

## MIŠLJENJE O KREDITNOJ SPOSOBNOSTI

2. svibnja 2019.

 Rate this Research

### OCJENE

#### Grad Zagreb

Država	Hrvatska
Dugoročna ocjena	Ba2
Vrsta	Izdavateljeva ocjena kreditne sposobnosti za dugoročno zaduživanje
Izgledi	Positivni

Za više informacija vidjeti dio s ocjenama kreditne sposobnosti na kraju ovog izvješća.

Prikazane ocjene i izgledi odražavaju podatke sa stanjem na dan objave.

### Kontakti

Gjorgji Josifov +420.2.2410.6431  
AVP-Analitičar  
gjorgji.josifov@moodys.com

Massimo Visconti +39.02.9148.1124  
Potpredsjednik, viši službenik za procjenu kreditne sposobnosti/voditelj  
massimo.visconti@moodys.com

### USLUGE KLJENTIMA

Amerike	1-212-553-1653
Jugoistočna Azija	852-3551-3077
Japan	81-3-5408-4100
EMEA	44-20-7772-5454

## Grad Zagreb (Hrvatska)

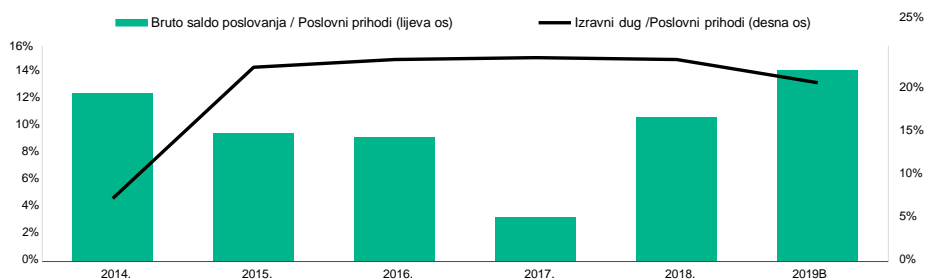
Ažurirano mišljenje slijedom promjene izgleda u pozitivne

### Sažetak

Kreditni profil [Grada Zagreba \(Ba2 pozitivno\)](#) odražava njegovo dosljedno i razborito upravljanje proračunom, niske razine izravne zaduženosti, strateški značaj najrazvijenijeg i najbrojnijeg grada u zemlji, kao i umjerenu vjerojatnost da će [Vlada Republike Hrvatske \(Ba2 pozitivno\)](#) pružiti podršku Gradu ako se nađe u akutnoj krizi likvidnosti. Ocjena također uzima u obzir razborita kapitalna ulaganja, čime se ograničava akumulacija duga.

Nasuprot tome, ocjena obuhvaća i mogući pritisak koji dolazi od pružatelja komunalnih usluga [ZAGREBAČKOG HOLDINGA D.O.O. \(Ba2 pozitivno\)](#), koji nastavlja služiti kao produžena ruka Grada. Ograničena kontrola prihoda i predvidljivosti unutar institucionalnoga okvira podložnog čestim promjenama drugi je ograničavajući faktor ove ocjene kreditne sposobnosti.

Tablica 1.  
**Poboljšano poslovno ostvarenje i nastavak niske razine izravnog duga**



B - proračun  
Izvor: Moody's Investors Service za Grad Zagreb

### Bonitetne odlike

- » Poboljšana i zadovoljavajuća poslovna marža
- » Razborita kapitalna ulaganja s niskim potencijalom slabljenja financijske snage Grada
- » Nastavak niske razine izravnog duga regulirane ograničenjima na zaduživanje na nacionalnoj razini
- » Ključna uloga gospodarskog središta i glavnog grada Hrvatske

## Bonitetni izazovi

- » Stalan pritisak koji dolazi od trgovačkog društva u stopostotnom vlasništvu Grada i od javnog gradskog prijevoza
- » Poboljšana, no i dalje niska likvidnost
- » Ograničena kontrola prihoda u postojećem institucionalnom okviru

## Izgledi za ocjenu

Positivni izgledi odražavaju naše očekivanje da će Zagreb biti u stanju održati svoje komparativno dobre nacionalne razine rasta, što će rezultirati rastom prihoda od zajedničkih poreza. Pozitivne izgleda Grada podržava i dokazano razborito upravljanje proračunom.

## Čimbenici koji bi mogli dovesti do podizanja ocjene

- » Do podizanja ocjene Zagreba moglo bi doći slijedom podizanja ocjene države te dobrog financijskog ostvarenja Grada i niske razine izravnog duga.

## Čimbenici koji bi mogli dovesti do spuštanja ocjene

- » Iako je malo vjerojatno, s obzirom na nedavnu promjenu izgleda iz stabilnih u pozitivne, pogoršanje kreditne snage države moglo bi dovesti do spuštanja ocjene kreditne sposobnosti Zagreba s obzirom na usku financijsku, institucionalnu i operativnu povezanost dviju razina vlasti.
- » Daljnje pogoršanje poslovnih ostvarenja Grada i bitno povećanje potreba za zaduživanjem i podmirivanjem dugova također bi mogli dovesti do spuštanja ocjene.

## Ključni pokazatelji

Tablica 2.

### Grad Zagreb

Grad Zagreb

	2014.	2015.	2016.	2017.	2018.
Neto izravni i neizravni dug/prihodi poslovanja (%)	109,2	112,5	109,6	104,4	89,1
Ukupni izravni dug/prihodi poslovanja (%)	22,5	23,4	23,6	23,4	24,2
Višak (potreba) gotovinskog financiranja/ ukupni prihodi (%)	-14,8	1,8	-3,9	-5,8	-4,1
Bruto saldo poslovanja/ prihodi poslovanja (%)	12,5	9,5	9,2	3,3	10,7
Obveze otplate duga/ukupni prihodi (%)	4,6	5,2	5,1	6,8	5,3
Koeficijent samofinanciranja	0,5	1,2	0,7	0,5	0,7
Transferi s više razine vlasti/ prihodi poslovanja (%)	1,7	2,4	1,6	5,6	2,5

Izvori: Moody's Investors Service za Grad Zagreb

## Potanko obrazloženje ocjene

Dana 30. travnja 2019. promijenili smo izgleda kreditne sposobnosti Grada Zagreba iz stabilnih u pozitivne. Istovremeno smo potvrdili njegovu ocjenu Ba2 na globalnoj ljestvici. Aktivnost vezana za ocjenu kreditne sposobnosti odražava: 1) poboljšanje radnog okruženja tijela lokalne samouprave kao što je to utvrđeno na temelju aktivnosti vezanih za procjenu državnih obveznica i 2) dobro upravljanje gradskim proračunom i primjerene financijske osnove.

Ova publikacija ne najavljuje aktivnosti usmjerene na određivanje ocjene kreditne sposobnosti. Za sve ocjene kreditne sposobnosti navedene u ovoj publikaciji, pogledajte karticu s ocjenama kreditne sposobnosti na stranici izdavatelja/subjektawww.moody.com gdje se mogu pronaći najnoviji podaci o aktivnostima usmjerenima na određivanje ocjene kreditne sposobnosti i povijesni pregled ocjene kreditne sposobnosti.

Kreditni profil Grada Zagreba, kao što je navedeno u njegovoj pozitivnoj ocjeni kreditne sposobnosti Ba2, odnosi se na 1) njegovu prolaznu bonitetnu ocjenu (PBO) ba2 i 2) umjerene izgleda za izvanrednu potporu države u slučaju da se nađe pod akutnim stresom likvidnosti.

### **Prolazna bonitetna ocjena**

#### **Poboljšana i zadovoljavajuća razina operativnih marža**

pozitivni gospodarski trendovi i samoinicijativne mjere konsolidacije proračuna, koje su započele u 2017. kao odgovor na negativan učinak porezne reforme, doveli su do poboljšanja poslovnih ostvarenja Grada u 2018. s bruto saldom poslovanja (BSP) od 11 % prihoda poslovanja u odnosu na 3 % u prethodnoj godini.

Očekujemo nastavak poboljšanja BSP-a u 2019. i 2020. kao rezultat kombinacije povoljnih gospodarskih uvjeta (u 2019. godini predviđamo stvarni rast BDP-a od 2,4 %) te učinkovitije porezne politike koje će u proračun Grada donijeti više prihoda od poreza na dohodak. Navedeno će povećati porezne prihode Grada i doprinijeti zdravom bruto saldu poslovanja, jačajući sposobnost Grada da se sâm financira i ograničavajući rast duga.

Poboljšanja u upravljanju porezima i određen broj poreznih inicijativa uvedenih u 2017. godini dodatno su unaprijedili prihode Zagreba (udvostručujući prihode od poreza na imovinu) te povisili prihodovne osnovice i učinili ih potencijalno manje volatilnima. Ovaj se pozitivan trend predviđa u proračunu za 2019. i u projekciji proračuna za 2020. godinu. S obzirom na rigidnost rashoda poslovanja Grada Zagreba, te su mjere u prvom redu bile usmjerene na ograničavanje rasta materijalnih rashoda, te prijenosa (transfera) i donacija. Slijedom nadzora nad troškovima, rast rashoda poslovanja od 4 % u 2018. bio je značajno niži od rasta prihoda poslovanja od 12 %.

Troškovi osoblja, roba i usluga, koji su u posljednjih nekoliko godina u prosjeku predstavljali visokih 40 % rashoda poslovanja, zajedno s potporama i donacijama (dodatnih 20 % rashoda poslovanja) ograničavaju rashodovnu fleksibilnost Grada. Još jedan čimbenik koji doprinosi rastu obveznih troškova je doprinos Zagreba hrvatskom fondu za izravnjanja. Taj prijenos iz proračuna Grada odražava bogatstvo lokalnog gospodarstva koje je korisno za Grad. U 2018. godini prijenos je trebao iznositi oko 700 milijuna kuna (gotovo 11 % rashoda poslovanja).

Međutim, kombinirani učinak rastućeg trenda poreznih prihoda, za koje se predviđa rast od 8 do 9 % u 2019. godini, zajedno s odlučnošću Grada da zadrži nadzor nad rashodima poslovanja, vjerojatno će dovesti do umjerenog porasta BSP-a na 12 do 13 % poslovnih prihoda u 2019. i na oko 15 % u 2020. godini ako se uzme u obzir dokazana sposobnost i želja Grada da svoj proračun prilagodi gospodarskim uvjetima i dinamici prihoda.

#### **Razborita kapitalna ulaganja s niskim potencijalom da oslabe financijsku snagu Grada**

Bez obzira na to što infrastrukturne potrebe Zagreba ostaju visoke, Grad je obično bio u stanju držati svoje kapitalne izdatke u skladu s dostupnim sredstvima, što se odražavalo u dobrom, iako volatilnom, financijskom ostvarenju. Povećani porezni prihodi pomoći će Zagrebu da dosegne svoj dugoročni plan i iskoristi mogućnosti za financiranje infrastrukture tijekom postojećeg programskog razdoblja Europske unije bez izlaganja proračuna dodatnom pritisku.

Kapitalna ulaganja Grada Zagreba pala su slijedom postepenog pada njegove poslovne marže pri čemu je ulaganje u infrastrukturu u prosjeku iznosilo 11 % ukupnih izdataka u razdoblju između 2015. i 2017. godine. Međutim, proračun za 2019. i plan za 2020. godinu ukazuju na to da će Grad vjerojatno povećati svoja ulaganja u infrastrukturu pri čemu će kapitalni izdaci iznositi 1,4 milijarde kuna godišnje ili 18 % projiciranih ukupnih izdataka. Plan kapitalnih ulaganja usmjeren je na infrastrukturu, to jest javni prijevoz, održavanje cesta, objekte socijalne skrbi, kongresni centar i dobro postrojenje za zbrinjavanje otpada.

Za oko 35 % kapitalnih ulaganja Zagreba očekuje se financiranje iz strukturnih i investicijskih fondova EU-a, daljnjih 40 % doći će iz salda poslovanja samoga Grada, dok će se preostalih 25 % pokriti iz novčanih rezerva i novih zaduživanja.

U 2018. godini Grad je imao nizak financijski manjak od 4 % od ukupnih prihoda u odnosu na 6 % u 2017. godini. Bez obzira na to što bi procijenjeni rast kapitalnih izdataka mogao pogoršati financijsko ostvarenje Grada, očekujemo da će ono na općoj razini ostati uravnoteženo tijekom cijele 2019. te da će u 2020. postati pozitivno s obzirom na projicirano poboljšanje poslovne marže i učinkovitije korištenje dostupnih fondova EU-a.

**Niska razina izravnog duga regulirana ograničenjima na zaduživanje na nacionalnoj razini**

Izravni dug Grada bio je stabilan na 1,7 milijardi kuna, što predstavlja umjerenih 24 % poslovnih prihoda u 2018. godini. Bespovratnim sredstvima Europske unije i središnje vlasti ublažit će se potreba Zagreba za financiranjem i ograničiti nova zaduživanja za infrastrukturna ulaganja u razdoblju od 2019. do 2020. godine. Dodatno, zaduživanje jedinica lokalne samouprave u Hrvatskoj ograničavaju ograničenja na zaduživanje postavljena na nacionalnoj razini. Očekujemo da će zbog toga razina izravnog duga Grada ostati niska, odnosno na 22 % od procijenjenih prihoda poslovanja u 2020. godini.

Stoga će Grad biti podnošljivo opterećen troškovima vezanim za podmirivanje duga koji će do 2020. godine pasti na oko 5 % procijenjenih ukupnih prihoda u odnosu na 5,3 % na kraju 2018. i na najvišu razinu od 6,9 % u 2017. godini.

Trenutačni izravni dug Grada obuhvaća šest amortizirajućih dugoročnih bankovnih kredita i tri robna kredita.

**Ključna uloga gospodarskog središta i glavnog grada Hrvatske**

Zagreb je glavni grad Hrvatske i najveći grad u zemlji koji broji 802 000 stanovnika (posljednji dostupni podaci iz 2016. godine), što predstavlja 19 % stanovništva države. Kao glavni grad Zagreb značajno doprinosi gospodarstvu zemlje, čineći jednu trećinu nacionalnog BDP-a. S obzirom na to BDP Zagreba po stanovniku iznosi 176 % državnog prosjeka (posljednji dostupni podaci iz 2016. godine), Zagreb je najbogatiji hrvatski grad. U gradu svoje sjedište ima gotovo 33 % hrvatskih poduzeća koja zapošljavaju 27 % ukupne radne snage (prema posljednjim dostupnim podacima iz siječnja 2018.).

Zagreb ima raznoliku industrijsku bazu, koja obuhvaća prehrambenu industriju, strojogradnju, petrokemijsku i kemijsku industriju te laku industriju. U Zagrebu je sjedište središnje vlade, glavnih visokoškolskih ustanova u zemlji, a u njemu sjedište imaju i najveća hrvatska poduzeća.

**Stalan pritisak od trgovačkog društva u stopostotnom vlasništvu Grada i od javnog gradskog prijevoza**

Izdaci Zagreba također se odnose na povezana trgovačka društva i prijenose poduzeću ZAGREBAČKI HOLDING koje je u stopostotnom vlasništvu Grada, što zajedno s kapitalnim izdacima za otplatu dugovanja iznosi oko jedne četvrtine njegova proračuna. Navedeno trgovačko društvo u vlasništvu pruža sve osnovne javne usluge za potrebe Grada. Glavne djelatnosti koje obavlja društvo u vlasništvu od iznimnog su značaja za Grad i zahtijevaju njegovu stalnu podršku, bilo u smislu potpora ili kroz regulatorni okvir.

Osobit i stalan pritisak na proračun Grada dolazi od javnog prijevoza. Iako su potpore za javni prijevoz pale u razdoblju od 2013. do 2016. godine, počele su rasti slijedom ispravaka u načinu na koji se financira navedeni sektor. Od 2017. godine razina potpora temeljila se na novom dugoročnom ugovoru koji zahtijeva potpunu naknadu za obveze koje dolaze od javnog prijevoza kao i dobru razinu profitabilnosti (uključujući deprecijaciju), u skladu s pravilima EU-a.

Neizravna izloženost dugu koja dolazi od ZAGREBAČKOG HOLDINGA, u vlasništvu Grada, i prijevoznog poduzeća ZET-a ostaje relativno visoka pri čemu neto izravni i neizravni dug (NIND) iznosi 89 % poslovnih prihoda na kraju 2018. godine (što je pad u odnosu na 104 % u 2017. godini). Međutim, nova porezna regulativa i povećani nadzor nad ZAGREBAČKIM HOLDINGOM govore u prilog sposobnosti Zagreba da obuzda izvanbilančne financijske rizike i ograniči daljnje zahtjeve za zaduživanjem. Posljednje projekcije sugeriraju da će NIND nastaviti postupno padati do 82 % poslovnih prihoda u 2019. godini.

**Poboljšana, iako i dalje niska likvidnost**

Bez obzira na sveukupno dobro financijsko ostvarenje, Grad Zagreb povijesno drži ograničenu razinu novčanih rezervi. Stavka likvidnosti poboljšala se u 2018. kada je dosegla prosjek od 149 milijuna kuna tijekom godine u odnosu na 92 milijuna kuna u 2017. godini.

Ipak, redovni i predvidljivi priljevi i odljevi Grada tijekom godine i njegova sposobnost ostvarivanja prihoda osiguravaju dovoljno sredstava za pokrivanjem duga od oko 285 milijuna kuna koji dospijeva u 2019. godini.

Zagreb ne raspolaže interventnim kreditnim linijama i nikada nije trebao kratkoročne zajmove.

**Ograničena kontrola prihoda unutar postojećeg institucionalnog okvira**

Institucionalni okvir Hrvatske namijenjen lokalnoj vlasti ocrtava niska financijska predvidljivost i stabilnost. Zagreb ima vrlo ograničeni nadzor nad vlastitom prihodovnom osnovicom koja se uglavnom sastoji udjela u prihodu od poreza na dohodak (67 % poslovnih prihoda Grada u 2018. godini). Na prihode od lokalnih poreza otpada tek manji dio gradskih prihoda. Zbog ove visoke ovisnosti o državnim odlukama, gradske financije ovisne su o proračunskim ostvarenjima opće države i promjenama u odnosima između pojedinih razina vlasti. Pored navedenoga, česte izmjene okvira značajno onemogućavaju sposobnost Grada da planira i predvidi prihode za gradske financije.

Ono što djelomično ublažava nedostatak ovlasti za odlučivanje o prihodima jest da Grad Zagreb ima ovlast prikupljanja dodatnih sredstava kroz prirez na porez na dohodak. Međutim, prema našem shvaćanju postojeći gradski prirez na porez na dohodak je najviši u zemlji, a to bi svako daljnje povećanje činilo potencijalno osjetljivim. Obuzdavanje rashoda za holding poduzeće u vlasništvu Grada i fleksibilnost koju nudi veliki udio kapitalnih ulaganja unutar gradskog proračuna mogli bi pružiti dodatni prostor za balansiranje proračuna.

Ne očekujemo da će se struktura operativnih prihoda Grada Zagreba značajno mijenjati u bližoj budućnosti, s obzirom na to da lokalne financije u Hrvatskoj ovise o odlukama središnje vlade, dajući lokalnoj samoupravi samo ograničeni manevarski prostor u pogledu poreza i naknada.

### Razmatranja o izvanrednoj potpori

Smatramo da Zagreb ima umjerene izgleda da dobije izvanrednu potporu središnje države, što odražava našu procjenu strateškog značaja Grada za nacionalno gospodarstvo. Sustav nadzora koji je središnja vlada uvela zahtijeva redovno praćenje zaduženosti gradova.

### Metodologija ocjene i čimbenici primjene bodovne kartice

Dodijeljen PBO ba2 u skladu je s PBO-om ba2 navedenim na bodovnoj kartici. Matrično generiran PBO ba2 odražava 1) ocjenu idiosinkratskog rizika u iznosu od 2 (navedenu u tablici koja slijedi) na ljestvici od 1 do 9, pri čemu 1 predstavlja relativno najvišu kreditnu kvalitetu, a 9 najnižu; i 2) ocjenu sistemskog rizika Ba2 koja se odražava u ocjeni kreditne sposobnosti države.

Tablica 3.  
Čimbenici kreditne ocjene

Grad Zagreb						
Prolazna bonitetna ocjena	Bodovi	Vrijednost	Ponderiranje podčimbenika	Ukupna vrijednost podčimbenika	Ponderiranje čimbenika	Ukupno
Bodovna kartica						
<b>Čimbenik 1.: Gospodarske osnove</b>						
Gospodarska snaga	1	179,49	70%	1	20%	0,20
Gospodarska volatilnost	1		30%			
<b>Čimbenik 2.: Institucionalni okvir</b>						
Zakonodavni okvir	5		50%	4	20%	0,80
Financijska fleksibilnost	3		50%			
<b>Čimbenik 3.: Financijsko ostvarenje i stanje zaduženosti</b>						
Bruto saldo poslovanja / prihodi poslovanja (%)	3	8,38	12,5%	2,75	30%	0,83
Plaćanja kamate / prihodi poslovanja (%)	1	0,95	12,5%			
Likvidnost	1		25%			
Neto izravni i neizravni dug / prihodi poslovanja (%)	5	89,09	25%			
Kratkoročni izravni dug / ukupni izravni dug (%)	3	16,32	25%			
<b>Čimbenik 4.: Upravljanje i gospodarenje - MAX</b>						
Kontrola rizika i financijsko upravljanje	1			1	30%	0,30
Upravljanje ulaganjima i dugom	1					
Transparentnost i objava podataka	1					
<b>Procjena idiosinkratskog rizika</b>						<b>2.13(2)</b>
<b>Procjena sistemskog rizika</b>						<b>Ba2</b>
<b>Predloženi PBO</b>						<b>ba2</b>

Izvori: Moody's Investors Service za Grad Zagreb

## Ocjene

Tablica 4.

Kategorija	Moody'sova ocjena
<b>GRAD ZAGREB</b>	
Izgledi	Pozitivni
Ocjena izdavatelja	Ba2

Izvor: Moody's Investors Service