznice – Serija 13 D-20 (HRK)	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	5.000
Obveznice – Serija 14 D-20	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	7.293
Sindicirani devizni kredit I	0	0	0	1.823	1.823	0	0	0	0	0	0
Sindicirani devizni kredit II	0	0	2.771	2.771	0	0	0	0	0	0	0
Sindicirani devizni kredit III	0	0	0	2.735	2.735	0	0	0	0	0	0
Kamata	439	3.324	3.045	2.718	2.037	1.666	1.269	1.138	1.008	1.008	406
Velike obveznice I	0	111	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Velike obveznice II (RB,SB)	0	5	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Velike obveznice III (PBZ)	0	7	1	0	0	0	0	0	0	0	0
Sanacija banaka-Serija II (PBZdm)	0	2	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Sanacija banaka-Serija III (PBZk)	0	7	2	0	0	0	0	0	0	0	0
Sanacija banaka-Serija IV (PBZk5)	0	3	1	0	0	0	0	0	0	0	0
Obveznice – Serija 03 D-12	125	251	125	0	0	0	0	0	0	0	0
Obveznice – Serija 05 D-14	0	261	261	261	130	0	0	0	0	0	0
Obveznice – Serija 07 D-19	98	196	196	196	196	196	196	196	196	196	0
Obveznice – Serija 09 D-15	0	108	108	108	108	108	0	0	0	0	0
Obveznice – Serija 10 D-15 (HRK)	144	289	289	289	289	289	0	0	0	0	0
Obveznice – Serija 11 D-13 (HRK)	0	180	180	180	0	0	0	0	0	0	0
Obveznice – Serija 12 D-17 (HRK)	0	261	261	261	261	261	261	131	0	0	0
Obveznice – Serija 13 D-20 (HRK)	0	338	338	338	338	338	338	338	338	338	169
Obveznice – Serija 14 D-20	0	474	474	474	474	474	474	474	474	474	237
Sindicirani devizni kredit I	0	213	228	177	59	0	0	0	0	0	0
Sindicirani devizni kredit II	71	304	245	85	0	0	0	0	0	0	0
Sindicirani devizni kredit III	0	315	336	349	182	0	0	0	0	0	0
Ukupno	439	5.844	9.582	14.047	11.335	9.718	1.269	6.638	1.008	4.654	12.699

Dodatak 2. Projekcija otplata međunarodnih obveznica Republike Hrvatske

		Iznos	Od	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
		glavnice	30.9.2010.										
		(EUR*)	(EUR*)	(EUR*)	(EUR*)	(EUR*)	(EUR*)	(EUR*)	(EUR*)	(EUR*)	(EUR*)	(EUR*)	(EUR*)
EUR 750.000.000	Glavnica	750.000.000	0	750.000.000									
6.75 % Dospijeće: 2011	Kamata			50.625.000									
EUR 500.000.000	Glavnica	500.000.000	0	0	0	0	500.000.000						
5.0 % Dospijeće: 2014	Kamata			25.000.000	25.000.000	25.000.000	25.000.000						
EUR 750.000.000	Glavnica	750.000.000	0	0	0	0	0	750.000.000					
6.5 % Dospijeće: 2015	Kamata		0	48.750.000	48.750.000	48.750.000	48.750.000	48.750.000					
USD 1.500.000.000	Glavnica	1.102.779.091	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1.102.779.091	
6.75 % Dospijeće: 2019	Kamata		37.218.794	74.437.589	74.437.589	74.437.589	74.437.589	74.437.589	74.437.589	74.437.589	74.437.589	74.437.589	
USD 1.250.000.000	Glavnica	918.982.576	0	0	0	0	0	0	0	0	0		918.982.576
6.625 % Dospijeće: 2020	Kamata			60.882.596	60.882.596	60.882.596	60.882.596	60.882.596	60.882.596	60.882.596	60.882.596	60.882.596	60.882.596
Otplata glavnice (EUR)			0	750.000.000	0	0	500.000.000	750.000.000	0	0	0	1.102.779.091	918.982.576
Otplata kamate (EUR)			37.218.794	259.695.184	209.070.184	209.070.184	209.070.184	184.070.184	135.320.184	135.320.184	135.320.184	135.320.184	60.882.596
Ukupna otplata (glav. + kam.) (EUR)			37.218.794	1.009.695.184	209.070.184	209.070.184	709.070.184	934.070.184	135.320.184	135.320.184	135.320.184	1.238.099.276	979.865.172
Stanje ukupne glavnice na kraju godine (EUR)			4.021.761.668	3.271.761.668	3.271.761.668	3.271.761.668	2.771.761.668	2.021.761.668	2.021.761.668	2.021.761.668	2.021.761.668	918.982.576	0

* Srednji tečaj HNB 30 rujna 2010.

Izvor: Ministarstvo financija

Dodatak 3. Kalendar izdavanja trezorskih zapisa u 2011. godini

Redni broj	Datum aukcije	Indikativni iznos (mil.HRK)
1	11. siječnja*	471
2	25. siječnja*	417
3	1. veljače*	860
4	8. veljače*	651
5	15. veljače	550
6	1. ožujka	650
7	8. ožujka	600
8	15. ožujka	700
9	22. ožujka	500
10	29. ožujka	400
11	5. travnja	350
12	12. travnja	250
13	3. svibnja	1.100
14	31. svibnja	1.200
15	7. lipnja	850
16	14. lipnja	750
17	28. lipnja	400
18	5. srpnja	350
19	26. srpnja	400
20	2. kolovoza	500
21	23. kolovoza	300
22	30. kolovoza	550
23	6. rujna	1.100
24	13. rujna	900
25	20. rujna	700
26	4. listopada	650
27	18. listopada	500
28	2. studenoga	350
29	8. studenoga	400
30	29. studenoga	700
31	6. prosinca	1.100
32	13. prosinca	1.500
33	27. prosinca	500

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