

Ažurirana analiza:

Grad Zagreb „BB-“ - Potvrda ocjene; izgledi ostaju negativni

26. ožujka 2021.

Pregled

- Udio grada Zagreba u troškovima obnove povezanim s potresom iz ožujka 2020. vjerojatno će biti nešto niži nego što je prvotno predviđeno.
- Međutim, očekujemo da će zbog kontinuiranih manjaka prihoda od poreza povezanih s pandemijom bolesti COVID-19 operativno izvršenje biti slabije u odnosu na očekivanja za razdoblje 2021. – 2023.
- Stoga potvrđujemo svoju dugoročnu ocjenu kreditne sposobnosti „BB-“ za Zagreb i njegove negativne izgledе.

GLAVNI KREDITNI ANALITIČAR

Thomas F Fischinger
Frankfurt
+ 49 693 399 9243
thomas.fischinger
@spglobal.com

Rejting

Dana 26. ožujka 2021. godine, S&P Global Ratings potvrdio je dugoročnu izdavateljevu ocjenu kreditne sposobnosti „BB-“ za hrvatski glavni grad Zagreb. Izgledi su negativni.

Izgledi

Negativni izgledi odražavaju naše stajalište da bi kontinuirano opterećenje za prihode moglo usporiti početak obnove Grada nakon potresa u ožujku 2020. godine. Prema našem mišljenju, potpora središnje vlasti ostaje nejasna, kao i vrijeme kada će Grad imati pristup sredstvima za obnovu.

Nepovoljan scenarij

Mogli bismo sniziti ocjenu u sljedećih 12 mjeseci ako financijski pritisak na Grad i gradska društva nastavi rasti, ubrzavajući akumulaciju obveza i pogoršavajući novčanu poziciju uslijed sve manje potpore države nakon predstojećih lokalnih izbora.

Povoljan scenarij

Izmijenili bismo izgledе u stabilne u sljedećih 12 mjeseci ako Zagreb ponovno postigne financijsku fleksibilnost. To bi se očitalo u, na primjer, stabilnom proračunskom ostvarenju i većim gotovinskim sredstvima ili smanjenim potencijalnim obvezama.

Obrazloženje

Posljedice bolesti COVID-19 i potresi u ožujku 2020. snažno su pogodili Zagreb u financijskom i gospodarskom smislu. Poslovno ostvarenje u 2020. godini pogoršalo se iznad naših ranijih očekivanja, a Grad bilježi i razine zaduženosti koje su više od očekivanih. U našem osnovnom slučaju za 2021.-2023., postojeći manjak prihoda od poreza nastavit će stvarati proračunski manjak. Međutim, sada u svoje procjene uključujemo niži iznos potencijalnih obveza. To je zato što očekujemo da će Zagreb primiti sredstva od EU-a i središnje vlasti za obnovu infrastrukture nakon potresâ, iako iznos i vremenski okvir primitka državne potpore tek treba utvrditi. Također, trenutno procjenjujemo da će Grad morati pokriti znatno manji udio troškova obnove nego što smo prvotno očekivali.

Zagreb planira otplatiti obveze gradskih poduzeća u 2021. godini i financirati njihov manjak novim zaduživanjima. To će povećati dug, kao i transparentnost financijskih obveza Grada. Naša ocjena za Zagreb uzima u obzir naše stajalište o vrlo slaboj likvidnosti Grada, nestabilnom oblikovanju politika i nepredvidivom institucionalnom okviru za hrvatske lokalne i regionalne vlasti.

Nestabilni institucionalni okvir i slaba vidljivost gradskih financijskih planova ograničavaju kreditnu sposobnost

Prema našem mišljenju, kreditnu kvalitetu Grada Zagreba ograničava institucionalno okruženje u kojem posluju hrvatske jedinice lokalne samouprave. Okvir se često mijenja, raspodjela sredstava je neuravnotežena i nedovoljno usklađena sa zadacima koji se delegiraju gradovima. To naglašava akumulirani deficit Grada Zagreba, koji odražava očekivanje Grada da će dobiti državna sredstva u zamjenu za delegirane zadatke. Pored navedenoga, višestruke promjene poreznog sustava otežavaju financijsko planiranje. Međutim, ističemo da je Grad postigao sporazum sa središnjom vlasti o financiranju hrvatskog sustava ujednačavanja razvoja jedinica lokalne samouprave.

Prema novom sporazumu, Grad će biti oslobođen troška smanjenja porezne stope središnje vlasti u 2021. godini. Nadalje, Grad će dobiti novo vodstvo nakon izbora zakazanih za rano ljeto 2021., budući da je dugogodišnji gradonačelnik Milan Bandić neočekivano preminuo krajem veljače 2021. Sadašnji prijelaz na novu vršiteljicu dužnosti, bivšu zamjenicu gradonačelnika, obavio se bez poteškoća. No, još nije poznato kako će se gradske financijske politike razvijati pod novim vodstvom.

Nepouzđano dugoročno planiranje i nedostatak minimalnih ciljeva vezanih za gotovinska sredstva smatramo ključnim slabostima u upravljanju Zagrebom. Pored navedenoga, uporaba nekonvencionalnih dužničkih instrumenata kao što su faktoring, kao i ponešto složen odnos između središnje vlasti i Gradske uprave, prema našem mišljenju dodatno ograničavaju učinkovitost upravljanja. Gradski nadzor i kontrolu nad gradskim poduzećima ocjenjujemo slabima, s obzirom na to da izgleda da gradskim poduzećima, uključujući među ostalima i Zagrebački Holding d.o.o., nedostaju jasni okviri za donošenje odluka i da nastavljaju biti ovisna o pomoći Grada. Svojim nepredvidivim postupanjem država sputava Grad u djelotvornoj provedbi njegovih politika jer mu umanjuje prostor za djelotvorno planiranje. Tri stavke s najvećim udjelom u rashodima Grada su obrazovanje, zdravstvo i održavanje javnih

površina.

Prednost Zagreba jest u njegovoj ulozi gospodarskog središta Hrvatske. Udio Grada u ukupnom hrvatskom BDP-u iznosi otprilike jednu trećinu. Uz to, nezaposlenost se smanjuje te se nalazi znatno ispod nacionalne razine od 7,1 % u 2020. godini, iako bi razine mogle porasti uslijed recesije iz 2020. BDP po glavi stanovnika usporediv je s onim slično ocijenjenih jedinica na međunarodnoj razini, te je za otprilike 70 % veći od nacionalnog prosjeka. Očekujemo da će se rast BDP-a Hrvatske oporaviti na više od 5 % u 2021. i 3 % u 2022., nakon procijenjenog smanjenja od oko 8 % u 2020. godini zbog utjecaja na turizam i potrošnju povezanih s pandemijom bolesti COVID-19. Vjerujemo da će se zagrebački BDP po glavi stanovnika razvijati slično nacionalnim trendovima rasta. Štoviše, privlačna prednost Grada rezultirala je porastom broja stanovnika, što je suprotno od nacionalnog trenda. To do određene razine podupire gospodarsku i poreznu osnovu Grada u srednjoročnom razdoblju.

Sredstva EU-a putem središnje države pomoći će u financiranju obnove nakon potresa

Hrvatska će dobiti 5,1 milijardu kuna iz Fonda solidarnosti EU-a za ublažavanje troškova obnove infrastrukture u Zagrebu nakon dvaju potresa u ožujku 2020. godine. Grad će u određenom trenutku 2021. godine imati pristup 2,6 milijardi kuna iz ovog fonda, ali tu potporu nismo uračunali u svoj osnovni slučaj jer vrijeme primitka tih sredstava ostaje neodređeno. Ipak, ta bi sredstva trebala pomoći Gradu da pokrije velik dio radova tijekom sljedećih nekoliko godina. Početkom rujna 2020. nacionalni parlament donio je zakon kojim se određuje da će jedinice lokalne samouprave trebati pokriti 20 % troškova obnove značajnije oštećenih privatnih zgrada. Iznos ovih troškova trenutačno je teško procijeniti. Također ističemo da će radovi na obnovi trajati najmanje deset godina. Trenutačno se ukupni trošak potrebne obnove procjenjuje na oko 87 milijardi kuna. Iako se iznos troškova koje će Zagreb morati snositi trenutno ne može točno procijeniti, pretpostavljamo da će troškovi za Grad biti niži nego što se prvotno očekivalo. Država će financirati veći dio obnove javnih zgrada i infrastrukture, dok će Grad pokriti znatno manji iznos. Dodatni potresi dogodili su se u prosincu 2020. i siječnju 2021. južno od Zagreba, no prema našem shvaćanju glavni grad nije pretrpio ozbiljnu štetu.

Iako očekujemo oporavak gospodarstva 2021. godine, turizam i gospodarska aktivnost najvjerojatnije će ostati na niskoj razini do druge polovice godine. To će stvoriti dodatne nedostatke prihoda od poreza u 2021. godini nakon ionako slabe 2020. Prošlogodišnji saldo poslovanja kao postotak od prihoda poslovanja više se nego prepolovio na godišnjoj razini. Također, očekujemo da središnja vlast neće u potpunosti pokriti gubitke od prihoda od poreza nakon gospodarske recesije, što će rezultirati saldom poslovanja od 5 % do 7 % od poslovnih prihoda u razdoblju 2021.– 2023. u usporedbi s gotovo 11 % u razdoblju 2018. – 2019. Također napominjemo da je središnja vlast ove godine provela poreznu reformu i smanjila stope poreza na dohodak te da će se Zagrebu gubici uglavnom nadoknaditi smanjenjem ostalih rashoda koje je delegirala država.

Proračunska fleksibilnost Zagreba je ograničena jer većina prihoda ovisi o odlukama države, a

stavke rashoda poput plaća često su strogo propisane. Grad ne može utjecati na glavni izvor prihoda, odnosno na porez na dohodak, osim prirezom koji naplaćuje. Rashodovnu fleksibilnost također dodatno sputavaju velike fiksno utvrđene subvencije dodijeljene gradskom holding društvu, i sada samostalnom Zagrebačkom električnom tramvaju (ZET), koji pružaju podršku Gradu u pružanju ključnih javnih usluga. Prodaja imovine posljednjih se godina pokazala otežanom te ne pruža dodatni manevarski prostor. Pretpostavljamo da će eksternalizirani subjekti zaduživanjem financirati nedostatke prihoda koji proizlaze iz zamrzavanja cijena i smanjene prodaje karata zbog uvođenja karantenskih mjera.

Izravni dug manji je od polovine duga servisiranog iz poreza, što odražava značajnu eksternalizaciju duga putem faktoringa i financiranja putem različitih gradskih društava s ciljem zaobilaženja pravila financiranja duga. Godine 2020. dug servisiran iz poreza premašio je 90 % konsolidiranih prihoda, što je umjereno na međunarodnoj razini, ali mnogo više u odnosu na slične jedinice u regiji. Pretpostavljamo da će tijekom narednih godina Zagreb, pored potreba za financiranjem, akumulirati dug kako bi pokrio deficit zabilježen posljednjih godina. Stoga predviđamo povećanje novog neto zaduživanja, kako na razini Grada tako i na razini ZAGREBAČ KOG HOLDINGA. Pretpostavljamo da je omjer gradskog duga, koji uključuje dug ZAGREBAČ KOG HOLDINGA i drugih gradskih društava, dosegao vrhunac 2020. godine i da će se postupno smanjivati tijekom predviđenog razdoblja zahvaljujući rastu proračuna. U prošlosti su to donekle ublažavale relativno visoke operativne marže Zagreba, što više nije slučaj.

Veliko dužničko opterećenje Zagreba pogoršava se velikim potencijalnim obvezama Grada, koje se sastoje od udjela Zagreba u troškovima štete od potresa i sporovima, koje i dalje smatramo visokima. Također smo uračunali obveze Zagrebačkog holdinga i ZET-a, kao i dugoročne i kratkoročne obveze povezanih subjekata koje još nisu bile uključene u gradski dug servisiran iz poreza, a koje Grad namjerava djelomično otplatiti u 2021.

Pozicija likvidnosti Zagreba i dalje predstavlja ključnu slabost vezano za kreditiranje. Likvidna sredstva raspoloživa Gradu Zagrebu su ograničena, pri čemu su gotovinska sredstva na kraju 2020. iznosila niskih 21 milijun kuna. Ne očekujemo promjenu te smatramo da nema dovoljno gotovinskih sredstava za pokriće otplate duga u narednih 12 mjeseci ili za nadolazeće manjkove. Pored navedenoga, pristup vanjskim izvorima likvidnosti smatramo vrlo ograničenim s obzirom na to da je, prema našem mišljenju, domaći bankarski sektor relativno slab (vidi "[Banking Industry Country Risk Assessment: Croatia](#)", objavljeno 15. listopada 2020. na RatingsDirect).

Ključni statistički podaci

Tablica 1

Odabrani pokazatelji Grada Zagreba

	2018	2019	2020	2021bc	2022bc	2023bc
Operativni prihodi	7.223	7.471	7.154	7.626	7.969	8.256
Operativni rashodi	6.456	6.676	6.848	7.098	7.348	7.598
Operativna bilanca	767	795	306	528	621	658
Operativna bilanca (% operativnih prihoda)	10,6	10,6	4,3	6,9	7,8	8,0
Kapitalni prihodi	57	158	178	200	200	200
Kapitalni rashodi	838	1.054	787	907	893	898
Bilanca nakon računa kapitala	(14)	(102)	(304)	(179)	(72)	(40)
Bilanca nakon računa kapitala (% ukupnih prihoda)	(0,2)	(1,3)	(4,1)	(2,3)	(0,9)	(0,5)
Otplaćen dug	551	671	794	1.283	487	451
Bruto obveze po kreditima	558	593	1.336	1.462	559	491
Bilanca nakon obveza po kreditima	0	(180)	239	0	0	0
Izravni dug (nepodmiren na kraju godine)	2.302	2.246	2.787	2.879	2.864	2.817
Izravni dug (% operativnih prihoda)	31,9	30,1	39,0	37,8	35,9	34,1
Dug servisiran iz poreza (neplaćen na kraju godine)	7.153	8.931	9.472	9.565	9.550	9.503
Dug servisiran iz poreza (% konsolidiranih operativnih prihoda)	78,4	82,5	90,1	87,1	84,3	81,8
Kamata (% operativnih prihoda)	1,5	0,7	0,6	0,6	0,6	0,5
Lokalni BDP po glavi stanovnika (točan iznos)	159.057	163.670	165.837	172.881	180.048	187.513

Tablica 1

Odabrani pokazatelji Grada Zagreba (nast.)

	2018	2019	2020	2021bc	2022bc	2023bc
Nacionalni BDP po glavi stanovnika (točan iznos)	94.270	98.976	91.467	97.287	102.307	106.965

Gore navedeni podaci i omjeri rezultat su izračuna S&P Global Ratings-a koji se oslanjaju na nacionalne i međunarodne izvore, i odražavaju neovisno mišljenje S&P Global Ratings-a o pravovremenosti, pokrivenosti, točnosti, vjerodostojnosti i upotrebljivosti dostupnih informacija. Glavni izvori su financijska izvješća i proračuni koje je dostavio izdavatelj, bc se odnosi na osnovni scenarij i odražava očekivanja S&P Global Ratings-a o najvjerojatnijem scenariju.

Prikaz rezultata rejtinga

Prikaz rezultata rejtinga Grada Zagreba

Tablica 2

Ključni čimbenici rejtinga	Bodovi
Institucionalni okvir	5
Gospodarstvo	3
Financijsko upravljanje	4
Proračunsko ostvarenje	3
Likvidnost	5
Dužničko opterećenje	4
Samostalni kreditni profil	bb-
Kreditni rejting izdavatelja	BB-

S&P Global Ratings ocjenjuje kreditnu sposobnost jedinica lokalne i područne samouprave izvan SAD-a na temelju šest glavnih čimbenika ocjene, navedenih u gornjoj tablici. U svojoj "Metodologiji ocjenjivanja jedinica lokalne i područne samouprave izvan SAD-a", objavljenoj 15. srpnja 2019., opisujemo kako izvodimo ocjenu kreditne sposobnosti jedinica lokalne/područne samouprave za zaduživanje u stranoj valuti. Institucionalni se okvir ocjenjuje na temelju ljestvice od šest stupnjeva. 1 označava najsnažniji, a 6 najslabiji rezultat. Naše procjene čimbenika gospodarstva, financijskog upravljanja, proračunskog ostvarenja, likvidnosti i dužničkog opterećenja ocjenjuju se na ljestvici od pet stupnjeva, pri čemu 1 označava najsnažniji, a 5 najslabiji rezultat.

Ključni statistički podaci za državu

Pokazatelji državnog rizika, 14. prosinca 2020. Interaktivna inačica dostupna je na www.spratings.com/sri.

Povezani kriteriji

- Kriteriji | Uprave | Međunarodne javne financije: Metodologija ocjenjivanja jedinica lokalne i područne samouprave izvan SAD-a, 15. srpnja 2019.
- Opći kriteriji: Načela ocjene kreditne sposobnosti, 16. veljače 2011.