

BOSNA I HERCEGOVINA
MINISTARSTVO FINANSIJA/
FINANSIJA I TREZORA



БОСНА И ХЕРЦЕГОВИНА
МИНИСТАРСТВО ФИНАНСИЈА
И ТРЕЗОРА

BOSNIA AND HERZEGOVINA
MINISTRY OF FINANCE
AND TREASURY

**Srednjoročna strategija upravljanja dugom Bosne i Hercegovine
za period 2020-2023. godina**

Sarajevo, maj 2021. godine

SADRŽAJ

SADRŽAJ	1
I SREDNJOROČNA STRATEGIJA UPRAVLJANJA DUGOM BOSNE I HERCEGOVINE.....	2
UVOD.....	2
1. PRAVNI OKVIR	2
2. CILJEVI STRATEGIJE BIH	3
3. OBUHVAT STRATEGIJE BIH	3
4. PREGLED STRUKTURE, TROŠKOVA I RIZIKA POSTOJEĆEG DUGA.....	4
4.1. STRUKTURA POSTOJEĆEG DUGA	4
4.2. TROŠKOVI I RIZICI POSTOJEĆEG DUGA	5
4.3. IMPLEMENTACIJA STRATEGIJE BIH U 2019. GODINI	6
5. MAKROEKONOMSKI OKVIR	8
6. IZVORI FINANSIRANJA	9
6.1. VANJSKI IZVORI FINANSIRANJA	9
6.2. UNUTRAŠNJI IZVORI FINANSIRANJA	9
7. ANALIZA STRATEGIJE BIH.....	10
7.1. OPIS SREDNJOROČNIH STRATEGIJA UPRAVLJANJA DUGOM ENTITETA I BRČKO DISTRIKTA	10
7.2. ANALIZA TROŠKOVA I RIZIKA STRATEGIJE BIH	11
8. SMJERNICE	12
II SREDNJOROČNE STRATEGIJE UPRAVLJANJA DUGOM ENTITETA I BRČKO DISTRIKTA.....	13
A. STRATEGIJA UPRAVLJANJA DUGOM REPUBLIKE SRPSKE	13
B. STRATEGIJA UPRAVLJANJA DUGOM FEDERACIJE BIH.....	28
C. SREDNJOROČNA STRATEGIJA UPRAVLJANJA DUGOM BRČKO DISTRIKTA	50

I SREDNJOROČNA STRATEGIJA UPRAVLJANJA DUGOM BOSNE I HERCEGOVINE

Uvod

Upravljanje dugom ima značajnu ulogu u makroekonomskoj politici. Uspostavljanje i sprovođenje strategije za upravljanje dugom u nastojanju da se pribavi potrebna količina sredstava po niskoj cijeni u srednjem do dugom roku, zahtjeva dosljednost u ocjeni troškova i rizika u tom kontekstu.

Zakonom o zaduživanju dugu i garancijama BiH definisana je priprema Srednjoročne strategije upravljanja dugom BiH, a koja će sadržavati i dug entiteta i Brčko distrikta. S tim u vezi, Savjet ministara BiH je na 101. sjednici, održanoj 12.05.2017. godine, kao proceduralni akt usvojio Kalendar razmjene podataka potrebnih za pripremu Srednjoročne strategije upravljanja dugom BiH (Kalendar), koji definiše rokove i aktivnosti svih učesnika u pripremi Srednjoročne strategije upravljanja dugom BiH. U skladu sa Kalendarom, Srednjoročna strategija upravljanja dugom BiH se priprema na bazi srednjoročnih strategija upravljanja dugom Republike Srpske (RS), Federacije BiH (FBiH) i Brčko distrikta BiH (DB), uključujući i vanjski dug Institucija BiH. Naime, izrada Srednjoročne strategije upravljanja dugom BiH podrazumijeva da vlade entiteta i DB pripreme i usvoje svoje strategije upravljanja dugom na osnovu svojih bruto finansijskih potreba i izvora finansiranja i makroekonomskih pokazatelja, pri čemu se koriste isti scenariji šoka i zajedničke početne projekcije, u smislu kamatnih stopa na vanjski dug i valutnog kursa, dok se koriste različite projekcije kretanja kamatnih stopa na unutrašnji dug entiteta.

Srednjoročna strategija upravljanja dugom BiH se revidira na godišnjem nivou i daje širu sliku portfolija duga BiH kroz analizu trenutnog duga, varijacije zaduženosti na šokove, te definiše srednjoročne ciljeve upravljanja dugom i daje smjernice donosiocima odluka o zaduživanju.

U skladu sa navedenim, Srednjoročna strategija upravljanja dugom BiH za period 2020-2023. godina (Strategija BiH) prezentuje strukturu duga, procjenu stanja zaduženosti, te definiše srednjoročne ciljeve upravljanja dugom i smjernice za dostizanje postavljenih ciljeva.

1. Pravni okvir

Pravni okvir kojim se reguliše oblast duga Bosne i Hercegovine utvrđen je Zakonom o zaduživanju, dugu i garancijama BiH („Službeni glasnik BiH”, br. 52/05, 103/09 i 90/16), te Zakonom o izmirenju obaveza po osnovu računa stare devizne štednje („Službeni glasnik BiH”, br. 28/06, 76/06, 72/07, 97/11 i 100/13). Zakonom o zaduživanju dugu i garancijama Bosne i Hercegovine utvrđena je nadležnost Ministarstva finansija i trezora BiH u pogledu zaduživanja, tj. provođenja procedura vanjskog zaduživanja i upravljanja državnim dugom, a kroz: upravljanje, evidentiranje, nadgledanje, servisiranje i pripremu planova u pogledu državnog duga.

Dug entiteta i DB regulisan je kroz sljedeći pravni okvir:

- Zakon o zaduživanju, dugu i garancijama Republike Srpske („Službeni glasnik Republike Srpske”, br. 71/12 i 52/14, 114/17 i 131/20);
- Zakon o uslovima i načinu izmirenja obaveza po osnovu računa stare devizne štednje emisijom obveznica u Republici Srpskoj („Službeni glasnik Republike Srpske”, broj: 1/08);
- Zakon o dugu, zaduživanju i garancijama u Federaciji Bosne i Hercegovine („Službene novine Federacije Bosne i Hercegovine”, br. 86/07, 24/09, 44/10 i 30/16);

- Zakon o uslovima i postupku verifikacije opštih obaveza Republike Srpske („Službeni glasnik Republike Srpske“, broj: 109/12);
- Zakon o ostvarivanju prava na naknadu materijalne i nematerijalne štete nastale u periodu ratnih dejstava od 20. maja 1992. do 19. juna 1996. godine („Službeni glasnik Republike Srpske“, br. 103/05, 1/09, 49/09 i 118/09);
- Zakon o izmirenju obaveza po osnovu računa stare devizne štednje u Federaciji Bosne i Hercegovine („Službene novine Federacije Bosne i Hercegovine“, br. 62/09, 42/11, 91/13 i 101/16);
- Zakon o izmirenju obaveza po osnovu računa stare devizne štednje emisijom obveznica u Brčko distriktu Bosne i Hercegovine („Službeni glasnik Brčko distrikta BiH“, br. 16/09, 19/10, 31/11, 20/13 i 06/18);
- Zakon o trezoru Brčko distrikta BiH („Službeni glasnik Brčko distrikta BiH“, br. 3/07, 19/07 i 2/08, 35/17, 52/18, 03/19 i 34/19);
- Zakon o unutrašnjem dugu Brčko distrikta Bosne i Hercegovine („Službeni glasnik Brčko distrikta BiH“, br. 27/04 i 19/07);
- Zakon o utvrđivanju i načinu izmirenja unutrašnjih obaveza FBiH („Službene novine Federacije Bosne i Hercegovine“, br. 66/04, 49/05, 35/06, 31/08, 32/09, 65/09, 42/11 i 35/14);
- Zakon o unutrašnjem dugu Republike Srpske („Službeni glasnik Republike Srpske“, br. 1/12, 28/13, 59/13 i 44/14).

2. Ciljevi Strategije BiH

Osnovni cilj Strategije BiH je obezbjeđivanje finansijskih sredstava za finansiranje potreba države, entiteta i DB uz prihvatljivi nivo troškova finansiranja i rizika. Dodatni cilj predstavlja razvoj domaćeg tržišta hartija od vrijednosti, budući da razvijeno tržište predstavlja osnovni preduslov za efikasno upravljanje dugom.

3. Obuhvat Strategije BiH

Stanje javne zaduženosti Bosne i Hercegovine na kraju 2019. godine iznosilo je 11.211,2 mil KM. Strategija BiH obuhvata dug¹ koji predstavlja direktnu ili indirektnu obavezu Institucija BiH, entiteta i DB, a što predstavlja 10.273,5 mil KM, odnosno 91,6% javne zaduženosti BiH.

U skladu sa navedenim, Strategija BiH obuhvata:

- Vanjski državni dug i vanjski dug entiteta i DB,
- Unutrašnji dug Bosne i Hercegovine, tj. unutrašnji dug entiteta i DB, a koji predstavlja njihovu direktnu ili indirektnu obavezu.

Strategija BiH ne obuhvata:

- Izdate vanjske državne garancije,
- Izdate unutrašnje garancije entiteta,

¹ Preostali dio javne zaduženosti se ne servisira iz budžeta Institucija BiH, entiteta i DB zbog čega nije uključen u Strategiju BiH.

- Vanjski dug jedinica lokalne samouprave nastao direktnim zaduženjem jedinica lokalne samouprave i koji predstavlja direktnu obavezu istih,
- Unutrašnji dug entiteta nastao direktnim zaduženjem opština, gradova, kantona, javnih preduzeća i fondova socijalne sigurnosti.

4. Pregled strukture, troškova i rizika postojećeg duga

4.1. Struktura postojećeg duga

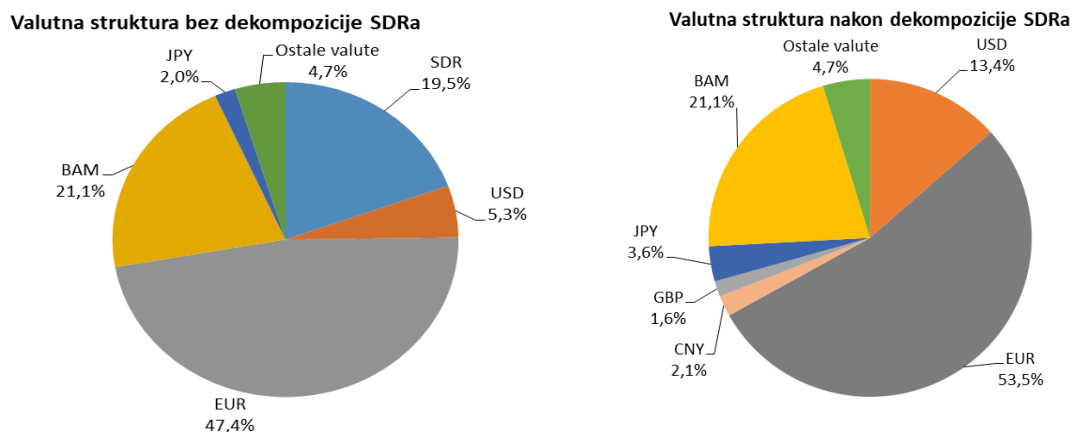
Ukupan dug uključen u Strategiju BiH iznosi 10.273,5 mil KM na kraju 2019. godine, što predstavlja 28,7% BDP-a i isti je prikazan u narednoj tabeli.

Tabela 1.: Ukupni dug BiH na dan 31.12.2019. godine

Opis	Dug (u mil KM)				Ukupno	Nominalni iznos duga kao % BDP ²
	Federacija BiH	Republika Srpska	Distrikt Brčko	Institucije BiH		
Vanjski dug	4.595,4	3.382,3	55,1	69,1	8.101,9	22,6%
Unutrašnji dug	711,5	1.457,7	2,4	0,0	2.171,6	6,1%
Ukupni dug	5.306,9	4.840,0	57,5	69,1	10.273,5	28,7%

U ukupnom dugu, vanjski dug učestvuje sa 78,9%, a unutrašnji dug sa 21,1%. Udio duga sa fiksnom kamatnom stopom u ukupnom stanju duga iznosi 73,1%, dok je učešće vanjskog duga u neEUR valutama u ukupnom dugu 31,4%. Valutna struktura ukupnog duga BiH obuhvaćenog Strategijom BiH data je u Slici 1., uključujući i valutnu strukturu nakon dekompozicije SDR valute.

Slika 1. Valutna struktura ukupnog duga BiH na dan 31.12.2019. godine

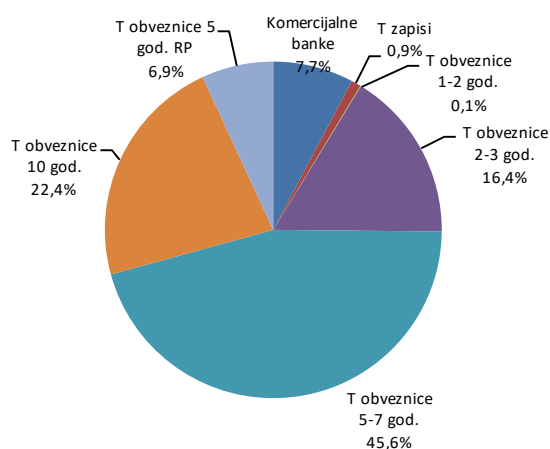


Vanjski dug uglavnom čine obaveze prema multilateralnim kreditorima (75,7%), dok unutrašnji dug čine: trezorske obveznice (T-obveznice), trezorski zapisi (T-zapisi), krediti od komercijalnih banaka u zemlji, te obveznice emitovane za izmirenje obaveza nastalih po osnovu stare devizne štednje i ratnih potraživanja. T-obveznice su ročnosti od 1 do 10 godina. Struktura vanjskog duga prema kreditorima i unutrašnjeg duga prema vrsti duga prikazana je u Slici 2..

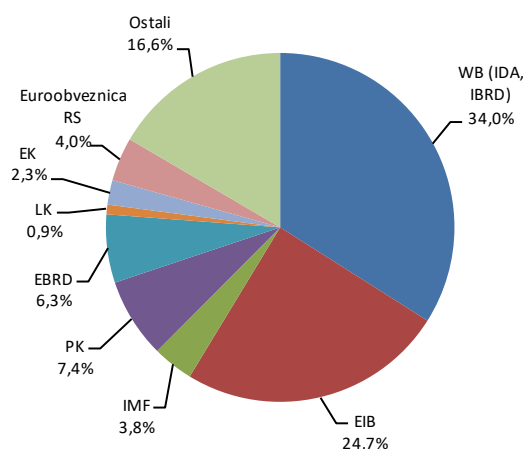
² BDP = 35.753 mil KM, Direkcija za ekonomsko planiranje, Dokument okvirnog budžeta, Makroekonomski pokazatelji za period 2018.-2023. godina, septembar 2020. godine.

Slika 2. Struktura duga BiH sa 31.12.2019. godine

Struktura unutrašnjeg duga³



Struktura vanjskog duga



4.2. Troškovi i rizici postojećeg duga

Ukupan dug BiH karakteriše relativno niska prosječna ponderisana kamatna stopa (Tabela 2.). Ponderisana prosječna kamatna stopa ukupnog duga je 1,9%, vanjskog duga je 1,7%, a unutrašnjeg duga 2,8%. Ovo je u najvećoj mjeri rezultat vanjskog koncesionalnog zaduživanja i značajnog učešća vanjskih kredita sa varijabilnom kamatnom stopom, te niske kamatne stope koje nose obveznice emitovane za staru deviznu štednju i ratna potraživanja.

Tabela 2. BiH: Indikatori troškova i rizika postojećeg duga na kraju 2019. godine

BOSNA I HERCEGOVINA				
Indikatori troškova i rizika		Vanjski dug	Unutrašnji dug	Ukupni dug
Iznos duga (mil KM)		8.101,9	2.171,6	10.273,5
Iznos duga (mil USD)		4.634,9	1.242,4	5.877,3
Nominalni iznos duga u % BDP		22,6	6,1	28,7
Sadašnja vrijednost duga u % BDP		18,2	6,1	24,3
Troškovi duga	Iznos kamate u odnosu na BDP (%)	0,4	0,2	0,6
	Prosječna ponderisana kamatna stopa (%)	1,7	2,8	1,9
Rizik refinansiranja	ATM (godine)	7,1	3,5	6,4
	Dospijeće duga u sljedećoj godini (% ukupnog)	7,6	17,1	9,6
	Dospijeće duga u sljedećoj godini (% BDP)	1,7	1,0	2,7
Kamatni rizik	ATR (godine)	5,0	3,5	4,7
	Dug koji se refiksira u sljedećoj godini (% ukupnog)	37,5	19,1	33,6
	Dug sa fiksnom kamatnom stopom (% ukupnog)	66,7	96,9	73,1
Valutni rizik	Vanjski dug (% ukupnog duga)			78,9
	Vanjski dug, isključujući dug u EUR (% od ukupnog)			31,4
	Kratkoročni vanjski dug (% rezervi)			4,9

ATM=prosječno vrijeme do dospelja, ATR=prosječno vrijeme refiksiranja

Rizik refinansiranja je umjeren. Profil otplate ukupnog duga (Slika 3.) ukazuje na značajan servis vanjskog duga u 2023. godini, s obzirom da tada dospeljeva kredit Evropske komisije Makrofinansijska

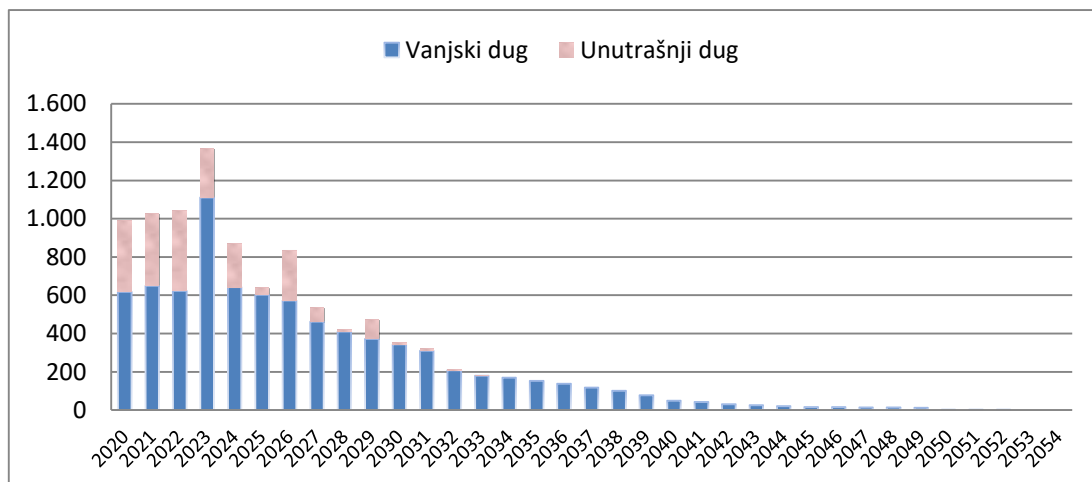
³ T-obveznice 5 god. RP su amortizirajuće obveznice po osnovu ratnih potraživanja koje izdaje FBiH.

pomoć II u iznosu od 50 mil EUR, Euroobveznica RS u iznosu od 168 mil EUR, te dio otplate glavnice za IMF kredit RFI (Rapid Finance Instrument) za suzbijanje negativnih posljedica na smanjenu ekonomsku aktivnost prouzrokovanu pandemijom Covid-19 u iznosu od 87,44 mil SDR. Prosječno vrijeme do dospeljeka (ATM) za unutrašnji dug je 3,5 godina, dok je za vanjski dug 7,1 godina što je rezultat dugoročnih koncesionih zajmova.

Rizik kamatne stope je umjeren. U strukturi ukupnog duga 73,1% kredita se odnosi na kredite sa fiksnim kamatnim stopama. 37,5% vanjskog duga i skoro jedna petina unutrašnjeg duga imaju kamatnu stopu koja se refiksira u roku od godinu dana. Rezultat ovako visokog procenta vanjskog duga koji se refiksira u roku od godinu dana je značajno učešće varijabilne kamatne stope u portfoliju vanjskog duga (33,3%).

Valutni rizik je umjeren i znatno manji u odnosu na učešće vanjskog duga u ukupnoj strukturi duga zbog valutne klauzule (povezanost KM sa EUR), zbog čega je promjenama valutnih kurseva izloženo 31,4% ukupnog duga iako je učešće vanjskog duga u ukupnom dugu 78,9%.

Slika 3. Profil otplate postojećeg ukupnog duga



4.3. Implementacija Strategije BiH u 2019. godini

Srednjoročna strategija upravljanja dugom BiH prvi put usvojena je 26.04.2016. godine od strane Vijeća ministara BiH, te implementaciju Strategije BiH možemo posmatrati kroz uporedni pregled indikatora troškova i duga, prikazanih u narednoj tabeli.

Tabela 3. BiH: Uporedni pregled indikatora troškova i rizika duga u periodu 2015.-2019. godine

Indikatori troškova i rizika		2015.	2016.	2017.	2018.	2019.
		BiH	BiH	BiH	BiH	BiH
Nominalni iznos duga u odnosu na BDP (%)		36,7	35,9	31,9	29,9	28,7
Sadašnja vrijednost duga u odnosu na BDP (%)		32,5	31,6	28,5	26,5	24,3
Iznos kamate u odnosu na BDP (%)		0,7	0,7	0,6	0,6	0,6
Prosječna ponderisana kamatna stopa (%)		1,9	1,9	1,9	1,9	1,9
Rizik refinansiranja	Dospijeće duga u sljedećoj godini (% ukupnog)	11,2	13,3	14,6	10,9	9,6
	Dospijeće duga u sljedećoj godini (% BDP-a)	4,1	4,8	4,7	3,3	2,7
	ATM vanjski dug (godine)	7,3	7,1	7,2	7,3	7,1
	ATM unutrašnji dug (godine)	3,1	3,1	3,1	3,0	3,5
	ATM ukupni dug (godine)	6,3	6,2	6,2	6,4	6,4
Kamatni rizik	ATR (godine)	4,1	4,2	4,2	4,4	4,7
	Dug koji se refiksira u sljedećoj godini (% ukupnog duga)	46,1	44,5	43,2	38,6	33,6
	Dug po fiksnoj kamati (% ukupnog duga)	60,9	62,7	65,4	68,3	73,1
Valutni rizik	Vanjski dug (% ukupnog duga)	77,5	76,7	75,6	80,1	78,9
	Vanjski dug, isključujući dug u EUR (% ukupnog duga)	37,8	37,1	33,7	32,8	31,4
	Vanjski dug, isključujući dug u EUR (% vanjskog duga)	48,8	48,4	44,5	40,9	39,9
	Kratkoročni vanjski dug (% rezervi)	7,4	8,9	7,6	5,7	4,9

Analizom uporednih indikatora primjetno je da su se nominalni dug u odnosu na BDP i sadašnja vrijednost u odnosu na BDP smanjili u 2019. godini, dok je udio kamate u BDP-u i prosječna ponderisana kamatna stopa ostala na istom nivou kao i prethodnih godina.

Rizik refinansiranja u 2019. godini je manji u odnosu na 2018. i 2017. godinu s obzirom da je došlo do značajnog smanjenja dospelja duga u sljedećoj godini, s tim da je prosječno vrijeme do dospelja duga za ukupni dug ostalo na nivou prethodne godine.

Takođe, došlo je i do smanjenja izloženosti riziku kamatne stope u 2019. godini u odnosu na prethodne godine imajući u vidu da su svi indikatori koji se odnose na ovaj rizik poboljšani. Na povećanje duga sa fiksnom kamatnom stopom u ukupnom dugu uticalo je to što je finansiranje vršeno uglavnom putem fiksnih instrumenata, kao i fiksiranje kamatne stope u 2019. godini za 6 kredita Svjetske banke (Međunarodne banke za obnovu i razvoj - IBRD) kod kojih je postojala mogućnost fiksiranja kamatne stope.

Učešće vanjskog duga u ukupnom dugu u 2019. godini je smanjeno u odnosu na prethodnu godinu, kao i izloženost vanjskog duga promjenama valutnih kurseva. Naime, učešće vanjskog duga u neEUR valutama u ukupnom i vanjskom dugu je smanjeno, kao i učešće kratkoročnog vanjskog duga u deviznim rezervama.

Ukupno angažirana vanjska sredstva u 2019. godini iznose 552,6 mil KM, od čega je 81,8% u EUR valuti, a sa fiksnom kamatnom stopom 67,4%.

Imajući u vidu navedeno, upravljanje dugom u 2019. godini, kao i prethodnih godina, vršeno je u skladu sa smjernicama definisanim Srednjoročnom strategijom upravljanja dugom Bosne i Hercegovine i entitetskim i DB strategijama upravljanja dugom. Takođe, i dalje je potrebno aktivnosti upravljanja dugom usmjeravati ka tome da nivo troškova i rizika bude na prihvatljivom nivou.

5. Makroekonomski okvir

Makroekonomske pretpostavke⁴ korištene u analizi izrade Strategije BiH su prikazane u Tabeli 4..

Tabela 4.: Makroekonomske pretpostavke

	2019.	2020.	2021.	2022.	2023.
Nominalni BDP (u mil. KM)	35.753	34.644	35.888	37.569	39.291
Nominalni rast (u %)	4,3	-3,1	3,6	4,7	4,6
BDP deflator (preth.godina=100)	101,9	99,9	101,1	101,5	101,2
Realni rast (u %)	2,4	-3,0	2,5	3,1	3,4
Inflacija mjerena indeksom potrošačkih cijena u %	0,6	-0,8	1,2	1,3	1,4
Budžetski prihodi ⁵ (u mil. KM)	6.349	7.809	8.001	8.196	8.529
Budžetski rashodi ⁶ (u mil. KM)	5.831	8.988	8.424	8.524	8.626

⁴ BDP, nominalni rast, realni rast, BDP deflator i inflacija mjerena indeksom potrošačkih cijena su projekcije Direkcije za ekonomsko planiranje BiH iz septembra 2020. godine.

⁵ Zbir prihoda entiteta, DB i Institucija BiH koji su korišteni u izradi strategija.

⁶ Zbir rashoda entiteta, DB i Institucija BiH koji su korišteni u izradi strategija.

6. Izvori finansiranja

6.1. Vanjski izvori finansiranja

Potencijalni vanjski izvori finansiranja predviđeni Strategijom BiH su navedeni u Tabeli 5..

Tabela 5.: Vanjski izvori finansiranja

Naziv kreditora	Kamatna stopa	Grejs period	Rok otplate	Valuta	Rizik
IBRD	Fiksna ili varijabilna	5-10	15-32	EUR	Rizik refiksiranja za varijabilnu
IMF	Varijabilna	3-4,5	5-10	SDR	Rizik refiksiranja, refinansiranja i valutni rizik
EIB	Fiksna ili varijabilna	4-8	25-30	EUR	Rizik refiksiranja za varijabilnu
CEB	Fiksna ili varijabilna	5	10	EUR	Rizik refiksiranja za varijabilnu
IFAD	Fiksna ili varijabilna	3-10	18-30	SDR	Rizik refiksiranja za varijabilnu, refinansiranja i valutni rizik
EBRD	Fiksna ili varijabilna	3-5	12-15	EUR	Rizik refiksiranja za varijabilnu i refinansiranja
EVROPSKA KOMISIJA	Fiksna ili varijabilna	N/A	N/A	EUR	Rizik refiksiranja za varijabilnu
OPEC FOND	Fiksna	10	20	USD	Valutni rizik
KfW	Fiksna	0,5-10	9-20	EUR	Rizik refinansiranja
IDA	Fiksna	5	25	SDR	Valutni rizik
SAUDIJSKI FOND	Fiksna	5	25	SAR	Valutni rizik
KUVAJTSKI FOND	Fiksna	5	25	KWD	Valutni rizik
EUROOBVEZNICA	Fiksna	4	5	EUR	Rizik refinansiranja
OSTALI KREDITORI	Fiksna ili varijabilna	3-10	10-31	EUR/ SDR/ JPY	Rizik refiksiranja za varijabilnu, refinansiranja i valutni rizik za SDR i JPY

Bosna i Hercegovina ima rejting B sa stabilnim izgledima, koji je dodijelila Međunarodna agencija za ocjenu državnog (suverenog) kreditnog rejtinga Standard&Poor's, te rejting B3 sa stabilnim izgledima dodjeljen od agencije Moody's.

6.2. Unutrašnji izvori finansiranja

RS planira da izdaje trezorske zapise ročnosti 6 i 12 mjeseci i obveznice ročnosti 3, 5, 7 i 10 godina sa „bullet“ otplatom i fiksnom kamatnom stopom. FBiH planira izdavanje trezorskih zapisa ročnosti 3,6,9 i 12 mjeseci i obveznica ročnosti 3, 5, 6, 7 i 10 godina sa „bullet“ otplatom. DB ne planira zaduživanje na domaćem tržištu.

7. Analiza Strategije BiH

U cilju određivanja preferiranih strategija entiteta i DB korišteni su scenariji šoka kako bi se sagledao uticaj rasta kamatnih stopa na unutrašnji i vanjski dug i deprecijacije valutnih kurseva⁷. Troškovi su izračunati na osnovu tokova koji se generišu u skladu sa osnovnim scenarijem, dok se rizik mjeri kao povećanje troškova otplate duga zbog šokova koji utiču na valutne kurseve, povećanje kamatnih stopa i povećanje duga u odnosu na BDP.

U nastavku se daje kratak opis usvojenih strategija entiteta i DB, gdje su entiteti i DB, na osnovu navedene analize, identifikovali preferirane strategije.

7.1. Opis srednjoročnih strategija upravljanja dugom entiteta i Brčko distrikta

FBiH je odabrala strategiju⁸ po kojoj bi zaduživanje FBiH bilo u skladu sa Budžetom Federacije BiH za 2021. godinu, Dokumentom okvirnog budžeta Federacije BiH u periodu 2021-2023. godine i Programom javnih investicija (PJI) za period 2021-2023. godine. Finansiranje razvojnih projekata do 2023. godine procijenjeno je na 1.835,37 miliona KM. Vanjski izvori finansiranja su okvirno identifikovani, te su u kontekstu procjene troškova i rizika primijenjeni kreditni uslovi u skladu sa generalnim uslovima poslovanja kreditora u pogledu fiksne ili promjenjive kamatne stope uz preferiranu valutu EUR. Budžetska podrška će se finansirati sredstvima Međunarodnog monetarnog fonda u okviru proširenog aranžmana (EFF), sredstvima Europske unije u okviru makroekonomske pomoći kao i sredstvima prikupljenim emisijama trezorskih zapisa i trogodišnjih, petogodišnjih, šestogodišnjih, sedmogodišnjih, desetogodišnjih obveznica u obimu koji osigurava i razvoj domaćeg tržišta. Strukturu portfolija duga nastojat će se minimizirati sveukupni rizici i nastaviti sa razvojem domaćeg tržišta vrijednosnih papira. Više detalja o navedenoj strategiji nalazi se u Poglavlju II u dijelu B. Strategija upravljanja dugom Federacije BiH.

Strategija diverzifikacije izvora finansiranja, instrumenata i baze investitora je usvojena strategija Vlade RS⁹. Prema ovoj strategiji, tokom datog perioda udio finansiranja iz vanjskih izvora se povećava u odnosu na udio finansiranja iz domaćih izvora. Za finansiranje investicionih projekata koriste se vanjski izvori finansiranja, kao rezultat maksimalnog iskorištavanja pristupa koncesionim izvorima (WB, EIB, EBRD, KfW, Razvojna banka Vijeća Evrope, itd.), što doprinosi smanjenju rizika refinansiranja i smanjenju troška. Za finansiranje budžetske potrošnje većim dijelom koriste se emisije srednjoročnih hartija od vrijednosti na međunarodnom i domaćem finansijskom tržištu, sa „bullet“ otplatom, a u manjem obimu putem domaćih i vanjskih kredita. Prosječno učešće finansiranja iz domaćih izvora je smanjeno u korist finansiranja iz vanjskih izvora. Više detalja o navedenoj strategiji nalazi se u Poglavlju II u dijelu A. Strategija upravljanja dugom Republike Srpske.

DB je odabrao Strategiju preferiranja multilateralnih kreditora¹⁰ (nova zaduživanja u valuti EUR po mogućnosti sa fiksnom kamatnom stopom) za investicione projekte od ključnog značaja za ubrzaniji ekonomski rast i razvoj Distrikta Brčko iz razloga što takva strategija obezbjeđuje prihvatljiviji nivo troškova i rizika finansiranja kao i iz razloga što su uslovi zaduživanja kod domaćih komercijalnih

⁷ Deprecijacija KM u odnosu na USD

⁸ Identifikovana kao strategija S1 u Strategiji upravljanja dugom FBiH.

⁹ <https://www.vladars.net/sr-SP-Cyrl/Vlada/Ministarstva/mf/PPP/ud/Pages/default.aspx#collapsible0>

¹⁰ Identifikovana kao strategija S2 u Strategiji upravljanja dugom DB.

banaka još uvijek nepovoljni i što za sada na postoji zakonski okvir koji omogućava emisiju trezorskih dugoročnih obveznica. Prema ovoj strategiji do kraja 2023. godine procenat nominalnog duga u BDP-u Distrikta Brčko bi iznosio 6,9% u poređenju sa sadašnjih 6,4% koliko je iznosio na kraju 2019. godine. Iznos kamate u odnosu na BDP ostao je na istom nivou kao i u 2019. godini. Rizik refinansiranja u ovoj strategiji je najniži obzirom da je prosječno vrijeme do dospeljeća duga (ATM) produženo s 4,0 na 5,9 godina. Oko 71,8 % duga koji treba da se refiksira u roku od godinu dana je rezultat velikog učešća varijabilne kamatne stope u portfoliju ukupnog duga (80,0%) u odnosu na 20,0% duga sa fiksnom kamatnom stopom, a prosječno vrijeme za refiksiranje je povećano s 1,7 godina na 3,3 godine. Takođe, došlo bi do povećanja vanjskog duga u ukupnom dugu sa 95,8% na 100,0%. Više detalja o navedenoj strategiji nalazi se u Poglavlju II u dijelu C. Srednjoročna strategija upravljanja dugom Brčko distrikta.

Struktura duga Institucija BiH na kraju 2019. godine pokazuje da je cjelokupni dug Institucija BiH vanjski dug sa prosječnom ponderisanom kamatnom stopom od 1,3%. Učešće fiksne kamatne stope je 93,5%, prosječno vrijeme do dospeljeća je 6,9 godina, dok 9,7% duga dospeljeva u narednoj godini. Analiza strukture duga Institucija BiH je pokazala da je 6,5% od ukupnog duga izloženo riziku promjene kamatne stope i 11,3% riziku promjene valutnih kurseva s obzirom da je 88,7% ukupnog duga u EUR valuti. Institucije BiH u posmatranom periodu ne planiraju nova zaduženja osim povlačenja po već postojećim ugovorenim kreditima, a u slučaju potrebe za novim vanjskim finansiranjem primjenjivat će smjernice definisane Strategijom BiH.

7.2. Analiza troškova i rizika Strategije BiH

U Tabeli 6. su prikazani indikatori troškova i rizika Strategije BiH na kraju 2023. godine, kao i indikatori troškova i rizika duga BiH na kraju 2019. godine.

Tabela 6.: Indikatori troškova i rizika postojećeg duga i izabrane Strategije BiH

Indikatori troškova i rizika		2019.	2023.
		BiH	Strategija BiH
Nominalni iznos duga u odnosu na BDP (%)		28,7	36,8
Sadašnja vrijednost duga u odnosu na BDP (%)		24,3	31,9
Iznos kamate u odnosu na BDP (%)		0,6	0,7
Prosječna ponderisana kamatna stopa (%)		1,9	1,9
Rizik refinansiranja	Dospeljeće duga u sljedećoj godini (% ukupnog)	9,6	9,2
	Dospeljeće duga u sljedećoj godini (% BDP)	2,7	3,4
	ATM vanjski dug (godine)	7,1	6,9
	ATM unutrašnji dug (godine)	3,5	3,2
	ATM ukupni dug (godine)	6,4	6,3
Kamatni rizik	ATR (godine)	4,7	4,0
	Dug koji se refiksira u sljedećoj godini (% ukupnog duga)	33,6	42,2
	Dug po fiksnoj kamati (% ukupnog duga)	73,1	63,8
Valutni rizik	Vanjski dug (% ukupnog duga)	78,9	84,3
	Vanjski dug, isključujući dug u EUR (% ukupnog duga)	31,4	27,3
	Kratkoročni vanjski dug (% rezervi)	4,9	6,1

Nominalni iznos duga na kraju 2023. godine (14.455,3 miliona KM) povećava se za 40,7% u odnosu na stanje duga na kraju 2019. godine (10.273,5 miliona KM), zbog većih potreba za finansiranjem putem zaduživanja usljed smanjene ekonomske aktivnosti izazvane pandemijom Covid-19. Međutim, prosječna ponderisana kamatna stopa po strategiji ostaje na istom nivou kao na kraju 2019. godine zbog korištenja vanjskih kredita sa varijabilnom kamatnom stopom (IMF, EBRD, IBRD i dr.).

Izloženost riziku refinansiranja na kraju 2023. godine je neznatno povećana u odnosu na kraj 2019. godine s obzirom da prosječno vrijeme dospeljeća vanjskog, unutrašnjeg i ukupnog duga, kao i dug koji dospeljeva u narednoj godini kao procenat ukupnog duga ostaju na približno istom nivou, dok se udio duga koji dospeljeva u narednoj godini u BDP-u povećava.

Indikatori kamatnog rizika se na kraju 2023. godine pogoršavaju u odnosu na 2019. godinu zbog većeg vanjskog zaduživanja po varijabilnoj kamatoj stopi. Naime, udio duga sa uslovima fiksnih kamatnih stopa smanjuje se na 63,8% prema strategiji u odnosu na trenutni nivo, dok se dug koji se refiksira u narednoj godini povećava zbog većeg vanjskog zaduživanja po varijabilnoj kamatnoj stopi.

Učešće vanjskog duga u ukupnom dugu se povećava, ali zbog preferiranja vanjskog zaduživanja u valuti EUR učešće duga u neEUR valutama u ukupnom dugu se smanjuje u odnosu na 2019. godinu, te se smanjuje izloženost promjenama valutnih kurseva. Povećava se udio kratkorčnog vanjskog duga u deviznim rezervama u odnosu na trenutno stanje zbog porasta otplate vanjskog duga u 2024. godini u odnosu na 2020. godinu, a što je, prije svega, rezultat dospeljeća obaveza po osnovu RFI aranžmana sa IMF-om.

8. Smjernice

Odabrana strategija obezbjeđuje iste troškove finansiranja, uz manji valutni rizik i uz prihvatljivi nivo kamatnog i rizika refinansiranja u odnosu na trenutno stanje. U cilju ostvarenja navedenog poželjno je nove vanjske kredite ugovarati sa dužim rokom dospeljeća i dužim grejs periodom, fiksnim kamatnim stopama i u valuti EUR gdje god uslovi kreditora to omogućavaju, uz uvažavanje troška finansiranja. S tim u vezi, za vanjski državni dug operativne smjernice do 2023. godine su:

- Kod novog vanjskog zaduživanja, gdje je moguće birati vrstu kamatne stope, preferirati fiksnu kamatnu stopu (osim ako analiza ne ukazuje na snažnu argumentaciju za izbor promjenljive kamatne stope).
- Kod novog vanjskog zaduživanja, gdje je moguće birati rok otplate i grejs period, preferirati vanjska zaduživanja sa dužim grejs periodom i dužim rokom otplate.
- Prilikom planiranja zaduživanja voditi računa da se održi ravnomjerna struktura otplate po godinama u cilju minimiziranja rizika refinansiranja.
- U cilju smanjenja valutnog rizika kod novog vanjskog zaduživanja, gdje je moguće izabrati valutu, treba preferirati valutu EUR.

Smjernice za unutrašnji i vanjski dug entiteta i DB su definisane u okviru strategija entiteta i DB, a koje predstavljaju sastavni dio Strategije BiH.

II SREDNJOROČNE STRATEGIJE UPRAVLJANJA DUGOM ENTITETA I BRČKO DISTRIKTA

A. STRATEGIJA UPRAVLJANJA DUGOM REPUBLIKE SRPSKE

1. Cilj, obuhvat i pretpostavke

Srednjoročna strategija upravljanja dugom Republike Srpske (u daljem tekstu: Strategija) utvrđuje srednjoročni cilj i plan aktivnosti u oblasti upravljanja dugom koje Vlada Republike Srpske namjerava da provede u toku posmatranog srednjoročnog perioda. Implementacijom, u Strategiji navedenih mjera i aktivnosti, obezbijediće se željena struktura portfolija duga imajući u vidu preferencije troškova i rizika Vlade Republike Srpske.

S obzirom na činjenicu da je jedna od neophodnih poluga za aktivno upravljanje dugom redovno utvrđivanje i objavljivanje implementacije Strategije upravljanja dugom čiji su ciljevi bazirani na analizi troškova i rizika, uvažavajući makroekonomske i tržišne prilike i ograničenja, implementacija Strategije se kontinuirano prati i o njenom izvršenju se godišnje izvještava Vlada Republike Srpske.

Strategija obuhvata dug koji predstavlja direktnu ili indirektnu obavezu Republike Srpske¹¹, uz određene izuzetke.

Podaci o vanjskom dugu obuhvataju:

- 1) dug Republike Srpske (izuzev dijela duga prema Pariškom klubu kreditora - Njemačka, za koji nisu utvrđeni uslovi otplate);
- 2) dug jedinica lokalne samouprave nastao po osnovu indirektnog zaduženja Republike Srpske;
- 3) dug javnih preduzeća i Investiciono razvojne banke Republike Srpske nastao po osnovu indirektnog zaduženja Republike Srpske.

Podaci o unutrašnjem dugu obuhvataju:

- 1) dug Republike Srpske (verifikovani unutrašnji dug regulisan Zakonom o unutrašnjem dugu Republike Srpske, trezorski zapisi¹², srednjoročne obveznice, krediti i aktivirane garancije);
- 2) dug fondova socijalne sigurnosti nastao po osnovu indirektnog zaduženja Republike Srpske.

Dug (vanjski i unutrašnji) nastao direktnim zaduženjem jedinica lokalne samouprave, fondova socijalne sigurnosti, javnih preduzeća i Investiciono razvojne banke Republike Srpske nije obuhvaćen Strategijom, jer isti ne predstavlja ni direktnu niti indirektnu obavezu Republike Srpske, te njime Ministarstvo finansija Republike Srpske, u ime Vlade Republike Srpske, ne može ni da upravlja. Detaljan pregled obuhvata Strategije dat je u Prilogu 1.

Cilj upravljanja dugom Republike Srpske je obezbjeđenje finansijskih sredstava za finansiranje odobrenih investicionih projekata, refinansiranje posmatranog duga i izvršenje budžeta Republike Srpske, uz minimalne troškove i rizike.

Strategija se zasniva na sljedećim pretpostavkama:

- 1) U srednjem roku Vlada Republike Srpske će provoditi fiskalnu konsolidaciju i plan reformi prezentovan Programom ekonomskih reformi Republike Srpske za period 2021-2023. godine (u daljem tekstu: ERP RS 2021-2023), kako bi se obezbijedila dugoročna fiskalna održivost (u skladu sa Zakonom o fiskalnoj odgovornosti);

¹¹U skladu sa Zakonom o zaduživanju, dugu i garancijama Republike Srpske („Službeni glasnik Republike Srpske“ br. 71/12, 52/14, 114/17 i 131/20), indirektni dug Republike Srpske je dug nastao u ime i za račun dužnika (jedinice lokalne samouprave, fondovi socijalne sigurnosti, Investiciono-razvoja banka i fondovi kojima ona upravlja, javna preduzeća i institucije javnog sektora) i vraća ga Republika Srpska iz sredstava koja taj dužnik uplati za svoj relevantni dug.

¹²Sa 31.12.2019. godine, nije bilo obaveza po osnovu trezorskih zapisa, jer su svi emitovani trezorski zapisi izmireni zaključno sa 31.12.2019. godine.

- 2) Projekcijama makroekonomskih pokazatelja i fiskalnog okvira (tabele 1 i 2), prikazanim u ERP RS 2021-2023¹³ i usklađenom Dokumentu okvirnog budžeta Republike Srpske za period 2021-2023. godine sa politikama Vlade Republike Srpske (u daljem tekstu: UDOB RS 2021-2023);
- 3) Sva nova zaduženja u kojima se kao zajmoprimac pojavljuje Vlada Republike Srpske biće ugovorena u skladu sa procedurama propisanim Zakonom o zaduživanju, dugu i garancijama Republike Srpske, odnosno posredstvom Ministarstva finansija Republike Srpske;
- 4) Nema priznavanja (preuzimanja) duga od drugih nivoa vlasti;
- 5) Verifikacija i izmirenje obaveza regulisanih Zakonom u unutrašnjem dugu Republike Srpske (u daljem tekstu: ZoUD RS) vršiće se u skladu sa projekcijama uključenim u UDOB RS 2021-2023;
- 6) Centralna banka Bosne i Hercegovine (u daljem tekstu: CB BiH) nastaviće da održava monetarnu stabilnost u skladu sa aranžmanom valutnog odbora, prema odredbama Zakona o Centralnoj banci, i neće izdavati hartije od vrijednosti na domaćem tržištu;
- 7) Kreditni rejting Bosne i Hercegovine i Republike Srpske neće biti snižen u srednjem roku¹⁴;
- 8) Baza institucionalnih investitora na domaćem finansijskom tržištu Republike Srpske će biti održavana i proširena u srednjem roku;
- 9) Neće biti značajnijih povećanja referentne kamatne stope Evropske centralne banke¹⁵;
- 10) Zajmodavci će nuditi sredstva po prihvatljivim uslovima;
- 11) Ostalim analitičkim pretpostavkama koje su korištene u svrhu kvantitativne analize Strategije prezentovanim u Prilogu 2.

Tabela 1: Pregled makroekonomskih pokazatelja za period 2016-2019. godine, procjena za 2020. godinu i projekcije za period 2021-2023. godine

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
BDP								
BDP nominalni, u mil. KM	9.630,6	10.077,0	10.679,6	11.251,3	10.890,2	11.254,0	11.714,9	12.194,8
Broj stanovnika, u mil.	1,2	1,2	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1
BDP po stanovniku, u KM	8.320,0	8.739,7	9.303,6	9.848,0	9.557,1	9.902,4	10.335,2	10.787,1
% rasta BDP-a, nominalno	4,6	4,6	6,0	5,4	-3,2	3,3	4,1	4,1
Inflacija - prosječna god. stopa	-1,2	0,5	1,2	0,5	-0,9	0,3	0,7	1,1
realne stope rasta %								
Realni rast BDP-a	3,5	3,1	3,9	2,5	-3,5	2,6	3,2	3,0
Privatna potrošnja	2,4	2,6	2,5	2,8	-3,6	1,7	2,0	2,2
Potrošnja države	2,3	-0,8	1,8	1,5	2,8	-0,5	1,1	0,7
Bruto investicije u stalna sredstva	3,8	-0,7	11,0	-2,1	-6,0	6,0	8,0	7,1
Pretpostavke:								
Prosječne neto plate u KM	836,0	831,0	857,0	906,0	952,0	961,0	973,0	985,0
Izvoz roba u mil. KM	2.869,1	3.476,1	3.741,8	3.610,4	3.203,9	3.421,8	3.646,6	3.849,6
Izvoz roba, godišnji rast u %	9,8	21,2	7,6	-3,5	-11,3	6,8	6,6	5,6
Uvoz roba u mil. KM	4.426,9	4.899,1	5.222,3	4.782,2	4.445,6	4.739,9	5.066,1	5.381,6
Uvoz roba, godišnji rast u %	1,3	10,7	6,6	-8,4	-7,0	6,6	6,9	6,2
Pokrivenost uvoza izvozom u %	64,8	71,0	71,7	75,5	72,1	72,2	72,0	71,5
Stopa nezaposlenosti %	24,8	21,0	17,2	11,7	11,0	10,1	9,2	8,4

Izvor: ERP RS 2021-2023. godine, MF RS, RZS RS

¹³ERP RS 2021-2023 sadrži detaljne pretpostavke makroekonomskih projekcija i fiskalnog okvira i rizike njihovog ostvarivanja.

¹⁴Aktuelni kreditni rejting BiH je „B sa stabilnim izgledima“ (prema ocjeni kreditne agencije Standard and Poors), te „B3 sa stabilnim izgledima“ (prema ocjeni kreditne agencije Moody's). Prema posljednjoj ocjeni (kreditne agencije Moody's) kreditni rejting Republike Srpske je „B3 sa stabilnim izgledima“.

¹⁵Evropska centralna banka; Saopštenje za javnost od 21.01.2021. godine

Tabela 2: Fiskalni okvir za period 2020-2023

	Drugi Rebalans Budžeta 2020	Budžet 2021	UDOB 2022	UDOB 2023
A. BUDŽETSKI PRIHODI (I+II+III+IV)	2.802,2	2.846,8	2.921,1	3.059,3
I Poreski prihodi	2.570,2	2.586,7	2.695,4	2.828,6
II Neporeski prihodi	189,5	219,6	225,5	230,4
III Grantovi	39,0	40,2	0,0	0,0
IV Transferi između ili unutar jedinica vlasti	3,5	0,3	0,3	0,3
B. BUDŽETSKI RASHODI (I+II+III)	3.070,0	3.052,6	3.068,4	3.133,5
I Tekući rashodi	2.662,4	2.701,8	2.782,8	2.845,6
II Transferi između i unutar jedinica vlasti	406,5	343,4	280,7	280,4
III Budžetska rezerva	1,0	7,5	4,9	7,5
C. BRUTO BUDŽETSKI SUFICIT/DEFICIT (A-B)	-267,8	-205,8	-147,3	-74,2
D.NETO IZDACI ZA NEFINANSIJSKU IMOVINU	-126,0	-120,8	-122,0	-123,6
E. BUDŽETSKI SUFICIT/DEFICIT (C+D)	-393,8	-326,6	-269,3	-197,8
F. NETO FINANSIRANJE (G+H)	393,8	326,6	269,3	197,8
G. NETO PRIMICI OD FINANSIJSKE IMOVINE	69,0	81,5	108,1	119,4
H. NETO ZADUŽIVANJE	332,6	278,7	193,5	110,1
I. OSTALI NETO PRIMICI	-7,8	-33,6	-32,3	-31,6

Izvor: MF RS

2. Postojeći portfolio duga

2.1.Pregled portfolija

Dug koji je obuhvaćen Strategijom iznosi 4.840,0 miliona KM (2.768,9 miliona USD, tj. 43,0% BDP-a), na dan 31.12.2019. godine. Vanjski dug iznosi 69,9% ukupnog posmatranog duga (3.382,3 miliona KM ili 1.935,0 miliona USD, što čini 30,1% BDP-a), dok unutrašnji dug iznosi 30,1% ukupnog posmatranog duga (1.457,7 miliona KM ili 833,9 miliona USD, što čini 13,0% BDP-a).

Vanjski dug obuhvaćen Strategijom sastoji se od:

- 1) relevantnog vanjskog duga, tj. zajmova ugovorenih posredstvom Ministarstva finansija i trezora BiH, te alociranog starog vanjskog duga (dug nastao do 02.04.1992. godine);

Stanje relevantnog vanjskog duga sa 31.12.2019. godine iznosi 3.014,1 milion KM (1.724,3 miliona USD, što predstavlja 62,3% ukupnog posmatranog duga, te 26,8% BDP-a).

- 2) direktnog vanjskog duga (dug koji je Republika Srpska direktno ugovorila sa vanjskim kreditorima);

Stanje direktnog vanjskog duga sa 31.12.2019. godine iznosi 368,2 miliona KM (210,7 miliona USD, što predstavlja 7,6% ukupnog posmatranog duga, te 3,3% BDP-a).

U ukupnom posmatranom vanjskom dugu najveće učešće ima dug prema multilateralnim kreditorima (72,8%), zatim bilateralnim kreditorima (16,8%), te dug u formi obveznica emitovanih na međunarodnom tržištu (10,5%). Posmatrano po pojedinačnim kreditorima, najveće učešće u ukupnom posmatranom vanjskom dugu imaju obaveze prema Evropskoj investicionoj banci (u daljem tekstu: EIB; 32,1%), Svjetskoj banci – IDA i IBRD (u daljem tekstu: WB; 31,8%), Pariškom klubu (5,7%), Vladi Japana

(4,9%), te Međunarodnom monetarnom fondu (u daljem tekstu: IMF; 3,0%). U valutnoj strukturi ukupnog vanjskog duga najveće je učešće EUR i SDR, i to 65,0% i 22,3%, respektivno, JPY učestvuje sa 4,9%, USD sa 2,9%, dok je 4,9% učešće ostalih valuta (KRW, CPU, CHF, SEK, DKK, CAD).

Unutrašnji dug obuhvaćen Strategijom sastoji se od:

1) srednjoročnih obveznica;

Stanje duga po srednjoročnim obveznicama sa 31.12.2019. godine iznosi 867,8 miliona KM (496,4 miliona USD, što predstavlja 17,9% ukupnog posmatranog duga, te 7,7% BDP-a). Rok dospeljeća obveznica emitovanih sa amortizacionom otplatom je 5 godina, dok je rok dospeljeća obveznica emitovanih sa jednokratnom otplatom 5, 7 i 10 godina.

2) komercijalnih kredita kod domaćih banaka;

Stanje duga po ovim kreditima na dan 31.12.2019. godine iznosi 251,1 milion KM (143,6 miliona USD, što predstavlja 5,2% ukupnog posmatranog duga, te 2,2% BDP-a). Ovi krediti otplaćuju se uz fiksnu ili varijabilnu kamatnu stopu, sa rokom dospeljeća od 5 do 12 godina i grejs periodom od 3 mjeseca do 3 godine, uz amortizacionu otplatu.

3) obveznica emitovanih za izmirenje obaveza definisanih ZoUD RS i to:

- i) obveznice za izmirenje obaveza po osnovu ratne štete sa rokom dospeljeća od 13 do 15 godina i grejs periodom od 3 do 5 godina, uz kamatnu stopu od 1,5% i amortizacionu otplatu;
- ii) obveznice za izmirenje obaveza po osnovu stare devizne štednje sa rokom dospeljeća od 5 godina, bez grejs perioda, uz kamatnu stopu od 2,5% i amortizacionu otplatu;
- iii) obveznice za izmirenje obaveza prema dobavljačima i po osnovu izvršnih sudskih odluka, sa rokom dospeljeća od 15 godina i grejs periodom od 5 godina, uz kamatnu stopu od 1,5% i amortizacionu otplatu;

Ove obveznice su registrovane u Centralnom registru hartija od vrijednosti Republike Srpske i kotiraju na Banjalučkoj berzi. Stanje duga po ovim obveznicama, na dan 31.12.2019. godine, iznosi 260,8 miliona KM (149,2 miliona USD, što predstavlja 5,4% ukupnog posmatranog duga, te 2,3% BDP-a).

4) planiranih emisija obveznica za izmirenje verifikovanih obaveza definisanih ZoUD RS, i to sa rokom dospeljeća od 13 godina i grejs periodom od 3 godine, uz kamatnu stopu od 1,5% i amortizacionu otplatu;

Stanje duga po ovim obavezama, na dan 31.12.2019. godine, iznosi 16,9 miliona KM (9,7 miliona USD, što predstavlja 0,3% ukupnog posmatranog duga, te 0,2% BDP-a).

5) gotovinskih isplata (prema akcionom planu) za izmirenje obaveza na ime izvršnih sudskih odluka po osnovu ratne štete i opštih obaveza, u skladu sa ZoUD RS;

Stanje duga po ovom osnovu, na dan 31.12.2019. godine, iznosi 61,2 miliona KM (35,0 miliona USD, što predstavlja 1,3% ukupnog posmatranog duga, te 0,5% BDP-a).

Rashodi za period 2021-2023. godine planirani u UDOB RS 2021-2023 uvećani su za procijenjeni iznos dospeljeća obaveza po planiranim emisijama i gotovinskim isplatama (prema procijenjenoj dinamici verifikacije ratne štete, stare devizne štednje i opštih obaveza u pomenutom periodu), što se odražava na potrebe za finansiranjem.

Najvažniji indikatori troškova i rizika postojećeg portfolija prikazani su tabelom 3, dok su tabelom 4 prikazane vrijednosti indikatora troškova i rizika u periodu 2014-2019. godine.

Tabela 3: Indikatori troškova i rizika postojećeg portfolija

	Vanjski dug	Unutrašnji dug	Ukupan dug
Iznos (u milionima KM)	3.382,3	1.457,7	4.840,0
Iznos (u milionima USD)	1.935,0	833,9	2.768,9
Nominalni iznos duga u odnosu na BDP (%)	30,1	13,0	43,0
Sadašnja vrijednost duga u odnosu na BDP (%)	23,8	13,0	36,7
Trošak zaduživanja			
Iznos kamate u odnosu na BDP (%)	0,6	0,4	1,0
Prosječna ponderisana kamatna stopa ¹⁶ , u % (WAIR)	1,9	3,2	2,3
Rizik refinansiranja			
Prosječno vrijeme do dospelja, u godinama (ATM)	8,0	3,9	6,8
Dug koji dospijeva u roku od godinu dana (% od ukupnog)	5,7	12,9	7,9
Dug koji dospijeva u roku od godinu dana (% BDP-a)	1,7	1,7	3,4
Rizik kamatne stope			
Prosječno vrijeme do refiksiranja, u godinama (ATR) ¹⁷	6,2	3,8	5,5
Dug koji se refiksira u roku od godinu dana (% od ukupnog)	28,2	15,8	24,5
Dug sa fiksnom kamatnom stopom (% od ukupnog)	75,2	95,5	81,3
Valutni rizik			
Vanjski dug (% od ukupnog)			69,9
Kratkoročni vanjski dug (u % deviznih rezervi)			4,6

Izvor: MF RS

Tabela 4: Indikatori troškova i rizika polaznog portfolija na kraju 2014. godine, te vrijednosti ostvarene po godinama u periodu 2015-2019. godine

	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Nominalni iznos duga u odnosu na BDP (%)	48,0	48,3	49,8	45,5	43,8	43,0
Sadašnja vrijednost duga u odnosu na BDP (%)	41,4	41,1	42,4	39,2	37,1	36,7
Trošak zaduživanja						
Iznos kamate u odnosu na BDP (%)	1,0	1,1	1,2	1,0	1,0	1,0
Prosječna ponderisana kamatna stopa, u % (WAIR)	2,1	2,2	2,3	2,2	2,3	2,3
Rizik refinansiranja						
Dug koji dospijeva u roku od godinu dana (% od ukupnog)	10,2	12,1	13,7	16,0	10,4	7,9
Dug koji dospijeva u roku od godinu dana (% BDP-a)	4,9	5,8	6,8	7,3	4,6	3,4
Prosječno vrijeme do dospelja vanjskog duga, u god. (ATM)	7,7	7,6	7,8	8,0	8,0	8,0
Prosječno vrijeme do dospelja unutrašnjeg duga, u god. (ATM)	4,2	3,2	3,4	3,4	3,5	3,9
Prosječno vrijeme do dospelja ukupnog duga, u god. (ATM)	6,6	6,1	6,3	6,4	6,7	6,8
Rizik kamatne stope						
Prosječno vrijeme do refiksiranja, u godinama (ATR)	4,4	4,1	4,6	4,8	5,4	5,5
Dug koji se refiksira u roku od godinu dana (% od ukupnog)	46,1	45,4	42,0	38,2	28,4	24,5
Dug sa fiksnom kamatnom stopom (% od ukupnog)	60,7	62,5	66,0	71,9	78,6	81,3
Valutni rizik						
Vanjski dug (% od ukupnog)	67,7	68,0	66,6	64,1	71,2	69,9
Kratkoročni vanjski dug (u % deviznih rezervi)	5,7	7,4	9,2	8,1	5,8	4,6

Izvor: MF RS

Struktura duga Republike Srpske analiziranog u okviru Strategije je u najvećoj mjeri rezultat osnovnog principa kojim se rukovalo pri zaduživanju u prošlosti, a to je maksimiziranje vanjskog

¹⁶Ponderisana prosječna kamatna stopa izračunata je stavljanjem u odnos sume proizvoda kamatnih stopa i stanja duga po pojedinačnim instrumentima na kraju 2019. godine, sa ukupnim stanjem duga svih instrumenata na kraju 2019. godine.

¹⁷Average time to refixing, ATR.

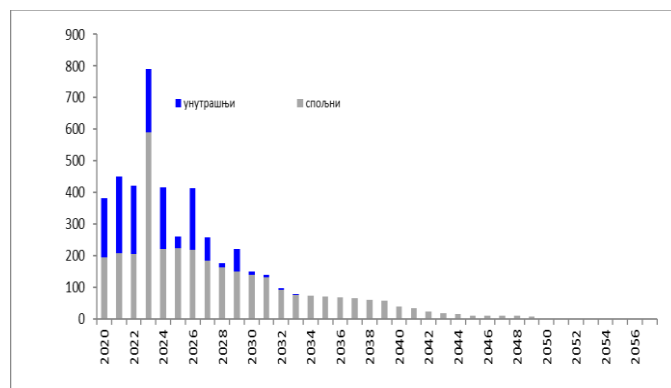
finansiranja po koncesionim uslovima. Stoga portfolio duga, koji je analiziran u okviru Strategije, karakteriše visok udio vanjskog duga sa relativno dugim rokom dospelja i niskom prosječnom kamatnom stopom.

Uopšteno gledajući, postojeći portfolio karakteriše nizak nivo troškova. Ponderisana prosječna kamatna stopa ukupnog duga je 2,3%, vanjskog duga 1,9%, a unutrašnjeg duga 3,2%. Ovo je u najvećoj mjeri rezultat vanjskih koncesionih zajmova, te niske kamatne stope koju nose obveznice za izmirenje obaveza unutrašnjeg duga, definisanih ZoUD RS.

Valutni rizik je umjeren. Od ukupnog portfolija, 45,4% denominovano u evru, dok je 30,1% denominovano u konvertibilnim markama. S obzirom na važeći aranžman valutnog odbora, kojim je domaća valuta vezana za EUR, samo je 24,5% ukupnog portfolija izloženo valutnom riziku (tj. 19,6% ukoliko se SDR dekomponuje na sastavne valute i isključi dio zasnovan na EUR-u). U USD je denominovano 2,0% portfolija (tj. 8,5% ukoliko se SDR dekomponuje na sastavne valute), što nosi određen nivo rizika, imajući u vidu fluktuacije USD u proteklom, kao i procjene za naredni period.

Rizik refinansiranja i refiksiranja je umjeren. Od ukupnog portfolija, 81,3% je ugovoreno sa fiksnim uslovima. Prosječno vrijeme do dospelja posmatranog portfolija je 6,8 godina. Prosječno vrijeme do dospelja vanjskog duga je 8,0 godina, što je rezultat dugoročnih koncesionih zajmova, a prosječno vrijeme do dospelja unutrašnjeg duga je 3,9 godina. Grafikonom 1 predstavljen je profil otplate postojećeg duga, iz kojeg je vidljiv značajan skok u otplati duga u 2023. godini, kao rezultat dospelja obaveza po osnovu vanjskog duga (17,5% od ukupnog posmatranog vanjskog duga), i to najvećim dijelom po osnovu obveznica emitovanih na međunarodnom tržištu, kao i usljed početka otplate više tranši kredita EIB, te jednokratne otplate tranše kredita Evropske komisije.

Grafikon 1. Profil otplate duga po postojećem portfoliju



Održavanje indikatora troškova i rizika na relativno niskom nivou predstavlja izazov za Republiku Srpsku, uzevši u obzir promjenu u strukturi izvora finansiranja. Postojeći portfolio duga karakterišu relativno povoljni indikatori troškova i rizika, zahvaljujući značajnoj zastupljenosti koncesionih izvora finansiranja, te obveznica za izmirenje obaveza po osnovu unutrašnjeg duga sa niskim troškovima i dugim rokom dospelja. S obzirom da će u budućnosti koncesioni izvori finansiranja biti manje dostupni, biće potrebno veće oslanjanje na komercijalne spoljne i domaće izvore, vodeći računa o tome da porast nivoa troškova i rizika bude prihvatljiv.

2.2. Implementacija strategije u 2019. godini i vrijednosti identifikovanih indikatora strukture duga

U 2019. godini upravljanje dugom vršeno je u skladu sa smjericama definisanim Strategijom upravljanja dugom za period 2018-2021. godine (u daljem tekstu: Strategija 2018-2021), koju je Vlada Republike Srpske usvojila u septembru 2018. godine.

U svrhu ispunjenja osnovnog cilja upravljanja dugom, definisanog dokumentom Strategija 2018-2021. godine, tj. obezbjeđenja potrebnih finansijskih sredstava, u 2019. godini investicioni projekti su finansirani iz vanjskih koncesionih izvora, dok je finansiranje budžetske potrošnje bilo obezbijeđeno najvećim dijelom iz domaćih izvora, i to emitovanjem hartija od vrijednosti na domaćem tržištu, kao i

putem kredita domaćih banaka, te jednim dijelom iz vanjskih izvora, tj. putem kredita međunarodnih finansijskih institucija.

Od ukupnog finansiranja u 2019. godini, putem vanjskih instrumenata realizovano je 40,6% (od čega su fiksni 77,6%, te u valuti EUR 74,0%), a učešće fiksnih instrumenata u ukupnom finansiranju iznosilo je 90,9%. U pogledu valutne strukture ukupnog finansiranja u 2019. godini, 59,4% realizovano u KM, 30,0% je realizovano u EUR, dok je u drugim stranim valutama osim EUR realizovano je 10,6%.

U pogledu izvora finansiranja budžetske potrošnje u 2019. godini, putem vanjskih varijabilnih instrumenata realizovano je 8,5% (što predstavlja 5,5% ukupnog finansiranja), dok je putem fiksnih instrumenata, kako vanjskih tako i domaćih, realizovano 91,5% (što predstavlja 59,4% ukupnog finansiranja). Što se tiče valutne strukture finansiranja budžetske potrošnje u 2019. godini, 91,5% je realizovano u KM dok je u EUR realizovano 8,5%.

U narednoj tabeli prikazana je struktura finansiranja budžetske potrošnje u 2019. godini planirana Strategijom 2018-2021. godine, te realizovano finansiranje u 2019. godini, po instrumentima.

Tabela 5: Struktura finansiranja budžetske potrošnje planirana strategijom i realizovano finansiranje u 2019. godini, po instrumentima

Instrumenti	Planirano	Realizovano
Vanjski varijabilni EUR	3,9%	8,5%
IMF varijabilni USD	27,0%	0,0%
Domaći krediti 5.god. fiksni	0,0%	22,0%
Domaće obveznice 5 god. fiksne	26,5%	27,4%
Domaće obveznice 7 god. fiksne	23,7%	27,0%
Domaće obveznice 10 god. fiksne	18,9%	15,1%
	100,0%	100,0%

Izvor: MF RS

Od strategijom planiranog finansiranja budžetske potrošnje u 2019. godini realizovano je 120,1%, pri čemu realizacija vanjskih varijabilnih instrumenata iznosi 33,1% (denominovanih u EUR-u 265,0%), a unutrašnjih fiksnih 159,0%.

Od ukupnog finansiranja realizovanog u 2019. godini po osnovu investicionih projekata, 89,8% je pribavljeno putem vanjskih fiksnih instrumenata (što predstavlja 31,5% ukupnog finansiranja), te 69,9% u valuti EUR (što predstavlja 24,5% ukupnog finansiranja).

Narednom tabelom prikazana je struktura finansiranja investicionih projekata u 2019. godini planirana Strategijom 2018-2021. godine, te realizovano finansiranje u 2019. godini, po instrumentima.

Tabela 6: Struktura finansiranja investicionih projekata planirana strategijom i realizovano finansiranje u 2019. godini, po instrumentima

Instrumenti	Planirano	Realizovano
Vanjski varijabilni EUR	10,6%	10,2%
Vanjski fiksni USD	37,1%	30,1%
Vanjski fiksni EUR	52,3%	59,7%
	100,0%	100,0%

Izvor: MF RS

U odnosu na strategijom planiranog finansiranja investicionih projekata, u 2019. godini realizovano je 104,5%, pri čemu realizacija vanjskih varijabilnih instrumenata (denominovanih u EUR-u) iznosi 101,0%, a vanjskih fiksnih 104,9% (denominovanih u EUR-u 119,2%, u drugoj stranoj valuti osim EUR 84,8%).

U 2019. godini, mogućnost izbora uslova prilikom povlačenja tranši postojala je kod 4 tranše, realizovane po osnovu 4 ranije odobrena kredita (što predstavlja 51,2% vanjskog finansiranja, tj. 20,8% ukupnog finansiranja), te je kod sve 4 povučene tranše sa pomenutom mogućnosti odabrana fiksna kamatna stopa, a ponderisana prosječna kamatna stopa iznosi 1,3%.

U 2019. godini Narodna skupština Republike Srpske prihvatila je dva nova spoljna zaduženja, oba denominovana u EUR, te sa promjenljivom kamatnom stopom (od kojih kod jednog zaduženja postoji mogućnost fiksiranja kamatne stope po povlačenju). Uticaj pomenutih zaduženja na strukturu duga će biti ostvaren u narednom periodu prilikom povlačenja sredstava. Na inicijativu Ministarstva finansija Republike Srpske, u 2018. godini pokrenuta je procedura za fiksiranje kamatne stope za 6 kredita Svjetske banke (Međunarodne banke za obnovu i razvoj - IBRD) kod kojih je postojala pomenuta mogućnost, a imajući u vidu smjernicu utvrđenu Strategijom koja se odnosi na upravljanje rizikom kamatnih stopa i koja definiše da dug po fiksnim uslovima treba biti veći od 60% ukupnog posmatranog duga. Pomenuta inicijativa je podržana od strane Federalnog ministarstva finansija, kao i Ministarstva finansija i trezora BiH, te je Svjetska banka u martu 2019. godine izvršila fiksiranje kamatne stope za pomenute kredite, pri čemu prosječna ponderisana kamatna stopa iznosi 1,8%.

Narednom tabelom prikazani su indikatori strukture duga identifikovani Strategijom, njihove ciljane veličine i vrijednosti istih u periodu 2015-2019. godine (na kraju perioda).

Tabela 7: Identifikovani indikatori strukture duga i njihove vrijednosti u periodu 2015-2019. godine

Cilj	Indikator	utvrđene strategijom	Vrijednosti				
			na kraju 2015	na kraju 2016	na kraju 2017	na kraju 2018	na kraju 2019
Upravljanje valutnim rizikom							
	Vanjski dug, isključujući dug u EUR (% ukupnog posmatranog duga)	≤ 35	32,6	30,6	26,5	25,9	24,5
Razvoj domaćeg tržišta							
	Unutrašnji dug (% ukupnog posmatranog duga)	≥ 25	32,0	33,4	35,9	28,8	30,1
Upravljanje rizikom refinansiranja							
	ATM (godine)	≥ 4	6,2	6,3	6,4	6,7	6,8
	Kratkoročni dug - originalne ročnosti (% prihoda ostvarenih u prethodnoj godini)	≤ 8	5,4	5,5	3,3	0,0	0,00
Upravljanje rizikom kamatnih stopa							
	Dug po fiksnim uslovima (% ukupnog posmatranog duga)	≥ 60	62,5	66,0	71,9	78,6	81,3
Upravljanje troškovima duga							
	Ponderisana prosječna kamatna stopa ¹⁸ (%)	≤ 3,5	2,3	2,3	2,2	2,3	2,3

Izvor: MF RS

¹⁸Isto kao pod 6.

U 2019. godini, u odnosu na prethodne četiri godine, smanjuje se rizik refinansiranja duga (mjeren prosječnim vremenom do dospijea i učešćem kratkoročnog duga u prihodima ostvarenim prethodne godine), rizik kamatne stope (mjeren učešćem duga sa fiksnom kamatnom stopom u ukupnom dugu), valutni rizik (mjeren učešćem vanjskog duga, isključujući dug u EUR, u ukupnom dugu), te troškovi duga (mjereni ponderisanom prosječnom kamatnom stopom). U prethodnom petogodišnjem periodu, evidentan je trend poboljšanja vrijednosti svih indikatora strukture duga identifikovanih strategijom, izuzev u 2018. godini kada se, u odnosu na 2017. godinu, pogoršava tj. smanjuje indikator učešća domaćeg duga u ukupnom dugu (usljed zamjene domaćih instrumenata finansiranja vanjskim instrumentima, i to najvećim dijelom u vidu obveznica emitovanih na međunarodnom finansijskom tržištu), kao i ponderisana prosječna kamatna stopa koja je posljednje dvije godine posmatranog perioda imala blagi rast, ali koja je i dalje na niskom nivou.

3. Izvori finansiranja

Strategija se u posmatranom srednjoročnom periodu bazira na finansiranju, uglavnom, putem emisija hartija od vrijednosti na domaćem i međunarodnom finansijskom tržištu. Koncesioni multilateralni i bilateralni izvora finansiranja će, shodno dostignutom stepenu razvoja Republike Srpske, u posmatranom periodu, biti dostupni u manjem obimu, i to uglavnom za finansiranje investicionih projekata. Osim toga, važno je istaći da je dobijanje koncesionih sredstava za finansiranje budžetske potrošnje najčešće uslovljeno ispunjavanjem ciljeva postavljenih na nivou Bosne i Hercegovine što može biti ograničavajući faktor.

Narednom tabelom prikazani su vanjski izvori finansiranja predviđeni Strategijom.

Tabela 8: Vanjski izvori finansiranja

Naziv kreditora	Kamatna stopa	Rok otplate	Grejs period	Valuta	Rizik
IBRD	varijabilna/fiksna	15-32	5-7	EUR	rizik refiksiranja za varijabilnu kamatu
EIB	varijabilna/fiksna	25-30	5-8	EUR	rizik refiksiranja za varijabilnu kamatu
EBRD	varijabilna	15	3	EUR	rizik refiksiranja za varijabilnu kamatu
KfW	fiksna	9-16	0,5-7	EUR	rizik refinansiranja
IMF	varijabilna	5	3	SDR	rizik refinansiranja; rizik refiksiranja za varijabilnu kamatu; valutni rizik za SDR
Evroobveznice	fiksna	5	4	EUR	rizik refinansiranja
Evropska komisija ¹⁹	varijabilna/fiksna	n/a	n/a	EUR	rizik refiksiranja za varijabilnu kamatu
Ostali kreditori	varijabilna/fiksna	18-31	3-10	EUR/SDR/JPY	rizik refiksiranja za varijabilnu kamatu; valutni rizik za SDR i JPY

Izvor: MF RS

Unutrašnji izvori finansiranja uglavnom se koriste za finansiranje budžetske potrošnje. Investitori u domaće hartije od vrijednosti, tj. obveznice (ročnosti 3, 5, 7 i 10 godina sa jednokratnom otplatom i fiksnom kamatnom stopom) i trezorske zapise (ročnosti 6 i 12 mjeseci), su investitori dominantno sa sjedištem u Bosni i Hercegovini. Osim širenja baze investitora unutar BiH, u posljednje vrijeme javlja

¹⁹Uslovi otplate će biti birani prilikom povlačenja, pri čemu je maksimalan prosječan rok do dospijea do 15 godina.

se i interes investitora van granica BiH za ulaganje u domaće hartije od vrijednosti. Investitori su, prije svega, domaće banake, zatim osiguravajuća društva, fondovi i ostali. Potrebno je voditi računa i biti obazriv kada se radi o limitima banaka u smislu njihove izloženosti prema javnom sektoru, posebno imajući u vidu činjenicu da je fiskalni deficit u 2020. godini do koga je došlo zbog pandemije COVID 19, većim dijelom bio finansiran sredstvima domaćeg tržišta. Posljednje pomenuto, bi moglo da bude potencijalno ograničenje, u smislu finansiranja, uzevši u obzir projektovani bruto budžetski deficit u periodu 2021-2023. godine. Trgovanje obveznicama i trezorskim zapisima na sekundarnom tržištu je omogućeno, ali se isto praktikuje u ograničenom obliku. Najčešći vid sekundarnog prometa je vezan za trgovanje obveznicama ratne štete, stare devizne štednje i opštih obaveza. Razvoj sekundarnog tržišta hartija od vrijednost svakako predstavlja jedan od preduslova za privlačenje investitora, a u isto vrijeme bi pogodovalo i snižavanju kamatne stope. Pored pomenutih hartija od vrijednosti, Republika Srpska ima mogućnost korištenja kredita domaćih banaka kao instrumenta finansiranja.

Prilikom izbora tržišta na kome će se vršiti zaduživanje, valute zaduživanja i instrumenta finansiranja u posmatranom periodu će se uzimati u obzir stanje i trend razvoja domaćeg i međunarodnog finansijskog tržišta (nivo kamatnih stopa, premije rizika, krive prinosa i sl.) i prihvatljiv nivo izloženosti rizicima.

Politika upravljanja dugom će se voditi ostvarivanjem, prije svega dugoročno identifikovanih ciljeva, uz napomenu da će se odluke o kratkoročnim i dugoročnim zaduživanjima donositi godišnje u skladu sa odredbama Zakona o zaduživanju, dugu i garancijama Republike Srpske. U zavisnosti od promjene osnovnih fiskalnih agregata i nepredviđenih okolnosti²⁰ moguća je korekcija plana zaduživanja tokom fiskalne godine.

4. Srednjoročna strategija upravljanja dugom

Glavni cilj upravljanja dugom Republike Srpske je obezbjeđenje finansijskih sredstava za finansiranje odobrenih investicionih projekata, refinansiranje posmatranog duga i izvršenje budžeta Republike Srpske, uz minimalne troškove i rizike.

U svrhu ostvarenja glavnog cilja upravljanja dugom, definisani su sljedeći operativni ciljevi i principi:

- 1) Kontinuirana promocija i prisustvo na domaćem i međunarodnom finansijskom tržištu putem emisija hartija od vrijednosti i drugih instrumenata, što bi doprinijelo smanjenju troškova zaduživanja u srednjem i dugom roku;
- 2) obezbijediti portfolio duga u skladu sa ranije identifikovanim indikatorima strukture duga - profil dospjeća duga, struktura kamatnih stopa, troškovi zaduživanja, stanje unutrašnjeg duga, izloženost valutnom riziku (ne računajući dug iskazan u EUR-u zbog postojanja aranžmana valutnog odbora) i njihovim ciljanim veličinama;
- 3) nastaviti sprovoditi transparentni i predvidiv proces zaduživanja.

U narednom srednjoročnom periodu (2020-2023), prethodno pomenuti ciljevi će biti ostvareni kroz strategiju *diverzifikacije izvora finansiranja, instrumenata i baze investitora*. Ova strategija se bazira na finansiranju budžetske potrošnje većim dijelom putem emisije srednjoročnih hartija od vrijednosti na međunarodnom i domaćem finansijskom tržištu, sa „bullet“ otplatom, a u manjem obimu putem domaćih i vanjskih kredita. Za finansiranje investicionih projekata koriste se vanjski izvori finansiranja,

²⁰Nepredviđene okolnosti poput pandemije COVID 19.

kao rezultat maksimalnog iskorištavanja pristupa koncesionim izvorima (WB, EIB, EBRD, KfW, CEB, itd.), što doprinosi smanjenju rizika refinansiranja i smanjenju troška. Prosječno učešće finansiranja iz domaćih izvora je smanjeno u korist finansiranja iz vanjskih izvora.

Ova strategija omogućava unapređenje pozicije Republike Srpske u pogledu budućih izvora finansiranja, i to kroz izlazak na međunarodno finansijsko tržište, razvoj domaćeg finansijskog tržišta korištenjem kratkoročnih i srednjoročnih instrumenata, sa fokusom na instrumente dužih ročnosti, uz prihvatljiv rast troškova i nivo rizika, a koji je ublažen nastavkom korištenja dostupne podrške multilateralnih kreditora.

U narednoj tabeli prikazani su stilizovani instrumenti finansiranja portfolija duga, učešće u bruto finansiranju za period 2020-2023. godine, te procijenjeno učešće istih u portfoliju duga na kraju 2023. godine.

Tabela 9: Stilizovani instrumenti finansiranja portfolija duga, učešće istih u bruto finansiranju za period 2020-2023. godine, te procijenjeno učešće istih u portfoliju duga na kraju 2023. godine

Naziv instrumenta	Rok otplate	Grejs period	% portfolija na kraju 2019. godine	% bruto potreba za finansiranjem				% portfolija na kraju 2023. godine	
				prosje k tokom perioda	2020	2021	2022		2023
Vanjski var. USD (koncesioni)	18	4	1,8	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,6
Vanjski var. EUR (koncesioni)	18	4	13,4	12,5	5,6	21,2	14,4	8,7	14,0
Vanjski fiksni USD (koncesioni)	20	5	20,6	3,7	11,5	3,5	0,3	0,2	12,9
Vanjski fiksni EUR (koncesioni)	20	5	25,2	12,4	4,7	3,2	40,0	7,6	22,4
IMF var. USD (koncesioni)	5	3	2,1	6,4	27,8	0,0	0,0	0,0	4,8
Evroobveznice fiksne EUR (tržišni)	5	4	6,8	39,1	0,0	66,4	0,0	71,5	23,0
Domaći krediti varijabilni (tržišni)	6	1	1,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1
Domaći krediti fiksni (tržišni)	8	1	2,1	2,7	5,1	0,0	7,4	0,0	1,4
Domaći trezorski zapisi fiksni (tržišni)	1	0	0,0	4,3	12,2	1,1	3,6	1,7	0,3
Domaće obveznice 3 g. fiksne (tržišni)	3	2	5,9	1,4	0,0	0,8	4,6	0,9	1,6
Domaće obveznice 5 g. fiksne (tržišni)	5	4	6,5	9,7	25,8	0,0	12,6	3,9	7,3
Domaće obveznice 7 g. fiksne (tržišni)	7	6	4,9	4,3	3,9	1,7	9,2	3,5	4,8
Domaće obveznice 10 g. fiksne (tržišni)	1	9	9,4	3,6	3,4	2,1	8,0	2,0	6,7
Vanjski izvori			69,9	74,1	49,5	94,3	54,6	88,0	77,8
Domaći izvori			30,1	25,9	50,5	5,7	45,4	12,0	22,2

Izvor: MF RS

Standardni indikatori troškova i rizika strategije prikazani su narednom tabelom.

Tabela 10: Indikatori troškova i rizika strategije na kraju 2023. godine

	Polazni 2019	Strategija 2023
Nominalni iznos duga u odnosu na BDP (%)	43,0	53,1
Sadašnja vrijednost duga u odnosu na BDP (%)	36,7	46,9
Trošak zaduživanja		
Iznos kamate u odnosu na BDP (%)	1,0	1,3
Prosječna ponderisana kamatna stopa, u % (WAIR)	2,3	2,5
Rizik refinansiranja		
Dug koji dospijeva u roku od godinu dana (% od ukupnog)	7,9	7,2
Dug koji dospijeva u roku od godinu dana (% BDP-a)	3,4	3,8
Prosječno vrijeme do dospelja vanjskog duga, u god. (ATM)	8,0	6,6
Prosječno vrijeme do dospelja unutrašnjeg duga, u god. (ATM)	3,9	3,3
Prosječno vrijeme do dospelja ukupnog duga, u god. (ATM)	6,8	5,8
Rizik kamatne stope		
Prosječno vrijeme do refiksiranja, u godinama (ATR)	5,5	4,6
Dug koji se refiksira u roku od godinu dana (% od ukupnog)	24,5	25,6
Dug sa fiksnom kamatnom stopom (% od ukupnog)	81,3	80,5
Valutni rizik		
Vanjski dug (% od ukupnog)	69,9	77,8
Vanjski dug isključujući dug u EUR (% od ukupnog)	24,5	18,0
Kratkoročni vanjski dug (u % deviznih rezervi)	4,6	4,6

Izvor: MF RS

Na kraju posmatranog četvorogodišnjeg perioda, u odnosu na stanje na kraju 2019. godine, indikatori solventnosti, likvidnosti, rizika refinansiranja, kamatne stope i valutnog rizika će biti blago pogoršani, a što je rezultat promjene strukture izvora finansiranja, te projektovanog deficita za period 2020-2023. godine.

Pri implementaciji strategije, aktivnosti zaduživanja će se vršiti u skladu sa najboljim praksama, i to:

- 1) aktivnosti na domaćem i međunarodnom finansijskom tržištu će se obavljati profesionalno, transparentno, svrsishodno i pravovremeno, a ugovorene obaveze će se uredno izvršavati;
- 2) izbor uslova zaduživanja će biti usmjeren (po redoslijedu prioriteta) na refinansiranje duga, obezbjeđenje sredstava za finansiranje izvršenja budžeta, usklađenost sa odredbama Zakona o fiskalnoj odgovornosti i ostvarenje identifikovanih indikatora duga;
- 3) prilikom planiranja zaduživanja akcenat će biti na razvoju i proširenju dugoročnih mogućnosti zaduživanja na finansijskom tržištu, a ne na kratkoročnim komparativnim prednostima svake pojedinačne transakcije;
- 4) uopšteno gledano, biće osigurani najpovoljniji uslovi zaduživanja, imajući u vidu princip naveden pod 2).

Kako bi se implementirala strategija utvrđeni su sljedeći zadaci Ministarstva finansija Republike Srpske:

- 1) razvoj i održavanje saradnje sa partnerima i investitorima na domaćem i inostranom tržištu;

- 2) izrada, i eventualno revidiranje, srednjoročnog plana zaduživanja i kalendara aukcija zasnovanog na gotovinskom toku kako bi se osigurao stabilan obrazac ukupnih gotovinskih priliva u budžet na mjesečnom nivou;
- 3) objavljivanje kalendara aukcija na kvartalnoj osnovi, u skladu sa mogućnostima, obezbjeđenje informacija o planiranim aukcijama u dužem vremenskom periodu, te srednjoročnom planu zaduživanja;
- 4) konstantno održavanje ponude kratkoročnih i srednjoročnih finansijskih instrumenata na domaćem finansijskom tržištu; osigurati da su instrumenti i procedure efikasni i povoljni za primarno trgovanje, kako bi se omogućio dalji razvoj domaćeg tržišta hartija od vrijednosti;
- 5) praćenje kretanja portfolija duga u odnosu na identifikovane indikatore duga i godišnje izvještavanje o vrijednostima istih;
- 6) ispitivanje mogućnosti i harmonizacija praksi i procedura na domaćem tržištu hartija od vrijednosti sa onim na tržištu EU, ukoliko to bude realno moguće u srednjem roku,
- 7) upravljanje procesom ocjene kreditnog rejtinga u Republici Srpskoj uz osiguranje aktivnog učešća predstavnika resorno nadležnih institucija.

U cilju smanjenja izloženosti finansijskim rizicima potrebno je sprovoditi sljedeće mjere:

- 1) produžavanje prosječne ročnosti duga koji se emituje u vidu hartija od vrijednosti, koliko je to moguće imajući u vidu situaciju na domaćem i međunarodnom tržištu,
- 2) produžavanje prosječne ročnosti unutrašnjeg duga,
- 3) smanjenje učešća vanjskog duga denominovanog u drugoj valuti osim „EUR“,
- 4) ravnomjerna raspodjela obaveze otplate duga po godinama u narednom dugoročnom periodu.

U skladu sa utvrđenim ciljevima i principima upravljanja dugom, a imajući u vidu strukturu duga, promjenu u strukturi finansiranja, i situaciju na finansijskim tržištima, biće zadržani ranije identifikovani indikatori strukture duga i njihove vrijednosti, predstavljeni u tabeli 7.

Prilog 1. Obuhvat strategije upravljanja dugom

		Uključeno (✓)/ Isključeno (X)	Razlog uključivanja u srednjoročnu strategiju upravljanja dugom	Iznosi sa 31.12.2019. u mil. KM	u mil. USD ²¹
1	Ukupan dug(1.1.+1.2.+2.a.)		100,0%	5.388,5	3.082,7
1.1.	Vanjski dug		63,4%	3.415,5	1.954,0
1.1.1.	Republike Srpske			2.122,0	1.214,0
1.1.1.1.	Relevantan vanjski dug	✓	Direktna obaveza sa jasnom obavezom otplate	1.784,0	1.020,6
1.1.1.2.	Relevantan vanjski dug-PK Njemačka	X	Direktna obaveza ali nije utvrđen način otplate	9,1	5,2
1.1.1.3.	Direktan vanjski dug	✓	Direktna obaveza sa jasnom obavezom otplate	328,9	188,2
1.1.2.	Jedinica lokalne samouprave			128,4	73,5
1.1.2.1.	Relevantan vanjski dug	✓	Indirektna obaveza sa jasnom obavezom otplate	104,3	59,7
1.1.2.2.	Direktan vanjski dug	X	Nije direktna niti indirektna obaveza	24,1	13,8
1.1.3.	Javnih preduzeća i IRB-a			1.165,1	666,5
1.1.3.1.	Relevantan vanjski dug	✓	Indirektna obaveza sa jasnom obavezom otplate	1.125,8	644,0
1.1.3.2.	Direktan vanjski dug	✓	Indirektna obaveza sa jasnom obavezom otplate	39,3	22,5
1.2.	Unutrašnji dug		36,6%	1.970,4	1.127,2
1.2.1.	Republike Srpske			1.451,4	830,3
1.2.1.1.	verifikovani unutrašnji dug			338,8	193,8
1.2.1.1.1.	Emitovane obveznice za izmirenje obaveza definisanih ZoUD RS (SDŠ, RŠ, OO)	✓	Direktna obaveza sa jasnom obavezom otplate	260,8	149,2
1.2.1.1.2.	Planirane emisije obveznica za izmirenje verifikovanih obaveza definisanih ZoUD RS (RŠ)	✓	Direktna obaveza sa jasnom obavezom otplate	16,9	9,7
1.2.1.1.3.	Gotovinske isplate (OO, RŠ, SDŠ, refundacije poreza)	✓	Direktna obaveza sa jasnom obavezom otplate	61,2	35,0
1.2.1.2.	Srednjoročne obveznice	✓	Direktna obaveza sa jasnom obavezom otplate	867,8	496,4
1.2.1.3.	Trezorski zapisi	✓	Direktna obaveza sa jasnom obavezom otplate	0,0	0,0
1.2.1.4.	Zajmovi kod komercijalnih banaka	✓	Direktna obaveza sa jasnom obavezom otplate	244,8	140,1
1.2.2.	Jedinica lokalne samouprave	X	Nije direktna niti indirektna obaveza	316,0	180,8
1.2.3.	Fondova socijalne sigurnosti			203,0	116,1
1.2.3.1.	Direktno zaduženje	X	Nije direktna niti indirektna obaveza	199,4	114,0
1.2.3.2.	Indirektno zaduženje	✓	Indirektna obaveza sa jasnom obavezom otplate	3,6	2,1
2	Garancije (a+b+c)			578,9	331,2
a	Aktivirane garancije RS	✓	Izdane garancije koje su aktivirane i konver- tovane u dug	2,6	1,5
b	Neaktivirane garancije RS	X	Izdane garancije RS koje nisu aktivirane	576,3	329,7
c	Implicitne garancije RS	X	Dug javnih preduzeća, jedinica lokalne samouprave i drugi oblici implicitnih gar- ancija	0,0	0,0
3	Ukupan dug uključen u srednjoročnu strategiju uprav- ljanja dugom		89,8%	4.840,0	2.768,9
4	Ukupan dug isključen iz srednjoročne strategije upravljanja dugom		10,2%	548,6	313,8

Izvor: MF RS

²¹Vrijednosti izražene u USD zasnovane su na kursu USD/KM = 1,747994, prema kursnoj listi CB BiH broj 257 od 31.12.2019. godine.

Prilog 2. Analitičke pretpostavke

U ovom dijelu predstavljene su ostale analitičke pretpostavke koje su korištene u svrhu kvantitativne analize strategije. Planovi otplate duga su generisani prema osnovnom i alternativnim scenarijima uz primjenu valutnih šokova i šokova kamatne stope. Troškovi su izračunati na osnovu profila otplate duga prema osnovnom scenariju, a rizik je mjeran porastom u otplati duga kao rezultatom šokova kamatne stope i deviznih kurseva.

Osnovni scenario se bazira na najvjerojatnijim tržišnim uslovima. Narednom tabelom prikazane su projekcije kamatnih stopa stilizovanih instrumenata i deviznog kursa u periodu 2020-2023. godine, koje su korištene u osnovnom scenariju.

Tabela: Projekcija kamatnih stopa stilizovanih instrumenata finansiranja i deviznog kursa u periodu 2020-2023. godine

	2020	2021	2022	2023
Stilizovani instrumenti				
Vanjski var. USD (koncesioni)	1,4%	1,6%	1,7%	1,8%
Vanjski var. EUR (koncesioni)	0,8%	0,9%	1,0%	1,1%
Vanjski fiksni USD (koncesioni)	2,9%	3,3%	3,5%	3,7%
Vanjski fiksni EUR (koncesioni)	1,8%	1,8%	1,9%	2,0%
IMF var. USD (koncesioni)	1,1%	1,2%	1,4%	1,5%
Evroobveznice fiksne EUR (tržišni)	4,9%	5,3%	5,7%	6,0%
Domaći krediti varijabilni (tržišni)	2,3%	2,4%	2,5%	2,6%
Domaći krediti fiksni (tržišni)	3,5%	3,5%	3,6%	3,7%
Domaći trezorski zapisi fiksni (tržišni)	1,0%	0,9%	0,9%	0,9%
Domaće obveznice 3 g. fiksne (tržišni)	1,8%	1,7%	1,8%	1,9%
Domaće obveznice 5 g. fiksne (tržišni)	2,5%	2,5%	2,6%	2,7%
Domaće obveznice 7 g. fiksne (tržišni)	3,0%	3,1%	3,1%	3,2%
Domaće obveznice 10 g. fiksne (tržišni)	3,5%	3,6%	3,6%	3,7%
Kurs				
BAM/USD	1,79%	1,81%	1,81%	1,81%

Izvor: MF RS i MFTBiH

U svrhu analize osjetljivosti strategije primijenjeni su sljedeći šokovi:

- **Šok deviznog kursa:** deprecijacija kursa KM/USD u iznosu od trideset procentnih poena u 2021. godini, u odnosu na polaznu pretpostavku o vrijednosti deviznog kursa za tu godinu;
- **Šok kamatne stope:** u odnosu na osnovni scenario kretanja kamatnih stopa, kamatne stope u 2021. godini su veće za četiri procentna poena na srednjoročne domaće i dugoročne spoljne instrumente i za dva procentna poena na kratkoročne domaće instrumente;
- **Kombinovani šok:** deprecijacija kursa KM/USD od dvadeset procentnih poena u 2021. godini, u odnosu na polaznu pretpostavku, u kombinaciji sa šokom kamatnih stopa u 2021. godini, u odnosu na polazne pretpostavke o njihovom kretanju, u iznosu od dva procentna poena na srednjoročne domaće i dugoročne spoljne instrumente i jednog procentnog poena na kratkoročne domaće instrumente.

B. STRATEGIJA UPRAVLJANJA DUGOM FEDERACIJE BIH

1. PRAVNI I INSTITUCIONALNI OKVIR

1.1. Pravni okvir

Kompleksnost ustavnog uređenja Bosne i Hercegovine rezultirala je uspostavljanjem višestrukog zakonodavnog i institucionalnog okvira za upravljanje dugom na svim nivoima vlasti.

- Procedura ugovaranja novih vanjskih državnih zajmova propisana je članom 39. Zakona o zaduživanju, dugu i garancijama Bosne i Hercegovine („Službeni glasnik BiH“, br. 52/05, 103/09 i 90/16), (u daljem tekstu: Zakon o zaduživanju u BiH), a alokacija obaveze otplate vanjskog državnog duga članom 50;
- Zakon o zaduživanju u BiH također daje ovlaštenja entitetima i Brčko Distriktu da sklapaju ugovore o zaduživanju s vanjskim kreditorima po osnovu direktnog duga, što je predmetom prethodne saglasnosti Parlamentarne skupštine BiH;
- U skladu sa Zakonom o dugu, zaduživanju i garancijama u Federaciji Bosne i Hercegovine („Službene novine FBiH“, br. 86/07, 24/09, 44/10 i 30/16), (u daljem tekstu: Zakon o dugu u FBiH) Federacija BiH se može zaduživati u zemlji i u inostranstvu u domaćoj ili stranoj valuti. Za provođenje procedure zaduživanja, izdavanja garancija i upravljanje dugom Federacije BiH nadležno je Federalno ministarstvo finansija/financija (u daljem tekstu: Ministarstvo finansija).
- Zakonom o dugu u FBiH utvrđeni su limiti zaduživanja Federacije BiH, kao i svrhe u koje se Federacija BiH može zadužiti na vanjskom ili unutrašnjem tržištu, te izdati garancije.

1.2. Institucionalni okvir

Sve transakcije vezane za dug i garancije unutar Ministarstva finansija provodi Sektor za upravljanje dugom kojim rukovodi pomoćnik ministra i direktno je odgovoran ministru finansija.

Sektor se sastoji iz tri odsjeka:

1. Odsjek za zaduživanje i koordinaciju sredstava za razvoj (eng. Front office)
2. Odsjek za analizu i izvještavanje (eng. Middle office)
3. Odsjek za izmirenje duga (eng. Back office)

Ovakvom organizacionom strukturom Sektora za upravljanje dugom osigurano je jasno razdvajanje dužnosti između službenika koji imaju ovlaštenja da pregovaraju i provode transakcije zaduživanja i onih koji su zaduženi za računovodstveno evidentiranje tih transakcija i servisiranje duga, kao i službenika koji su odgovorni za monitoring, odnosno analizu i izvještavanje.

2. CILJEVI I OBUHVAT STRATEGIJE UPRAVLJANJA DUGOM

2.1. Ciljevi upravljanja dugom

Ciljevi upravljanja dugom Vlade Federacije BiH su:

1. osiguranje finansijskih sredstava za finansiranje vladinih potreba uz prihvatljive troškove i rizike u srednjem i dugom roku;
2. razvoj domaćeg tržišta vrijednosnih papira.

2.2. Obuhvat Strategije

Strategija obuhvata portfolio duga na dan 31.12.2020. godine kojim upravlja Vlada Federacije BiH i koji je prikazan u narednoj tabeli.

Tabela 1. Portfolio duga na dan 31.12.2020. godine, obuhvaćen Strategijom

Vrsta duga	Uključen (v)/ Isključen (x)	Iznos (mil.KM)
<i>Vanjski dug FBiH, od čega:</i>		4.982,72
- <i>Relevantni vanjski dug FBiH</i>	√	4.910,87
- <i>Direktni vanjski dug FBiH</i>	√	71,85
<i>Unutrašnji dug FBiH, od čega:</i>		849,86
- <i>Trezorski zapisi FBiH</i>	√	100,00
- <i>Trezorske obveznice FBiH</i>	√	640,00
- <i>Obveznice stare devizne štednje (SDŠ)</i>	√	0,00
- <i>Obveznice za ratna potraživanja (RT)</i>	√	109,86
<i>GARANCIJE²²</i>		16,81
- <i>Garancije JP u vlasništvu FBiH</i>	x	1.200,86
<i>UKUPAN dug obuhvaćen strategijom</i>		5.832,58

3. PORTFOLIO DUGA VLADE FEDERACIJE BIH

Portfolio duga za koji je odgovorna i kojim upravlja Vlada Federacije BiH na dan 31.12.2020. godine iznosi 5.832,58 mil.KM²³ (3.662,38 mil. USD ili 26,41% BDP-a²⁴ Federacije BiH), a sastoji se od vanjskog duga u iznosu od 4.892,72 mil.KM (3.128,74 mil. USD ili 83,88% ukupnog duga) i unutrašnjeg duga u iznosu od 849,86 mil.KM (533,64 mil. USD ili 16,12% ukupnog duga).

²² Garancije FBiH nisu uključene u obuhvat strategije jer se u periodu koji je obuhvaćen Strategijom ne očekuje njihovo aktiviranje. FBiH je izdala garanciju za izgradnju bloka 7, Termoelektrane u Tuzli u iznosu od 1.200,86 mil.KM. Kredit je postao efektivan, stanje duga po ovoj garanciji je 0 KM s obzirom da do 31.12.2020. godine nije bilo angažovanja sredstava.

²³ Kursna lista CBBH broj 259 od 31.12.2020. godine

²⁴ Procjenjeni iznos BDP-a Federacije u 2020. godini koji se koristi za izračune procjenjen je u visini od 22.085 mil. KM.

Tabela 2. Ukupan dug obuhvaćen Strategijom na dan 31.12.2020. godine

Opis	Vanjski dug	Unutrašnji dug	Ukupni dug
Iznos (u mil. KM)	4.982,72	849,86	5.832,58
Iznos (u mil. USD)	3.128,74	533,64	3.662,38
Nominalni dug kao % BDP-a FBiH	22,56%	3,85%	26,41%

3.1. Struktura vanjskog duga Federacije BiH na dan 31.12.2020. godine

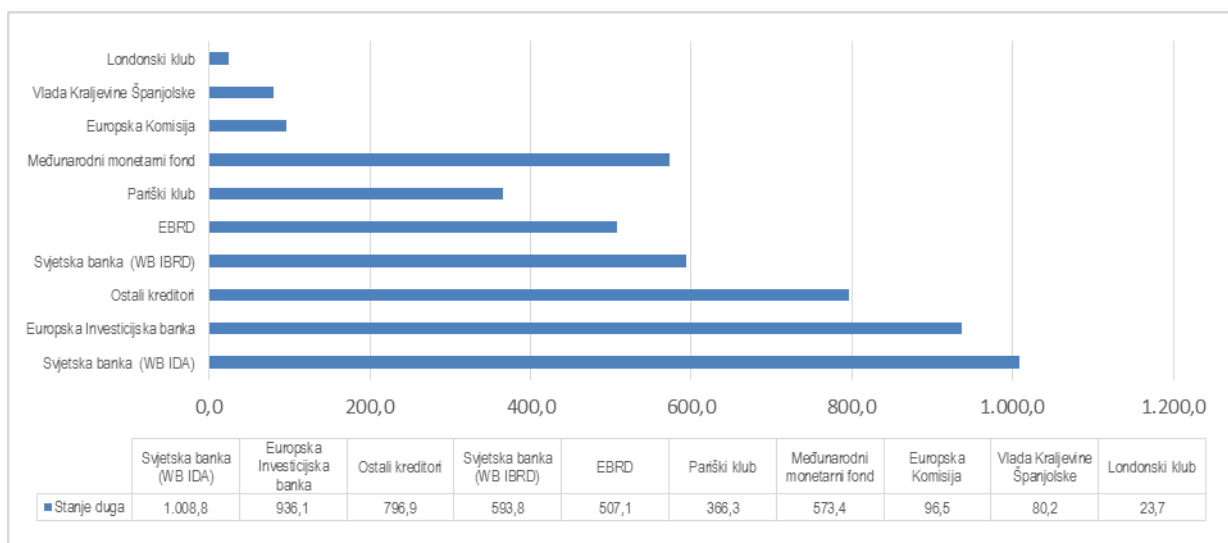
3.1.1. Struktura vanjskog duga Federacije BiH po kreditorima

Vanjski dug je, zbog povoljnijih kreditnih uslova i koncesionalnih kamatnih stopa, najvećim dijelom ugovoren sa međunarodnim finansijskim institucijama i bilateralnim kreditorima.

Tabela 3. Pregled vanjskog duga Federacije BiH po kreditorima

Kreditor	KM	USD
Svjetska banka (WB IDA)	1.008.834.798,90	633.464.986,00
Europska Investicijska banka	936.084.551,20	587.783.835,20
Svjetska banka (WB IBRD)	593.750.635,20	372.826.391,70
Međunarodni monetarni fond	573.406.408,00	360.051.896,10
EBRD	507.112.490,80	318.424.787,90
Pariški klub	366.277.300,40	229.991.912,70
Europska Komisija	96.487.613,30	60.586.257,20
Vlada Kraljevine Španjolske	80.178.866,30	50.345.710,20
Londonski klub	23.732.355,60	14.901.960,50
Ostali kreditori	796.859.553,70	500.362.028,10
Ukupno	4.982.724.573,40	3.128.739.765,50

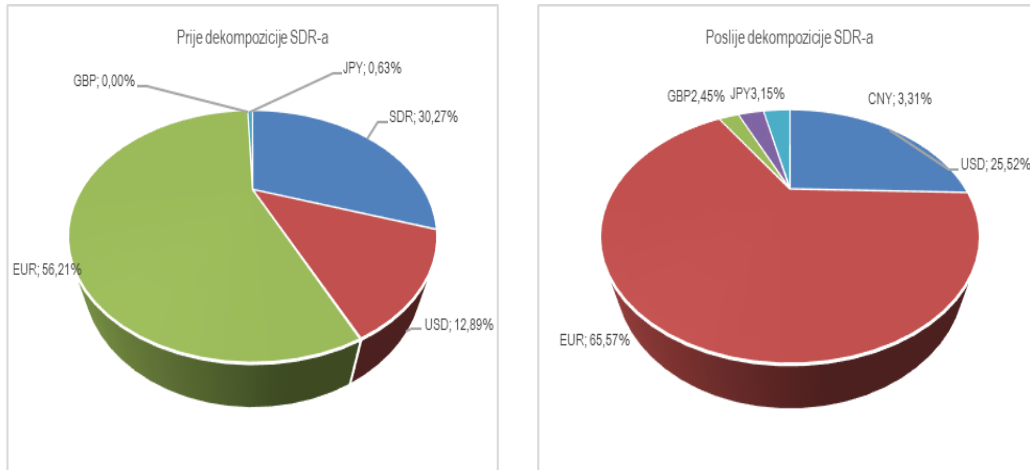
Slika 1. Struktura vanjskog duga Federacije BiH po kreditorima (mil. KM)



3.1.2. Valutna struktura vanjskog duga Federacije BiH

Valutna struktura vanjskog duga Federacije BiH definisana je dostupnim izvorima finansiranja. Najzastupljenija valuta u portfoliju duga Federacije BiH je Euro (EUR), zatim slijede Specijalna prava vučenja (SDR)²⁵ i američki dolar (USD).

Slika 2. Valutna struktura vanjskog duga Federacije BiH

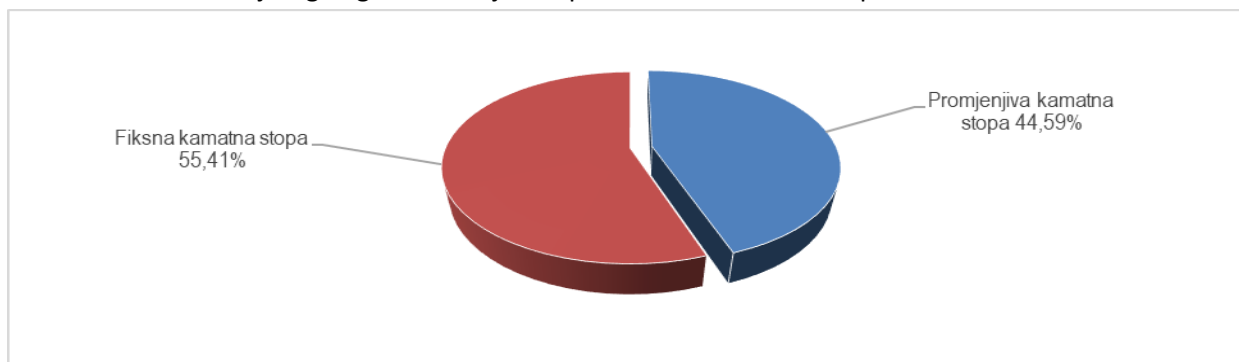


Dekompozicijom SDR-a, udio EUR valute raste na 65,57%, a USD na 25,52% ukupnog vanjskog duga.

3.1.3. Kamatna struktura vanjskog duga Federacije BiH

Sa fiksnom kamatnom stopom ugovoreno je 2.761,31 mil.KM ili 55,41%, a sa promjenjivom kamatnom stopom 2.221,41 mil.KM ili 44,59% ukupnog vanjskog duga.

Slika 3. Struktura vanjskog duga Federacije BiH prema vrsti kamatne stope



²⁵ SDR – međunarodna obračunska valuta sastavljena iz sljedećih valuta: Kineski Juan (CNY) 1,0174, Euro (EUR) 0,38671, Američki dolar (USD) 0,58252, Britanska Funta (GBP) 0,085946 i Japanski Yen (JPY), 11,90.

3.2. Struktura unutrašnjeg duga Federacije BiH na dan 31.12.2020. godine

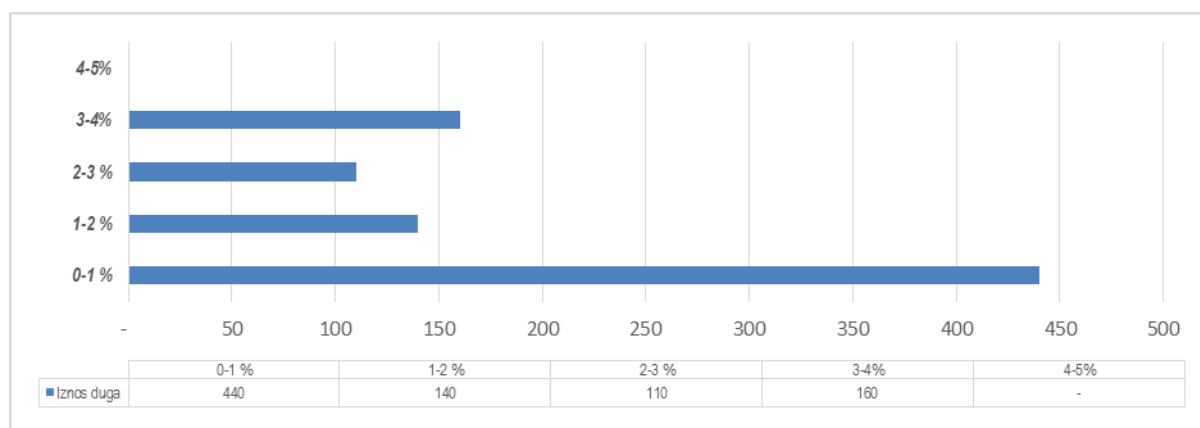
Unutrašnji dug koji je uključen u Strategiju sastoji se od duga koji je nastao u skladu sa zakonom²⁶ u obliku vrijednosnih papira i unutrašnjeg duga nastalog emisijom tržišnih vrijednosnih papira. Unutrašnji dug ugovoren je u domaćoj valuti (KM) i sa fiksnim kamatnim stopama.

Tabela 4. Unutrašnji dug Federacije BiH uključen u Strategiju

Vrsta duga	Uključen (v)/ Isključen (x)	Iznos (mil.KM)
Unutrašnji dug FBiH, od čega:		849,86
- Trezorski zapisi FBiH	✓	100,00
- Trezorske obveznice FBiH	✓	640,00
- Obveznice stare devizne štednje (SDŠ)	✓	0,00
- Obveznice za ratna potraživanja (RT)	✓	109,86

3.2.1. Kamatna struktura unutrašnjeg duga Federacije BiH

Slika 4. Struktura unutrašnjeg duga Federacije BiH po visini kamatne stope (KM)



4. RIZICI PORTFOLIJA DUGA FEDERACIJE BiH

4.1. Karakteristike troškova i rizika portfolija duga Federacije BiH

Prosječna ponderisana implicitna kamatna stopa portfolija duga Federacije BiH relativno je niska i iznosi 1,45%. Prosječna ponderisana implicitna kamatna stopa za unutrašnji dug iznosi 1,68%, a rezultat je omjera obveznica emitovanih za izmirenje obaveza po osnovu ratnih potraživanja koje imaju zakonom određenu kamatnu stopu 2,5% (109,86 mil. KM) i tržišnih dugoročnih vrijednosnih papira u obliku obveznica (640,0 mil. KM). Prosječna ponderisana implicitna kamatna stopa za vanjski dug iznosi 1,41%.

²⁶ Zakon o utvrđivanju i načinu izmirenja unutrašnjih obaveza Federacije Bosne i Hercegovine ("Službene novine Federacije BiH", br. 66/04, 49/05, 35/06, 31/08, 32/09, 65/09 i 42/11); Zakon o izmirenju obaveza na osnovu računa stare devizne štednje u Federaciji Bosne i Hercegovine ("Službene novine Federacije BiH", br. 62/09, 42/11, 91/13 i 101/16)

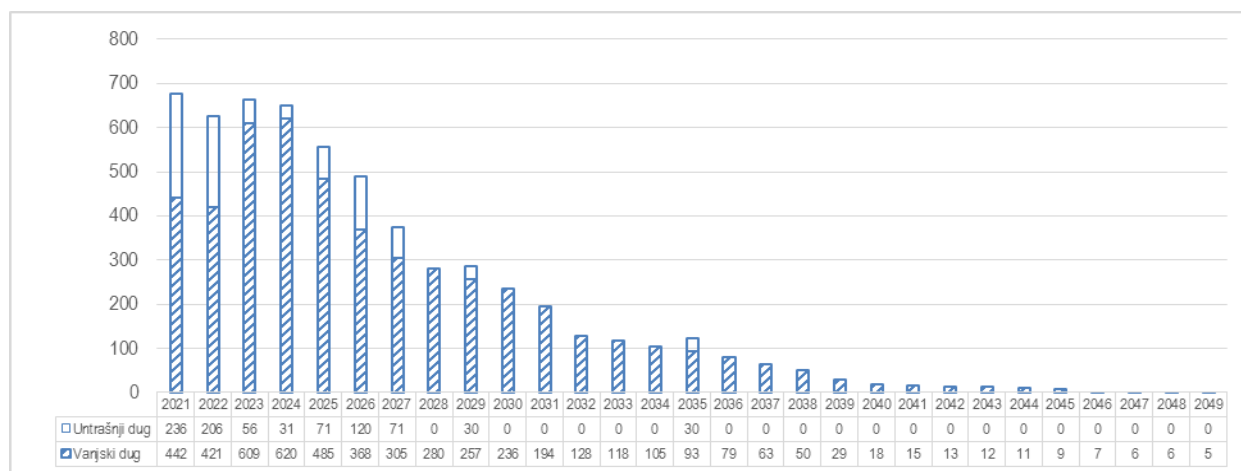
Tabela 5. Uporedni prikaz indikatora rizika portfolija duga Federacije BiH na dan 31.12.2020. godine u odnosu na indikatore na kraju 2019. godine

Indikatori rizika		Vanjski dug		Unutrašnji dug		Ukupni dug	
		2019.	2020.	2019.	2020.	2019.	2020.
Iznos duga (milioni KM)		4.595,4	4.982,7	711,5	849,9	5.306,9	5.832,6
Iznos duga (milioni USD)		2.628,9	3.128,7	407,1	533,6	3.036,0	3.662,4
Nominalni dug u % BDP		20,9	22,6	3,2	3,8	24,14	26,4
Sadašnja vrijednost duga u % BDP		17,0	18,8	3,2	3,8	19,6	22,7
Troškovi duga	Kamata kao % BDP	0,3	0,3	0,1	0,05	0,4	0,4
	Prosječna ponderisana kamata (%)	1,6	1,4	1,9	1,7	1,6	1,5
Rizik refinansiranja	Prosječno vrijeme dospelja (godine)	6,5	6,2	2,7	3,3	6,0	5,8
	Dospjeće duga u sljedećoj godini (% ukupnog)	8,9	8,9	25,5	27,7	11,1	11,6
	Dospjeće duga u sljedećoj godini (% BDP)	1,9	2,0	0,8	1,1	2,7	3,1
Kamatni rizik	Prosječno vrijeme refiksiranja (godine)	4,1	3,3	2,7	3,3	3,9	3,7
	Dug koji se refiksira u sljedećoj godini (% ukupnog)	44,2	49,1	25,5	27,7	41,7	46,0
	Dug sa fiksnom kamatnom stopom (% ukupnog)	60,5	55,4	100,0	100,0	65,8	61,9
Valutni rizik	Devizni dug (% ukupnog duga)					86,6	85,4
	Kratkoročni devizni dug (% rezervi)					3,5	3,7

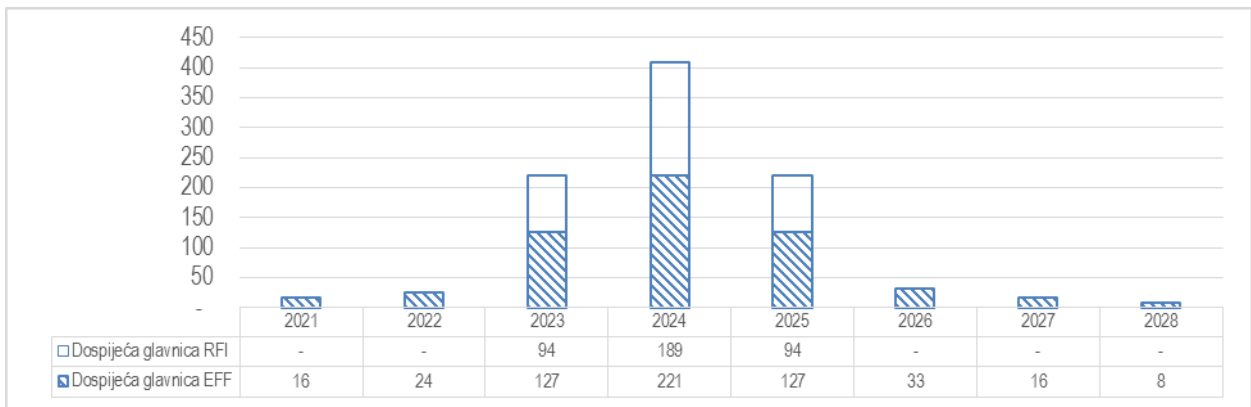
4.2 Rizik refinansiranja

Rizik refinansiranja je značajan i za unutrašnji i za vanjski dug i koncentriran je na kratki i srednji rok. Prosječno vrijeme dospelja (ATM) za unutrašnji dug iznosi 3,3 godina, a 6,2 godina za vanjski dug. Prosječno vrijeme dospelja ukupnog duga iznosi 5,8 godina. Kraće prosječno vrijeme dospelja unutrašnjeg duga u odnosu na vanjski dug rezultat je stepena razvijenosti domaćeg tržišta vrijednosnih papira, s obzirom da na istom ne postoji značajniji tržišni potencijal za izdavanjem obveznica sa dužim rokom dospelja, i obaveza po osnovu unutrašnjeg duga utvrđenih zakonom (obveznice izdane za izmirenje stare devizne štednje i ratnih potraživanja). Zbog povećane potrebe za zaduživanjem, usljed posljedica pandemije, indikatori rizika na kraju 2020. godine su pogoršani u odnosu na 2019. godinu.

Slika 5. Profil otplate duga Federacije BiH na dan 31.12.2020. godine (mil. KM)



Slika 6. Profil otplate duga Federacije BiH prema IMF-u, na dan 31.12.2020. godine (mil. KM)



4.3 Kamatni rizik

Udio portfolija duga koji se refiksira unutar jedne godine iznosi 46,02% i rezultat je činjenice da je gotovo pola portfolija vanjskog duga ugovoreno sa varijabilnom kamatnom stopom (cca 40,0%) kao i kratkog roka dospijeća tržišnih vrijednosnih papira emitovanih na domaćem tržištu. Povećanje referentnih kamatnih stopa za jedan procentni poen povećalo bi otplatu duga za približno 14 mil. USD godišnje (cca 22 mil. KM).

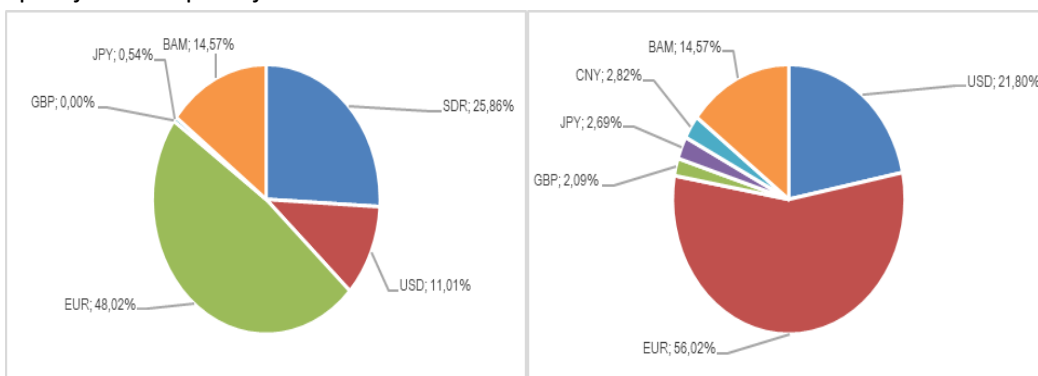
Prosječno vrijeme refiksiranja portfolija duga Federacije BiH iznosi 3,69 godina od čega je za refiksiranje vanjskog duga prosječno potrebno 3,75 godina, a 3,30 godina za refiksiranje unutrašnjeg.

4.4 Valutni rizik portfolija duga Federacije BiH

Najzastupljenije valute u portfoliju duga Federacije BiH su EUR (48,02%), SDR (25,86%), USD (11,01%) i KM (14,57%). Dekompozicijom SDR-a, udio EUR valute raste na 56,02% ukupnog duga, a udio USD na 21,80% (Slika 7.).

Valutni rizik portfolija vanjskog duga Federacije BiH je relativno velik. Nešto preko 35% vanjskog duga je osjetljivo na promjene deviznih kurseva uzimajući u obzir njegovu valutnu strukturu (EUR – 56,21%, SDR – 30,27% i USD – 12,89%), u kojoj, nakon dekompozicije SDR-a, udio EUR valute u ukupnom vanjskom dugu iznosi 65,57% (Slika 2.).

Slika 7. Valutna struktura ukupnog duga Federacije BiH prema stanju na dan 31.12.2020. godine, prije i poslije dekompozicije SDR-a



4.5 Potencijalne obaveze

Potencijalne obaveze Federacije BiH su finansijske obaveze po osnovu izdatih garancija ili odluka Parlamenta Federacije BiH o eventualnom preuzimanju obaveza kantona, gradova, općina ili javnih kompanija i koje bi mogle postati obaveza budžeta Federacije BiH.

4.5.1 Garancije

Federacija BiH je tokom 2019. godine, na zahtjev JP Elektroprivreda BiH izdala vanjsku garanciju u korist Kineske izvozno-uvozne banke (Exim Bank of China) na iznos od 1.200,86 mil. KM a u cilju izgradnje bloka 7 Termoelektrane Tuzla. Iako je kredit postao efektivan (5.12.2019. godine), do 31.12.2020. godine nije bilo angažovanja sredstva, tako da je stanje duga po ovoj garanciji iznosi nula (0) KM.

U kontekstu mjera na prevenciji posljedica izazvanih pandemijom, Vlada Federacije osnovala je Garantni fond pri Razvojnoj banci, sa ukupnim garantnim potencijalom od 500 mil. KM. Inicijalna sredstva fonda iznose 100 mil. KM. Zaključno sa 31.12.2020. godine, ukupna vrijednost izdatih garancija iznosi 8.997.500 KM. Imajući u vidu da sredstva garantnog fonda višestruko prelaze iznos garantovanih obaveza, obaveze po osnovu garancija nemaju nikakvog uticaja na budžet Federacije BiH u periodu na koji se odnosi strategija.

U periodu na koji se odnosi ova Strategija ne očekuje se aktiviranje garancija, te stoga nisu uključene u njen obuhvat.

4.5.2 Preuzimanje obaveza krajnjih korisnika

Iako Zakon o dugu u FBiH propisuje da dug kantona, gradova, općina i javnih preduzeća predstavlja njihovu apsolutnu i bezuvjetnu obavezu i ne predstavlja ni direktnu ni indirektnu obavezu Federacije BiH, trenutna finansijska pozicija nekoliko kantona, općina i javnih preduzeća kojima je Federacija BiH prosljedila kredite, ukazuje na moguće teškoće u servisiranju njihovih obaveza. S tim u vezi, u skladu sa Zakonom o dugu u Federacije BiH, Ministarstvo finansija može izvršiti reprogram obaveza.

5. MAKROEKONOMSKI OKVIR²⁷

Prema prvim rezultatima F BiH je u 2019. godini ostvarila realni rast ekonomije od 2,6%²⁸, a u 2020. godini projicira se pad ekonomije odnosno pad svih indikatora koji utiču na rast ekonomije, uzrokovan preduzetim mjerama za suzbijanje pandemije. Dok je u prvom kvartalu ostvaren realni rast od 1,5% u odnosu na isti kvartal prethodne godine, u drugom kvartalu usljed potpune ili djelomične obustave poslovnih procesa dolazi do pada od 9,7%. Pad je ostvaren kod većine djelatnosti osobito kod trgovine, prijevoza, djelatnosti pružanja smještaja, pripreme i usluživanje hrane, umjetnosti i rekreacije, te prerađivačke industrije²⁹.

U periodu od I-VII mjeseca 2020. godine u odnosu na isti period prošle godine ostvaren je pad obima industrijske proizvodnje od 9,2% od čega je najveći pad ostvaren u proizvodnji trajnih proizvoda za široku potrošnju od 32,1%, kapitalnih proizvoda od 11,5%, intermedijarnih proizvoda 8,9%, netrajnih

²⁷ Dokument okvirnog budžeta Federacije BiH za period 2021 – 2023. godine, Sarajevo, septembar 2020. godine

²⁸ FZS: Mjesečni statistički pregled, broj 8, od 28.08.2020. god.

²⁹ FZS: Tromjesečni bruto domaći proizvod, II tromjesečje 2020, Broj 10.3.2., 30.09.2020. god.

proizvoda za široku potrošnju od 8,3% i energije od 6,2%. Prerađivačka industrija je ostvarila pad od 11,2% od čega je najveći pad proizvodnje duhanskih proizvoda, prijevoznih sredstava, namještaja i baznih metala³⁰.

U periodu od I-VIII mjesec 2020. godine izvoz je prosječno padao svaki mjesec za 1,58% a uvoz je prosječno rastao za 0,31%. U navednom periodu u odnosu na isti period prošle godine izvoz je pao za 5,5% od čega najviše pao u djelatnosti proizvodnje i snabdijevanja električnom energijom i prerađivačkoj industriji, a uvoz je pao za 19,5% a najviše u djelatnosti vađenje ruda i kamena, prerađivačkoj industriji, te proizvodnji i snabdijevanju električnom energijom. Postatak pokrivenosti uvoza izvozom u 8. mjesecu iznosio je 57,1% što je više za 4,0% u odnosu na prošli mjesec. Trgovinski deficit u 8. mjesecu je iznosio je 388.361 hilj KM. Najveći trgovinski partneri u navednom periodu su bili Njemačka, Hrvatska, Italija i Austrija, a najveći procenat i uvoza i izvoza je ostvarila prerađivačka industrija³¹.

U periodu od I–VIII mjeseca 2020. godine cijene su pale za 0,6% u odnosu na isti period prošle godine. U navedenom periodu najviše su porasle cijene u odjeljku alkoholnih pića i duhana, restorana i hotela, hrane i bezalkoholnih pića, a najviše su pale cijene u odjeljku odjeće i obuće, prijevoza, te stanovanje, voda i električna energija³². U cilju sprječavanja nekontroliranog rasta cijena i udara na standard stanovništva Vlada FBiH je u trećem mjesecu 2020. godine uvela kontrolu i ograničenje cijena osnovnih životnih namirnica, osnovnih higijenskih potrepština i cijena nafte. Neposredna kontrola cijene naftnih derivata je ukinuta 30.07.2020. godine na 178. hitnoj sjednici Vlade FBiH s obzirom da su se odnosi ponude i potražnje i kretanja cijena ovog energenta stabilizirali³³.

I na tržištu rada su se osjetile negativne posljedice krize, tj smatra se da se ukupan broj zaposlenih osoba smanjio za cca 27.000 u odnosu na početak krize³⁴. Zbog svega prethodno navedenoga u 2020. godini se očekuje realni pad ekonomije FBiH, a u periodu 2021.-2023. se nakon krize očekuje opravak od 2,8%, 3,5% i 2,6%, respektivno.

Na oporavak ekonomije u narednom periodu će utjecati poboljšanje eksternog okruženja kao jedne od glavnih odrednica ekonomskog rasta. MMF projicira rast ekonomije Euro zone od 6,0% u 2021. godine, te rast ekonomija glavnih vanjskotrgovinskih partnera Federacije (Njemačka 5,4%, Italija 6,3% - junske projekcije rasta: a Hrvatske od 4,9% i Srbije od 7,5%-aprilske projekcije rasta). Rast ekonomija glavnih vanjskotrgovinskih partnera će utjecati na veću izvoznu potražnju, te time povećati izvoz roba i usluga kao i povećanje domaće proizvodnje.

Povećanje domaće proizvodnje bi trebalo dovesti do poboljšanja standarda života putem povećanja broja zaposlenih i povećanja osobnih primanja, a u konačnici i do povećanja privatne potrošnje. Očekuje se da će glavne odrednice ekonomskog rasta i dalje biti privatna potrošnja i investicije.

U narednom srednjoročnom periodu od 2021.- 2023. godine se može očekivati rast cijena po stopama od 0,4%-0,10% respektivno. Na rast cijena najveći utjecaj će imati mogući rast cijena energenata na svjetskom tržištu, te rast cijena hrane, pića i komunalija na domaćem tržištu, kao i nastavak provođenja harmonizacije akciza na cigarete i duhan na domaćem tržištu.

Poslije pada zaposlenosti u 2020. godini uzrokovanog pandemijom, u narednom periodu se očekuje bolja situacija na tržištu rada, tj projicira se da će se broj zaposlenih u narednom periodu od 2021.- 2023. godine kretati u rasponu 525.767 – 560.453 zaposlene osobe. Poboljšanje situacije na tržištu

³⁰ FZS, Indeks obima industrijske proizvodnje, Brojevi 9.5, 9.6. i 9.7

³¹ FZS: Robna razmjena sa inozemstvom, Broj 16.1.8., od 21.09.2020.god.

³² FZS: Mjesečni statistički pregled Federacije Bosne i Hercegovine, broj 8, od 28.08.2020.god.

³³ 178. hitna sjednica Vlade FBiH, 30.07.2020. godine

³⁴ FZS. Objava od 11.05.2020.godine

rada ima uporište u projekciji ekonomskog oporavka Federacije odnosno povećanju obima investicija i povećanje trgovine, kao i ponovno oživljavanje uslužnih djelatnosti.

Projekcije indikatora su sačinjene na osnovu projekcija Federalnog zavoda za programiranje od juna 2020. godine, Direkcije za ekonomsko planiranje (DEP), Vijeća ministara BiH, od septembra 2020. godine, uvažavajući i projekcije renomiranih međunarodnih statističkih institucija (MMF, Svjetska banka, EK) u njihovim redovitim izvještajima. U tekućoj godini, a i narednom srednjoročnom periodu, najveći utjecaj na ekonomska kretanja u svijetu i lokalno će imati pandemija uzrokovana virusom COVID-19, odnosno mjere za suzbijanje pandemije kao i stabilizacijske mjere. Rizik za projekcije predstavlja nepoznavanje okolnosti oko pandemije odnosno uzročnika pandemije, te posljedice preduzetih mjera za suzbijanje pandemije. Iako posjedujemo određeno iskustvo u borbi s pandemijom, neizvjesno je u kojem obimu i intezitetu će se ista nastaviti, neizvjestan je razvoj efikasne vakcine za istu, te kakve će sve posljedice pandemija imati na društvo i ekonomiju.

Na rizike projekcija će u svakom slučaju utjecati situacija u okruženju. Ekonomska kretanja u okruženju imaju najveći uticaj na ekonomska kretanja u BiH, odnosno FBiH, tj. mogući pad aktivnosti vanjskog okruženja i pad izvozne tražnje za našim proizvodima posebno od strane naših glavnih vanjskotrgovinskih partnera.

Od unutarnjih faktora na rizike projekcija može utjecati uspješnost provođenja reformi, čija realizacija će imati posljedice na rast glavnih odrednica ekonomskog rasta tj. potrošnju i investicije, odnosno na zaposlenost i visinu primanja. Pored navednih rizika, do smanjenja industrijske proizvodnje mogu dovesti i nepovoljne hidrometeorološke prilike od kojih uveliko zavisi proizvodnja električne energije. Promjena cijena energenata na svjetskom tržištu i promjena cijena hrane, komunalija te akciza na pojedine proizvode može imati utjecaj na projekcije inflacije.

Svako produženje ili ponovno javljanje pandemije drugačije od pretpostavljenog, odnosno poduzetih mjera za suzbijanje pandemije, može imati utjecaj na makroekonomske projekcije.

Tabela 6. Makroekonomski pokazatelji za Federaciju BiH za period 2021. – 2023. godine (u mil. KM)³⁵

<i>Indikator</i>	<i>2021</i>	<i>2022</i>	<i>2023</i>
<i>Javni prihodi (uključujući grantove) (u mil. KM)</i>	<i>3.900,6</i>	<i>4.014,1</i>	<i>4.200,3</i>
<i>Primarni rashodi javnog sektora (u mil. KM)</i>	<i>3.855,7</i>	<i>3.908,4</i>	<i>3.960,0</i>
<i>Rashodi javnog sektora (u mil. KM)</i>	<i>3.991,9</i>	<i>4.054,3</i>	<i>4.085,6</i>
<i>Izdaci za kamate (u mil. KM)</i>	<i>136,2</i>	<i>145,9</i>	<i>125,6</i>
<i>Devizne rezerve (mil. USD)³⁶</i>	<i>8.414,1</i>	<i>8.665,3</i>	<i>8.853,6</i>
<i>BDP (Nominalni) (u mil. KM)</i>	<i>23.099,6</i>	<i>24.258,9</i>	<i>25.295,2</i>
<i>Nominalni rast u %</i>	<i>4,6</i>	<i>5,0</i>	<i>4,3</i>
<i>Realni BDP (u mil. KM) (prethodna g. = 100)</i>	<i>22.579,7</i>	<i>23.370,0</i>	<i>23.977,6</i>
<i>Realni rast u %</i>	<i>2,8</i>	<i>3,5</i>	<i>2,6</i>

³⁵ Dokument okvirnog budžeta Federacije BiH za period 2021. – 2023. godine, Sarajevo, septembar 2020. godine

³⁶ Izvor: CBBH, preračun izvršen prema kursu USD na dan 31.12.2020. godine

Tabela 7. Makroekonomski rizici i implikacije po strategiju upravljanja dugom

<i>Realni sektor</i>		
- Rast	Srednja do visoka	Slaba vanjska potražnja ili veća finansijska nestabilnost bi mogli smanjiti potencijal za rast, što bi dovelo do poteškoća u fiskalnoj politici i rezultiralo većim zaduživanjem.
<i>Fiskalni sektor</i>		
- Održivost duga	Srednja	Pritisak na rastuće rashode i kapitalne investicije bi povećao finansijske potrebe. Potencijalne obaveze, bilo iz bankarskog sektora ili državnih preduzeća, mogle bi dovesti do povećanja bruto finansijskih potreba i troškova finansiranja i pogoršanja fiskalnog bilansa, što bi moglo rezultirati većim domaćim i vanjskim zaduženjem.
<i>Platni bilans</i>		
- Vanjska potražnja/kurs valuta	Srednja do visoka	Spor globalni rast, posebno u EU, može smanjiti izvoz i strane direktne investicije, dovodeći do pritiska na devizne rezerve, što bi s obzirom na aranžman valutnog odbora, moglo utjecati i na veće vanjsko zaduživanje.
<i>Inflacija</i>		
- Cijene roba/kurs valuta	Srednja do mala	Na rast cijena najveći utjecaj će imati mogući rast cijena energenata na svjetskom tržištu, te rast cijena hrane, pića i komunalija na domaćem tržištu. Veća inflacija bi mogla povećati troškove servisiranja duga.
<i>Finansijski sistem</i>		
- Sveukupno stanje	Srednja	Stopa adekvatnosti kapitala bankarskog sistema je znatno viša od zakonskog minimuma i predstavlja zadovoljavajuću kapitaliziranost ukupnog sistema za postojeći nivo izloženosti rizicima i jaku osnovu za očuvanje njegove sigurnosti i stabilnosti.

6. IZVORI FINANSIRANJA

6.1. Vanjski izvori finansiranja

Vanjska finansijska sredstva koja Federaciji BiH stoje na raspolaganju i planira ih angažovati u periodu 2021 – 2023. procjenjuju se na 3.041,70 mil.KM³⁷ (1.909,94 mil. USD³⁸). Uzimajući u obzir ciljeve definirane ovom Strategijom, troškove i rizike ugovaranja zajmova, Federacija BiH će nastaviti sa politikom maksimiziranja zaduživanja kod multilateralnih finansijskih institucija, a procjene ukazuju da bi se približno 76,5% planiranih potreba moglo zadovoljiti finansiranjem iz ovih izvora.

³⁷ Prema podacima jedinica za implementaciju projekata

³⁸ Preračun izvršen prema kursu USD : KM na dan 31.12.2020. godine (1USD=1,592566 KM)

Tabela 8: Pregled procijenjenog finansiranja iz vanjskih izvora u periodu 2021 – 2023. godina

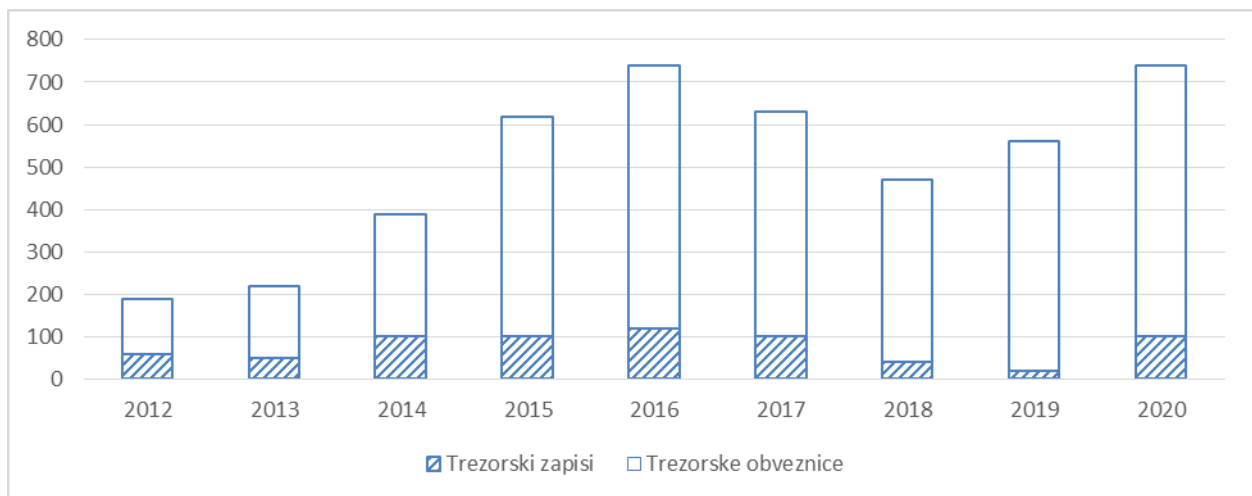
Kreditor	Kamatna stopa	Grace period	Rok otplate	Valuta	Finansiranje mil. USD	%	Rizici
IBRD	Fiksna ili varijabilna	5-10	18-30	EUR	61,26	3,2	Rizik refiksiranja za varijabilnu
EIB	Fiksna ili varijabilna	4-5	25	EUR	370,08	19,4	Rizik refiksiranja za varijabilnu
IMF ³⁹	Varijabilna	4,5	10	SDR	569,1	29,8	Rizik refiksiranja, refinansiranja i valutni rizik
EBRD	Fiksna ili varijabilna	3-5	12-15	EUR	304,9	16,0	Rizik refiksiranja za varijabilnu
Kuvajtski fond	Fiksna	5	25	KWD	37,27	2,0	Valutni rizik
Saudijski fond	Fiksna	5	25	SAR	1,22	0,1	Valutni rizik
OPEC fond	Fiksna	10	20	USD	9,85	0,5	Valutni rizik
CEB	Fiksna ili varijabilna	5	10	EUR	28,1	1,5	Rizik refiksiranja za varijabilnu
IFAD	Fiksna	10	30	SDR	2,4	0,1	Rizik refinansiranja i valutni rizik
IDA	Fiksna	5	25	SDR	0,00	0,00	Rizik refinansiranja i valutni rizik
KfW	Fiksna ili varijabilna	2,5 - 10	12 - 20	EUR	164,6	8,6	Rizik refinansiranja
Ostala sredstva	Fiksna ili varijabilna	3-5	10-15	EUR	172,7	9,0	Rizik refinansiranja i refiksiranja za varijabilnu
UKUPNO					1.909,94	100,00	

6.2. Domaći izvori finansiranja

Domaće tržište vrijednosnih papira je relativno malo i nerazvijeno, ali ima trend rasta prilagođavajući se finansijskim potrebama Vlade Federacije BiH.

Domaće komercijalne banke su najveći investitori u trezorske zapise i tržišne obveznice Vlade Federacije BiH i uglavnom ih čuvaju do dospelja.

Slika 8. Kretanje unutrašnjeg duga Federacije BiH po osnovu tržišnih vrijednosnih papira u periodu 2012 – 2020. (mil. KM)



³⁹ Navedeno se odnosi na Prošireni aranžman IMF-a (Extended Fund Facility)

U namjeri da osigura dalji razvoj domaćeg tržišta vrijednosnih papira i transparentnost zaduživanja, vodeći pri tom računa o svojim finansijskim potrebama i troškovima, Vlada Federacije BiH će nastaviti sa aukcijama obveznica u mjeri koja je potrebna da se iznos sredstava na Jedinostvenom računu trezora Federacije BiH održava na zadovoljavajućem nivou kao i aukcijama trezorskih zapisa u slučaju pojave deficita jedinstvenog računa uzrokovanog neusklađenošću gotovinskih tokova.

Broj emisija i visina ponude trezorskih zapisa (ročnosti tri, šest, devet i dvanaest mjeseci) će varirati zavisno od potreba trezora u procesu upravljanja likvidnošću. Za buduća izdanja obveznica Federacija će uzimati u obzir interese investitora, ali će nastojati produžiti prosječno vrijeme dospijeca vrijednosnih papira izdavanjem obveznica sa dospeljećem dužim od pet godina.

Aukcije tržišnih vrijednosnih papira Federacije BiH održavaju se u skladu sa godišnjim indikativnim kalendarom aukcija, koji Ministarstvo finansija objavljuje na svojoj web stranici, osim u slučaju kada zbog zadovoljavajuće likvidnosti jedinstvenog računa trezora Ministarstvo finansija otkaže najavljene aukcije.

Tabela 9. Struktura, troškovi i rizici domaćih izvora finansiranja

OPIS	Trezorski zapisi	Obveznice FBiH
Struktura	<i>Diskont, jednokratna isplata</i>	<i>Fiksna ili varijabilna kamata, jednokratna isplata</i>
Karakteristike	<i>Jednostavni, dobra potražnja</i>	<i>Tražnja zadovoljava trenutne potrebe, razvoj tržišta će utjecati na potražnju</i>
Troškovi	<i>Niski, osim u slučaju krize likvidnosti ili izdanja većih volumena</i>	<i>Rast volumena izdanja i produžetak ročnosti može izazvati rast troškova</i>
Rizici	<i>Rizici refiksiranja i refinansiranja</i>	<i>Rizici zavise od ostvarene ročnosti, a uključuju rizik refinansiranja, a u slučaju varijabilnih stopa i rizik refiksiranja</i>

7. PRETPOSTAVKE CIJENA I OPISI SCENARIJA ŠOKA

U ovom dijelu predstavljena su četiri osnovna scenarija finansiranja potreba Vlade Federacije BiH. Pretpostavke visine kamatnih stopa i procijenjeno kretanje vrijednosti deviznih kurseva za vanjski dug u periodu 2021 – 2023. godina preuzeti su od Ministarstva finansija i trezora BiH.

Navedeni scenariji su testirani na utjecaj šokova, i to po jedan odvojeni kamatni i valutni i jedan kombinovani kamatno-valutni.

Pretpostavke o budućim kretanjima fiksnih kamatnih stopa na vanjski dug zasnovane su na krivuljama prinosa na njemačke i američke obveznice prve polovine juna 2020. godine.

Za projekcije varijabilnih kamatnih stopa, 6M LIBOR⁴⁰ i 6M EURIBOR⁴¹ pretpostavljeno je da će razlika između vrijednosti 6M EURIBOR (6M LIBOR) i prinosa na njemačke jednogodišnje obveznice (američke jednogodišnje obveznice) biti jednaka tokom posmatranog perioda.

Ove kamatne stope predstavljaju referentne kamatne stope za instrumente duga sa promjenjivim kamatama, dok su za instrumente duga sa fiksnom kamatnom stopom prilikom procjena visine kamata uzeta u obzir postojeća zaduženja.

⁴⁰ London Interbank Offered Rate

⁴¹ Euro Interbank Offered Rate

Kretanje kamatnih stopa na domaći dug izračunato na osnovu jednostavnih očekivanja na bazi kamatnih stopa postojećeg portfolija unutrašnjeg duga Federacije BiH.

Tabela 10. Procijenjene visine kamata na instrumente vanjskog duga u periodu 2021 – 2023. godina korištene u MTDS AT

Naziv instrumenta	Kamata		
	2021	2022	2023
Koncesionalni USD Fiksni	3,25%	3,48%	3,70%
Koncesionalni EUR Fiksni	1,84%	1,91%	1,98%
Koncesionalni USD Varijabilni	0,55%	0,67%	0,79%
Koncesionalni EUR Varijabilni	-0,11%	-0,02%	0,10%
IMF EFF USD Varijabilni	0,23%	0,35%	0,47%
5Y Eurobond	4,68%	5,30%	5,85%
10Y Eurobond	5,48%	5,88%	6,23%
15Y Eurobond	5,94%	6,34%	6,69%

Tabela 11. Procijenjeni spread (margina) na instrumente duga sa varijabilnom kamatnom stopom u periodu 2021 – 2023. godina korištene u MTDS AT

Naziv instrumenta	Spread-Margina		
	2021	2022	2023
Koncesionalni USD Varijabilni	1,00%	1,00%	1,00%
Koncesionalni EUR Varijabilni	1,00%	1,00%	1,00%
IMF EFF USD Varijabilni	1,00%	1,00%	1,00%

Bosna i Hercegovina ima kreditni rejting B od S&P⁴² i B3 od Moody's⁴³. Oba kreditna rejtinga su nepovoljna i svrstavaju Bosnu i Hercegovinu u skupinu zemalja sa visokim kreditnim rizikom – neinvestitorski rejting, odnosno u grupu zemalja koja može da izmiruje trenutne dugoročne obaveze, ali nepovoljna ekonomska kretanja mogu dovesti do problema u servisiranju njenih obaveza. Od svih zemalja u regionu BiH ima najlošiji kreditni rejting.

Tabela 12: Pregled dugoročnog rejtinga pojedinih zemalja iz šireg okruženja

Država	Moody's Investors Service	Standard & Poor's
	Dugoročni / izgled	Dugoročni / izgled
Albanija	B1 / stabilan	B+ / stabilan
Bosna i Hercegovina	B3 / stabilan	B / stabilan
Bugarska	Baa1 / stabilan	BBB / stabilan
Crna Gora	B1 / stabilan	B+ / negativan
Grčka	Ba3 / stabilan	BB- / stabilan
Hrvatska	Ba1 / stabilan	BBB- / stabilan
Mađarska	Baa3 / pozitivan	BBB / stabilan
Sjeverna Makedonija	-	BB- / stabilan
Rumunija	Baa3 / negativan	BBB- / negativan
Slovenija	A3 / stabilan	AA- / stabilan
Srbija	Ba3 / pozitivan	BB+ / stabilan

Izvor: Centralna banka Bosne i Hercegovine⁴⁴

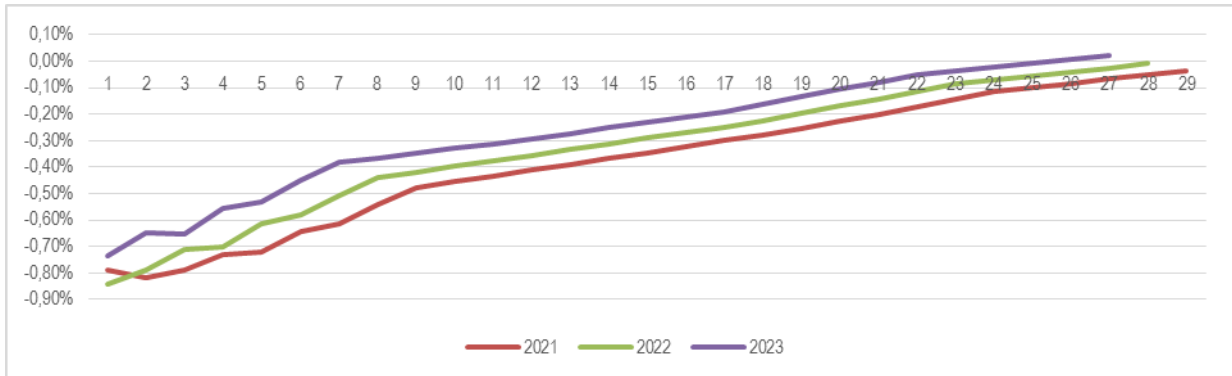
⁴² Standard and Poor's – agencija za procjenu kreditnog rejtinga, rejting potvrđen 28.08.2020. godine

⁴³ Moody's Investors Service - agencija za procjenu kreditnog rejtinga, potvrđen rejting 21.8.2020. godine

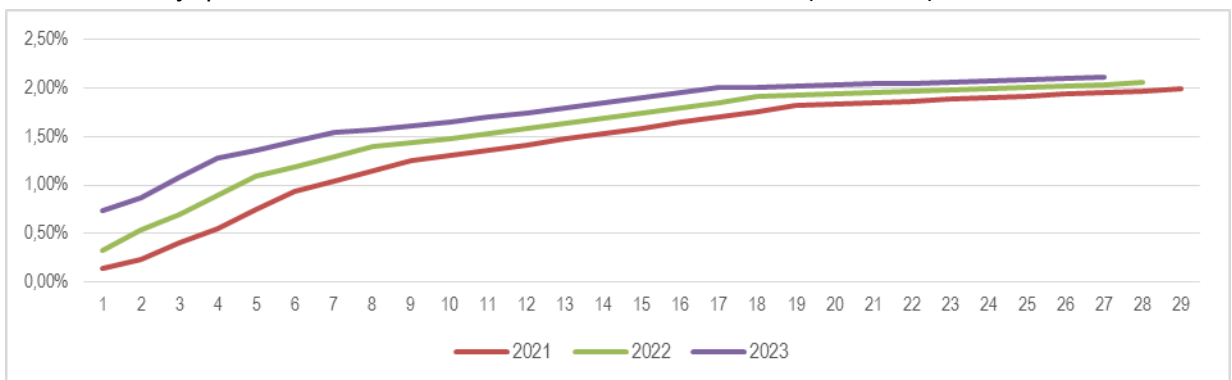
⁴⁴ Bloomberg, podaci ažurirani 09.12.2020. godine

Mada je to postala uobičajena praksa u regiji, Federacija BiH još uvijek nije emitovala vrijednosne papire na međunarodnom finansijskom tržištu. U cilju procjene troškova takve vrste zaduženja Ministarstvo finansija testiralo je nekoliko instrumenata duga (Euroobveznica) različitih dospeljeka kao alternativne izvore finansiranja u periodu 2021 – 2023. godina.

Slika 9. Prinos na njemačke obveznice različitih ročnosti - (Jan 2021.)⁴⁵



Slika 10. Krivulja prinosa na američke obveznice različitih ročnosti - (Jan 2021.)⁴⁶



Kurs USD/EUR je istorijski relativno nestabilan. Imajući u vidu aranžman valutnog odbora (currency board) putem kojeg je valuta Bosne i Hercegovine vezana za EUR u fiksnom omjeru (1EUR=1,95583 KM), glavni valutni rizik portfolija duga Federacije BiH predstavlja promjena vrijednosti EUR-a u odnosu na ostale strane valute, uglavnom USD i SDR.

Pretpostavka je da će odnos EUR/USD, odnosno KM/USD u periodu na koji se odnosi strategija ostati na istom nivou kao na kraju 2020. godine odnosno da neće biti niti aprecijacije niti deprecijacije deviznog kursa.

Slika 11. Kurs EUR/USD 2000 – 2020. godine



Izvor: <https://www.macrotrends.net/2548/euro-dollar-exchange-rate-historical-chart>

⁴⁵ Izračun Ministarstva finansija

⁴⁶ Izračun Ministarstva finansija

7.1. Scenarij nepredviđenih događaja (Šok scenarij)

Korištenjem podataka iz portfolija duga Federacije BiH, makroekonomskih pretpostavki za posmatrani period kao i potencijalnih izvora finansiranja, napravljeno je nekoliko scenarija i strategija zaduživanja.

Svaka od analiziranih strategija testirana je i na iznenadne promjene u pogledu kamatnih stopa i deviznih kurseva kako bi se procijenili troškovi i rizici na navedene promjene.

Šok valutnog (deviznog) kursa:

- manji šok: deprecijacija vrijednosti KM od 20% u odnosu na USD u drugoj godini,
- veliki šok: deprecijacija vrijednosti KM od 30% u odnosu na USD u drugoj godini.

Šok kamatnih stopa:

- manji šok: povećanje procijenjenih kamatnih stopa na dugoročne vanjske i domaće instrumente u visini od 2% i 1% na kratkoročne domaće instrumente u drugoj godini.
- veći šok: povećanje procijenjenih kamatnih stopa u visini od 4% na dugoročne vanjske i domaće instrumente i 2% na kratkoročne domaće instrumente u drugoj godini.

Scenariji šokova:

- Šok valutnog (deviznog) kursa: 30% deprecijacije kursa KM/USD u drugoj godini;
- Šok kamatne stope: 4% rast kamatne stope na vanjske i domaće dugoročne instrumente i 2% na kratkoročne domaće instrumente u drugoj godini, što doprinosi izravnavanju krivulje prinosa. Instrumenti u koje su uključeni stara devizna štednja i ratna potraživanja ostaju nepromijenjeni;
- Kombinovani šok: 20% deprecijacije kursa KM/USD u kombinaciji sa šokom od 1% na kratkoročne domaće i 2% dugoročne instrumente u drugoj godini. Instrumenti u koje su uključeni stara devizna štednja i ratna potraživanja ostaju nepromijenjeni.

Tabela 13. Stilizovani instrumenti portfolija duga Federacije BiH

Oznaka instrumenta	Ime ili vrsta instrumenta	Fiksni ili varijabilni	Koncesionalni ili tržišni	Dospijeće (godina)	Grace (godina)	Vrsta valute	Valuta
USD_1	Koncesionalni USD	Fiksni	Koncesionalni	20	5	Strana	USD
USD_2	Koncesionalni EUR	Fiksni	Koncesionalni	20	5	Strana	EUR
USD_3	Koncesionalni USD	Varijabilni	Koncesionalni	18	4	Strana	USD
USD_4	Koncesionalni EUR	Varijabilni	Koncesionalni	18	4	Strana	EUR
USD_5	IMF EFF USD	Varijabilni	Koncesionalni	10	4,5	Strana	USD
BAM_6	T zapis	Fiksni	Tržišni	1	0	Domaća	BAM
BAM_8	2-3y T obveznica	Fiksni	Tržišni	3	2	Domaća	BAM
BAM_9	5-7y T obveznica	Fiksni	Tržišni	6	5	Domaća	BAM
BAM_16	10y T obveznica	Fiksni	Tržišni	10	9	Domaća	BAM
BAM_17	15y T obveznica	Fiksni	Tržišni	15	14	Domaća	BAM
USD_8	5y Eurobond	Fiksni	Tržišni	5	4	Strana	EUR
USD_18	10Y Eurobond	Fiksni	Tržišni	10	9	Strana	EUR
USD_19	15Y Eurobond	Fiksni	Tržišni	15	14	Strana	EUR

Tabela 14. Poređenje trenutnih indikatora rizika portfolija duga i rizika izabrane strategije

Indikatori rizika		Portfolio duga		
		2019. godina	2020. godina	Izabrana strategija kraj 2023. godine
Nominalni dug (% BDP-a)		24,1	26,4	31,11
Sadašnja vrijednost (% BDP-a)		19,6	22,7	26,55
Ponderisana prosječna kamata (%)		1,6	1,5	1,52
Rizik refinansiranja	ATM Vanjski dug (godine)	6,5	6,2	7,12
	ATM Unutrašnji dug (godine)	2,7	3,3	3,00
	ATM Ukupni dug (godine)	6,0	5,8	6,69
Kamatni rizik	ATR (godine)	3,9	3,7	3,48
	Dug koji se refiksira u 1 g (% ukupnog duga)	41,7	46,0	55,83
	Dug po fiksnoj kamati (% ukupnog duga)	65,8	61,9	50,18
Valutni rizik	Devizni dug (% ukupnog duga)	86,6	85,4	89,40
	Kratkoročni devizni dug (% rezervi)	3,5	3,7	4,68

7.2. Opis alternativnih strategija zaduživanja

Vanjsko zaduživanje Federacije BiH će se koristiti za finansiranje razvojnih programa i kao podrška budžetu. Razvojni programi su projekti sa unaprijed identificiranim kreditorima i pod poznatim uslovima, te je time ograničena mogućnost pregovaranja finansijskih uslova kredita. Tim ograničenjima treba upravljati u kombinaciji s ograničenjima opisanim za domaće finansiranje, da bi se ublažili ranije identificirani rizici.

Strategija (S1): zaduživanje Federacije BiH u skladu s Budžetom Federacije BiH za 2021. godinu, Dokumentom okvirnog budžeta Federacije BiH u periodu 2021-2023. godina i PJI-a za period 2021-2023. godine. Finansiranje razvojnih projekata do 2023. godine procijenjeno je na 1.835,37 mil.KM. Vanjski izvori finansiranja su okvirno identificirani (tabela 8.). U kontekstu procjene troškova i rizika vanjske kredite namjenjene realizaciji PJI Federacije BiH primjenjeni su kreditni uslovi u skladu sa generalnim uslovima poslovanja kreditora u pogledu fiksne ili promjenjive kamatne stope uz preferiranu valutu EUR. Budžetska podrška će se finansirati sredstvima Međunarodnog monetarnog fonda u okviru proširenog aranžmana (EFF), sredstvima Europske unije u okviru makroekonomske pomoći kao i sredstvima prikupljenim emisijama trezorskih zapisa i trogodišnjih, petogodišnjih, šestogodišnjih, sedmogodišnjih, desetogodišnjih obveznica u obimu koji osigurava i razvoj domaćeg tržišta.

Strategija 2 (S2): zaduživanje Federacije BiH u skladu s Budžetom Federacije BiH za 2021. godinu, Dokumentom okvirnog budžeta Federacije BiH u periodu 2021-2023. godina i PJI-a za period 2021-2023. godine. U cilju procjene troškova i rizika razmatrana je strategija u kojoj su sredstva Međunarodnog monetarnog fonda zamjenjena sredstvima euroobveznice dospjeća 10 godina. Na kredite namjenjene realizaciji PJI Federacije BiH primjenjeni su kreditni uslovi u skladu sa generalnim uslovima poslovanja kreditora u pogledu fiksne ili promjenjive kamatne stope uz preferiranu valutu EUR. Budžetska podrška će se dodatno finansirati sredstvima Europske unije u skladu sa sporazumom kao i sredstvima prikupljenim emisijama trezorskih zapisa i trogodišnjih, petogodišnjih, sedmogodišnjih i desetogodišnjih obveznica u obimu koji osigurava i razvoj domaćeg tržišta.

Strategija 3 (S3): zaduživanje Federacije BiH u skladu s Budžetom Federacije BiH za 2021. godinu, Dokumentom okvirnog budžeta Federacije BiH u periodu 2021-2023. godina i PJI-a za period 2021-2023. godine. Finansiranje razvojnih projekta do 2023. godine procijenjeno je na 1.835,37 mil.KM. Vanjski izvori finansiranja su okvirno identificirani (tabela 8.). U kontekstu procjene troškova i rizika vanjske kredite namjenjene realizaciji PJI Federacije BiH primjenjeni su kreditni uslovi sa većinskim učešćem promjenjive kamatne stope uz preferiranu valutu EUR. Budžetska podrška će se finansirati sredstvima Međunarodnog monetarnog fonda u okviru proširenog aranžmana (EFF), sredstvima Europske unije u okviru makroekonomske pomoći kao i sredstvima prikupljenim emisijama trezorskih zapisa i trogodišnjih, petogodišnjih, šestogodišnjih, sedmogodišnjih, desetogodišnjih obveznica u obimu koji osigurava i razvoj domaćeg tržišta.

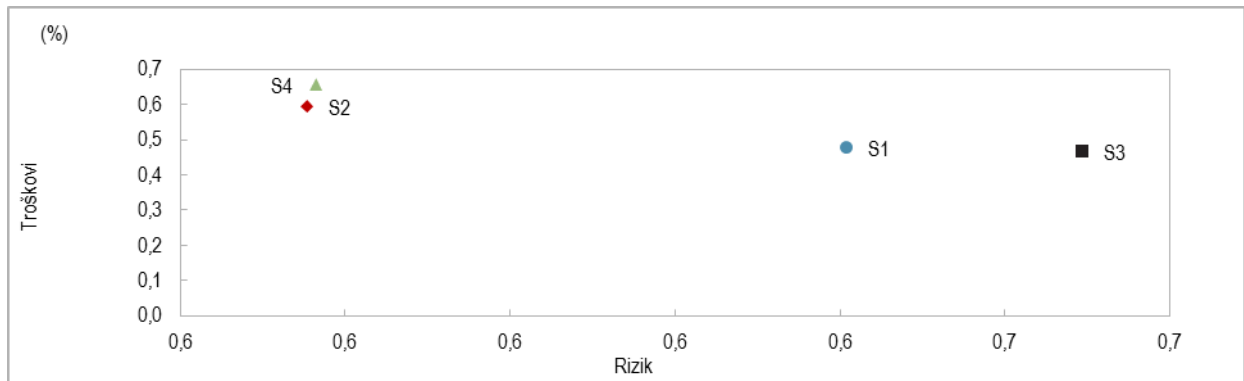
Strategija 4 (S4): zaduživanje Federacije BiH u skladu s Dokumentom okvirnog budžeta Federacije BiH u periodu 2021-2023. godina i PJI-a za period 2021-2023. godine. Finansiranje razvojnih projekta do 2023. godine procijenjeno je na 1.835,37 mil.KM. Vanjski izvori finansiranja su okvirno identificirani (tabela 8.). U kontekstu procjene troškova i rizika vanjske kredite namjenjene realizaciji PJI Federacije BiH primjenjeni su kreditni uslovi u skladu sa generalnim uslovima poslovanja kreditora u pogledu fiksne ili promjenjive kamatne stope uz preferiranu valutu EUR. Budžetska podrška planirana da se finansira sredstvima Međunarodnog monetarnog fonda u okviru proširenog aranžmana (EFF) i sredstvima Europske unije u okviru makroekonomske pomoći zamjenjena su izdavanjem desetogodišnje i petnaestogodišnje euroobveznice na nivou koji je adekvatan izvorima koji su zamjenjeni kao i sredstvima prikupljenim emisijama trezorskih zapisa i trogodišnjih, petogodišnjih, šestogodišnjih, sedmogodišnjih, desetogodišnjih obveznica u obimu koji osigurava i razvoj domaćeg tržišta.

7.3. Analiza troškova i rizika alternativnih strategija zaduživanja

Učinak predloženih strategija je procijenjen u osnovnom i šok scenariju. Dva ključna indikatora troškova (dug/BDP i kamata/BDP) izračunati su kako bi se odredio odnos između troškova i rizika različitih scenarija zaduživanja. Promjene visine neotplaćenog duga uzrokovane promjenom valutnog kursa odražavaju se na odnos dug/BDP. Udio plaćene kamate u BDP-u daje procjenu potencijalnog utjecaja svake strategije na budžet. Rizik date strategije je razlika između njenih troškova prema scenariju rizika, odnosno scenariju šoka u odnosu na osnovni (bazni) scenarij.

Trošak servisiranja duga u direktnoj je korelaciji sa promjenama kamatnih stopa. Dug sa visokim kamatnim stopama generira tokom vremena veće troškove duga, odnosno povećava potrebe za refinansiranjem. Strategije S2 i S4 su najmanje rizične strategije ali imaju i najveće troškove (Slika 12.) zbog strukture duga u kojoj dominira vanjsko zaduživanje u EUR-ima i u kojem udio duga sa fiksnim kamatnim stopama zadržava visoko učešće u portfoliju ukupnog duga. Strategija S4 je najskuplja jer predviđa zaduživanje u većem obimu na inostranom tržištu kapitala kombinacijom desetogodišnjih i petnaestogodišnjih euroobveznica u uslovima tržišnih kamatnih stopa. Strategije S1 i S3 imaju približno iste troškove s tim da je strategija S3 najrizičnija s obzirom da su u strategiji S3 razmatrani kreditni uslovi u kojima u većem obimu (u odnosu na Strategiju S1) prevladavaju promjenjive kamatne stope. Najveći rizik za sve bazne strategije u pogledu omjera kamata/BDP predstavlja ekstremni kamatni šok u 2. godini strategije. Odstupanje od baznog scenarija kreće u iznosu od 0,5754% – 0,6694% procijenjenog BDP-a.

Slika 12. Učešće troškova kamata u BDP-u (kraj 2023. godine)



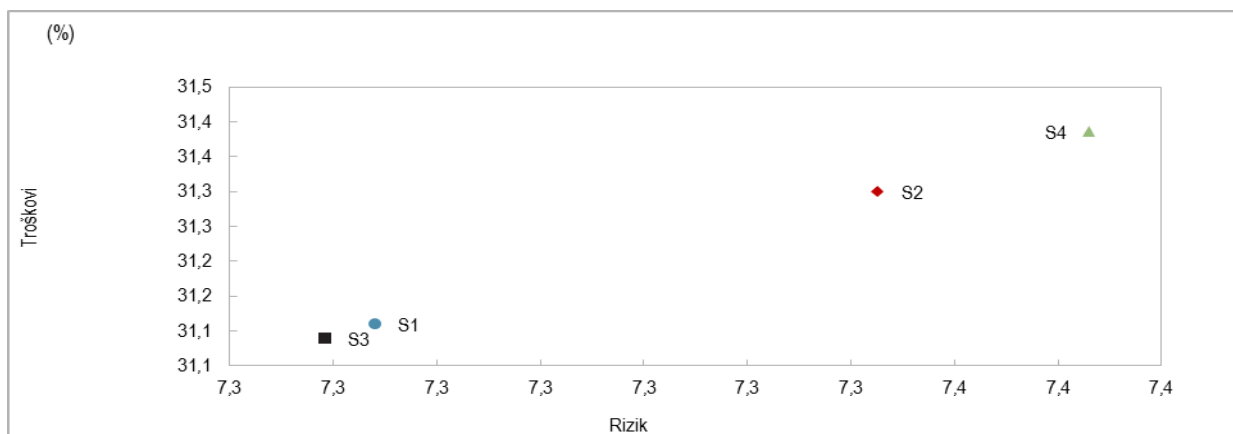
Najveći rizik portfolija duga za sve četiri testirane strategije, u pogledu omjera dug/BDP predstavlja valutni rizik u slučaju nagle promjene deviznog kursa odnosno aprecijacije USD u odnosu na KM i EUR (šok od 30% u 2. godini strategije).

Portfolio koji ima veći udio neeurskih valuta u stanju neotplaćenog vanjskog duga izložen je većem riziku kada je u pitanju aprecijacija stranih valuta u odnosu na domaću. Strategija S4 je najosjetljivija strategija na promjene deviznih kurseva, zbog niskog udjela domaćeg zaduživanja i značajnijeg vanjskog zaduživanja u neeurskim valutama (SDR, USD).

Kao i u slučaju prethodnog indikatora kada posmatramo bazni scenarij, strategije S1 i S3 imaju najmanje troškove i manje su rizične u odnosu na strategije S2 i S4. Strategija S4 je najrizičnija i najskuplja kada je poredimo u odnosu na ostale strategije.

Strategija S4 je najosjetljivija na promjene deviznog kursa i ima veće odstupanje od svog baznog scenarija (u odnosu na ostale strategije), koji podrazumijeva izdavanje euroobveznice na vanjskom tržištu kao i zaduživanje u neeurskim valutama (USD i SDR) u cilju realizacije PJI 2021. – 2023. godine. U slučaju ekstremnog deviznog šoka (aprecijacija USD u odnosu na BAM u iznosu od 30%) odstupanje šok scenarija od baznog, iznosi od 7,2892%–7,3630%, procijenjenog BDP-a u 2023. godini s tim da je to odstupanje najmanje u Strategiji S3 i iznosi 7,2892%.

Slika 13. Učešće duga u BDP-u (kraj 2023. godine)



7.4. Indikatori rizika alternativnih strategija

Budući da odnosi *dug/BDP* i *kamata/BDP* nisu dovoljni za procjenu rizika analizirani su i drugi indikatori: rizik refinansiranja, kamatni rizik i valutni rizik.

Tabela 15. Indikatori rizika po strategijama na kraju 2023. godine

Indikatori rizika		Početni portfolio	S1	S2	S3	S4
Nominalni dug u % BDP		26,41	31,11	31,30	31,09	31,39
Sadašnja vrijednost duga u % BDP		22,67	26,55	26,72	26,53	27,15
Troškovi kamata u % BDP		0,39	0,48	0,59	0,46	0,65
Implicitna kamatna stopa (%)		1,46	1,52	2,12	1,46	2,33
Rizik refinansiranja	Dug koji dospijeva u 1. godini (% ukupnog)	11,59	10,64	10,70	10,39	10,80
	Dug koji dospijeva u 1. godini (% BDP)	3,08	3,31	3,35	3,23	3,39
	Prosječno dospijeće portfolija (godine)	5,80	7,12	7,53	7,02	7,90
	Prosječno dospijeće domaći dug (godine)	3,30	3,00	3,03	3,10	3,00
	Prosječno dospijeće vanjski dug (godine)	6,23	6,69	7,04	6,62	7,36
Kamatni rizik	Prosječno vrijeme refiksiranja (godine)	3,69	3,48	4,62	2,78	4,94
	Refiksiranje duga u 1. godini (godine)	46,03	55,83	42,03	62,23	42,10
	Dug sa fiksnom kamatom (% ukupnog duga)	61,86	50,18	63,96	43,42	64,01
	Trezorski zapisi (% ukupnog duga)	1,70	1,89	1,90	1,53	2,02
Devizni rizik	Devizni dug u % ukupnog duga	85,43	89,40	89,21	89,65	89,12
	Kratkoročni devizni dug u % rezervi	3,71	4,68	4,68	4,68	4,68

Poredeći indikatore rizika predloženih strategija sa rizicima trenutnog portfolija duga, možemo zaključiti sljedeće:

Troškovi duga – Prosječna implicitna ponderisana kamatna stopa, imajući u vidu visinu finansijskih potreba i dostupne izvore finansiranja u svim analiziranim strategijama osim u strategiji S3 se povećava i kreće se u rasponu od 1,46% - 2,33%, s tim da kod preferirane strategije S1 na kraju 2023. godine iznosi 1,52%. Strategija S3 podrazumjeva angažovanje sredstava sa uslovima promjenjive kamatne stope u većem obimu u odnosu na fiksnu stopu.

Rizik refinansiranja – Iznos duga koji dospijeva u 2024. godini (10,74%) je manji u relativnom iznosu, u odnosu početni portfolio duga iz 2020. godine kada je iznosio 11,59% BDP-a, i zadržao se ispod iznosa koji je u smijernicama o zaduživanju u cilju dostizanja poželjnog izgleda portfolija duga Federacije BiH, naveden kao gornja granica (15% ukupnog portfolija duga).

Prosječno vrijeme do dospijeća (ATM) bi se povećalo u svim analiziranim strategijama i bilo bi u skladu sa definiranim strateškim ciljevima. Najduže prosječno vrijeme do dospijeća bi bilo u strategiji S4 i S2 imajući u vidu strukturu otplate korištenih instrumenata duga. Implementacijom strategije S1 prosječno vrijeme dospijeća portfolija duga na kraju 2023. godine bi iznosilo 6,7 godina.

Kamatni rizik – Prosječno vrijeme refiksiranja se smanjuje u preferiranoj strategiji obzirom na kreditne uslove Međunarodnog monetarnog fonda (promjenjiva kamatna stopa i SDR valuta) i drugih značajnih kreditora poput EBRD-a, KfW-a, IBRD-a i dr., koji preferiraju varijabilne kamatne stope.

Prosječno vrijeme refinansiranja u izabranoj strategiji iznosilo bi 3,49 godina i bilo bi ispod definisanog indikatora (4 godine).

Udio duga sa fiksnim kamatnim stopama uključujući i trezorske zapise, u preferiranoj strategiji bi se smanjio u odnosu na početni portfolio duga i iznosio bio 50,18%. Izabrani instrumenti duga u velikoj mjeri podrazumjevaju uslove promjenjivih kamatnih stopa te uzimajući u obzir finansijske potrebe u narednom periodu značajno bi se promjenila struktura ukupnog portfolija u pogledu omjera fiksnih i promjenjivih kamata. Strategije S2 i S4 koje uzimaju u obzir zaduživanje emisijama euroobveznica po fiksnim kamatnim stopama imaju znatno povoljniji ATR koji iznosi 4,62 i 4,94 respektivno.

*Vlada Federacije BiH je izabrala **Strategiju S1** koju će provoditi u periodu 2021-2023. Izabrana strategija, odnosno indikatori rizika izabrane strategije S1 na kraju 2023. godine uglavnom su u skladu sa smjernicama za upravljanje dugom. Strategija S1 podrazumijeva implementaciju PJI 2021-2023 u skladu sa preporukama iz Strategije, potpisivanje sporazuma o proširenom finansiranju sa Međunarodnim monetarnim fondom, makrofinansijsku pomoć Europske unije te emitovanje vrijednosnih papira na domaćem tržištu u cilju budžetske podrške i refinansiranja postojećeg duga.*

8. SMJERNICE ZA UPRAVLJANJE DUGOM

U namjeri da se osiguraju sredstva za likvidnost budžeta, zadovolji tražnja i poveća likvidnost vladinih vrijednosnih papira, u narednom periodu Vlada Federacije BiH će nastaviti sa izdavanjem trezorskih zapisa i obveznica u obimu i dinamici koji će biti konzistentni sa ovom srednjoročnom Strategijom.

8.1 Sveukupna struktura portfolija duga

Strukturom portfolija duga nastojat će se minimizirati sveukupni rizici i nastaviti sa razvojem domaćeg tržišta vrijednosnih papira.

Smjernice za poželjnu strukturu portfolija duga su sljedeće:

- Održavanje udjela duga u KM i EUR valuti iznad 60% ukupnog portfolija duga;
- Održanje udjela duga s fiksnom kamatnom stopom preko 50% ukupnog portfolija duga;
- Vrijeme prosječnog dospjeća ukupnog portfolija duga produžiti na 6,5 godina.

8.2 Smjernice za zaduživanje

Glavne smjernice za zaduživanje Federacije BiH su sljedeće:

- Prilikom planiranja zaduživanja voditi računa da se održi ravnomjerna struktura otplate po godinama u cilju minimiziranja rizika refinansiranja;
- Radi smanjenja valutnog rizika maksimalno koristiti zaduživanje u EUR i KM;
- U cilju smanjenja rizika refinansiranja duga: udio portfolija duga koji dospijeva unutar 12 mjeseci/jedne godine će iznositi maksimalno 15% ukupnog neotplaćenog duga;
- Kako bi produžili prosječno dospjeće portfolija duga iznad 6,5 godina, buduća zaduženja ugovarati sa dužim grace periodom i dužim rokom otplate. Prosječno ponderisano dospjeće portfolija duga produžiti na najmanje 6,5 godina.

8.3 Kvantitativne strateške mete

Na osnovu trenutnog makroekonomskog okvira (Dokument okvirnog budžeta Federacije BiH 2021-2023. godine) praćenjem preferirane strategije zaduživanja na kraju 2023. godine očekivani indikatori rizika portfolija duga bili bi sljedeći:

- prosječno vrijeme dospjeća kredita (ATM) ne bi trebalo biti manje od 6,7 godina;
- prosječno vrijeme refiksiranja kredita (ATR) će iznositi 3,48 godinu;
- učešće servisiranja kamata po osnovu duga u prihodima će iznositi manje od 15%.

Mete definirane ovom Strategijom su osjetljive na promjene pretpostavki o rastu, fiskalnom deficitu i dostupnosti predviđenih izvora finansiranja, prvenstveno koncesionalnih izvora finansiranja.

9. KOMUNIKACIJA SA TRŽIŠTEM

Ministarstvo finansija će održavati komunikaciju sa učesnicima na tržištu putem redovnih sastanaka i objavljivanjem ključnih informacija o dugu i vladinim politikama. Ministarstvo finansija će nastaviti da na svojoj internet stranici objavljuje indikativni kalendar aukcija vrijednosnih papira, kvartalne kalendare aukcija, godišnji plan zaduživanja, kvartalne izvještaje o dugu i Strategiju upravljanja dugom Federacije BiH.

Informacije o kreditnom rejtingu Bosne i Hercegovine i finansijskom sektoru u Bosni i Hercegovini mogu se naći na web stranici Centralne banke Bosne i Hercegovine <http://www.cbbh.ba>, a dodatne informacije i podaci o javnom dugu u Bosne i Hercegovine na web stranici Ministarstva finansija i trezora BiH <http://www.mft.gov.ba>.

C. SREDNJOROČNA STRATEGIJA UPRAVLJANJA DUGOM BRČKO DISTRIKTA

Javni dug Brčko distrikta Bosne i Hercegovine (Distrikt) sa 31.12.2019. godine izražen u američkim dolarima (USD) iznosio je 32,9 miliona USD ili 6,4 procenta BDP-a Distrikta, (BDP 2019 iznosio je 902 mil. KM), od čega je vanjski dug iznosio 31,5 miliona USD (6,1 procenta BDP-a Distrikta), a domaći dug 1,4 miliona USD (0,3 procenta BDP-a Distrikta). Udio vanjskog duga u ukupnom dugu je 95,8 procenta, a domaćeg 4,2 procenta.

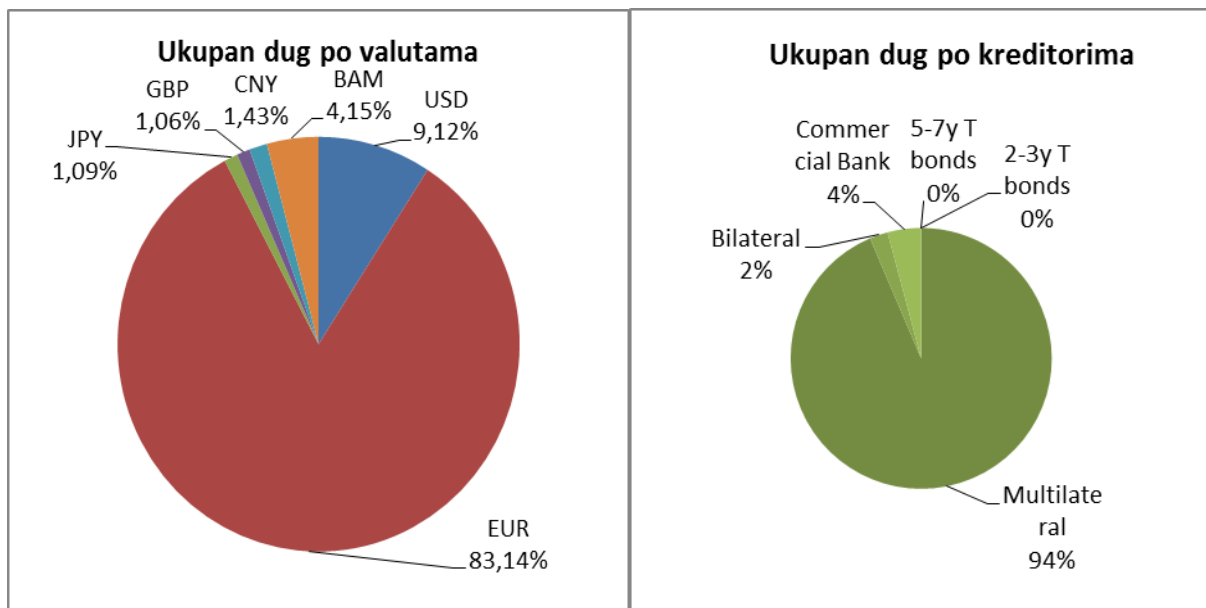
U Direkciji za finansije Brčko distrikta Bosne i Hercegovine (Direkcija za finansije) sa 31.12.2019. godine nije bilo evidentiranih izdatih garancija.

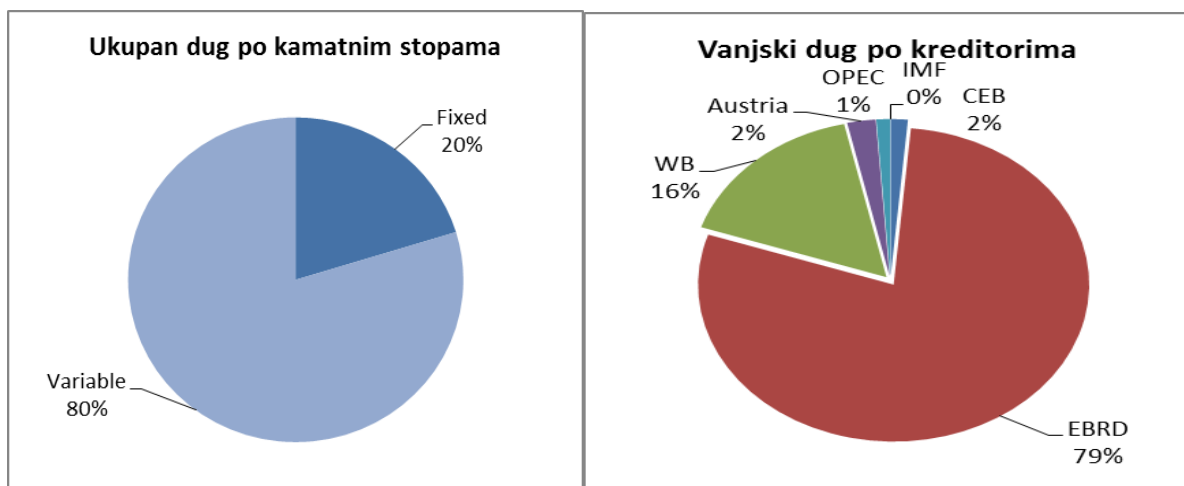
U valutnoj strukturi javnog duga Distrikta najveći procenat se odnosi na valutu EUR 83,14 %, zatim slijedi USD, BAM, Britanska funta, Kineski juan i Japanski jen. Vanjski dug se sastoji od duga ugovorenog putem države BiH i duga kojeg su direktno ugovorile vlasti Distrikta.

Oko 94% ukupnog duga odnosi se na multilateralne kreditore (EBRD, WB, CEB, OPEC) i jednog bilateralnog kreditora (Austrija) koji čini 2 % od ukupnog javnog duga Distrikta.

Domaći dug čini jedan zajam komercijalne banke po varijabilnoj kamatnoj stopi i iznosi 4% od ukupnog javnog duga Distrikta. Obveznice za staru deviznu štednju s dospijecem od 2-3 i 5 godina koje su u prethodnom periodu činile strukturu unutrašnjeg duga, isplaćene su u toku 2016. godine.

Slika1. Distrikt Brčko: Struktura postojećeg duga na kraju 2019. godine





Ukupan javni dug Distrikta karakteriše niska ponderisana prosječna kamatna stopa (Tabela 1), koja za ukupan dug iznosi 1,5%, odnosno za vanjski dug 1,4% a unutrašnji 4%. Ovo je rezultat visokog učešća vanjskog zaduživanja i niskih referentnih kamatnih stopa. Prosječno vrijeme do dospjeća je relativno kratko, za unutrašnji dug je 1,9 godine a za vanjski 4,1 godine. Profil otplate (Slika 2) naginje prema kraćem roku otplate domaćeg duga i vrhuncem otplate vanjskog duga u 2020. godini. Kako bi se smanjio rizik refinansiranja potrebno je prilikom novog zaduživanja produžiti ročnost ukupnog duga.

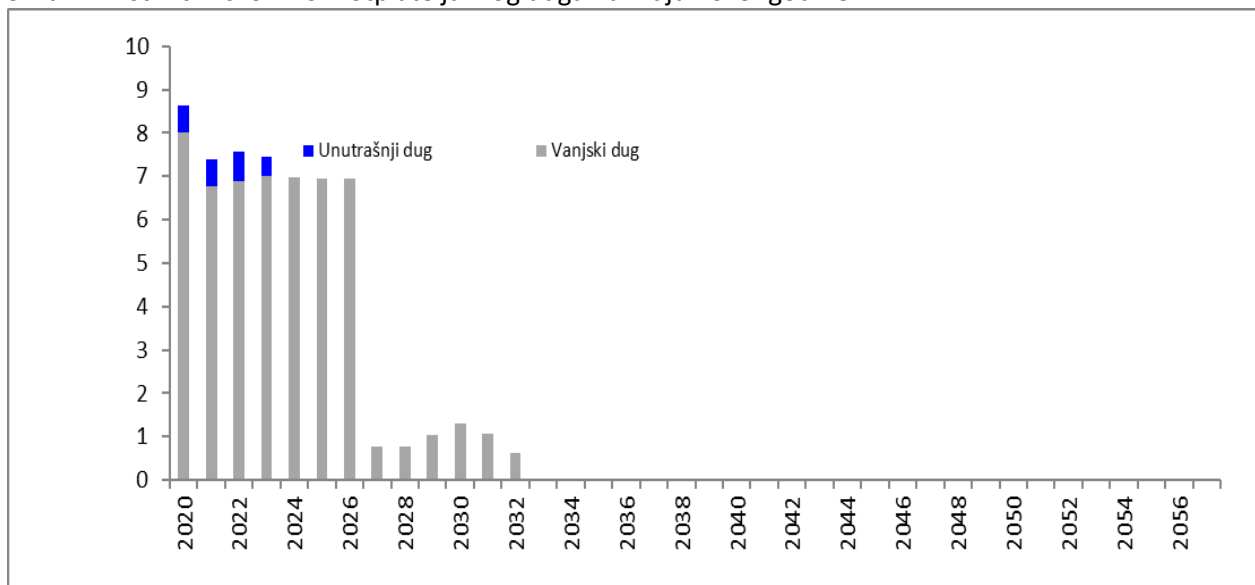
Kamatni rizik za ukupni dug je visok obzirom da se 100% unutrašnjeg i 82% vanjskog duga refiksira u sljedećoj godini, a što je posljedica činjenice da oko 80% od ukupnog portfolia duga čini dug sa varijabilnom kamatnom stopom.

Valutni rizik postojećeg portfolia duga je nizak iako je učešće vanjskog duga u ukupnom dugu 95,85%, a što proizilazi iz činjenice da u valutnoj strukturi vanjskog duga visoko učešće ima valuta EUR tako da je valutnom riziku izloženo svega 17 % ukupnog duga.

Tabela 1 . Distrikt Brčko: Indikatori troškova i rizika na kraju 2019 . godine

Indikatori troškova rizika		Vanjski dug	Unutrašnji dug	Ukupan dug
Iznos duga (milioni KM)		55,1	2,4	57,5
Iznos duga (milioni USD)		31,5	1,4	32,9
Normalni dug u % BDP		6,1	0,3	6,4
Sadašnja vrijednost duga u % BDP		5,3	0,3	5,6
Troškovi duga	Iznos kamate u odnosu na % BDP	0,1	0,0	0,1
	Prosječna ponderisana kamata (%)	1,4	4,0	1,5
Rizik refinansiranja	ATM (godine)	4,1	1,9	4,0
	Dospijeće duga u sljedećoj godini (ukupnog)	14,6	25,9	15,0
	Dospijeće duga u sljedećoj godini (% BDP-a)	0,9	0,1	1,0
Kamatni rizik	ATR (godine)	1,7	0,5	1,7
	Dug koji se refiksira u sljedećoj godini (% od ukupnog)	82,2	100,0	82,9
	Dug sa fiksnom kamatnom stopom (% od ukupnog)	21,1	0,0	20,3
Valutni rizik	Vanjski dug (% od ukupnog duga)			95,8
	Kratkoročni vanjski dug (% dev.rezervi)			

Slika 2. Distrikt Brčko: Profil otplate javnog duga na kraju 2019. godine



Izvor: Direkcija za finansije DB

MAKROEKONOMSKI OKVIR

Distrikt ima uravnotežen tekući budžet, tako da je cjelokupno zaduživanje u svrhu finansiranja kapitalnih izdataka. Lokalne vlasti su procijenile ukupne potrebe za investicionim zaduživanjem za svaku godinu na osnovu projekata koji su u toku (Projekat „Brzo finansiranje“-MMF-RFI ,projekat rekonstrukcija „Luka“ Brčko) i planiranog kapitalnog projekata „Izgradnja glavnog transportnog cjevovoda Plazulje - Potočari“Brčko. (Tabela 2)

Na osnovu toga su ukupne potrebe za zaduživanjem uključene u MTDS analizu kao dio bruto finansijskih potreba.

Tabela 2. Distrikt Brčko: Glavni ekonomski indikatori, 2020-2023

	2020	2021	2022	2023
u milionima KM				
Javni prihodi (uključujući grantove)	226	226	234	242
Primarni rashodi javnog sektora	223	227	240	244
Kamata	0,8	0,7	0,6	0,5
Ukupni izdaci(Ukupni rashodi-amortizacija+povlačenja novih kredita	224	228	240	244
BDP-2019.g.(902)	911	929	948	957
Potrebna zaduženja za investicije	6,3	9,0	14,0	9,6

IZVORI FINANSIRANJA

Glavni vanjski multilateralni kreditori su EBRD, Svjetska banka, MMF, CEB i jedan bilateralni kreditor (Austrija). U periodu MTDS-a (2020-2023), u Distriktu Brčko desila su se zaduženja kod MMF (RFI projekat „Brzo finansiranje“) kao i jedan novi projekat kod Evropske banke za obnovu i razvoj (EBRD).

Tabela 3. Distrikt Brčko: Sadašnji i potencijalni izvori financiranja

Sadašnji izvori financiranja	Potencijalni izvor financiranja
Vanjski - Multilateralni: EBRD, WB, IMF, OPEC, CEB - Bilateralni: Austrija	Vanjski - Multilateralni: EBRD, MMF
Domaći : - Komercijalne banke	Domaći:

Izvor: Direkcija za finansije

ANALIZA SCENARIJA

Alternativne strategije zaduživanja

Strateški cilj Vladinog upravljanja dugom DB u periodu 2020-2023 je obezbjeđenje takvih izvora finansiranja (zaduživanja) čija je namjena isključivo finansiranje investicionih projekata od ključnog značaja za poticanje ekonomskog rasta i razvoja DB, a koji osiguravaju prihvatljivi nivo troškova i rizika finansiranja.

U skladu sa postojećim ciljem upravljanja dugom Distrikta Brčko, urađene su četiri alternativne strategije za MTDS analizu:

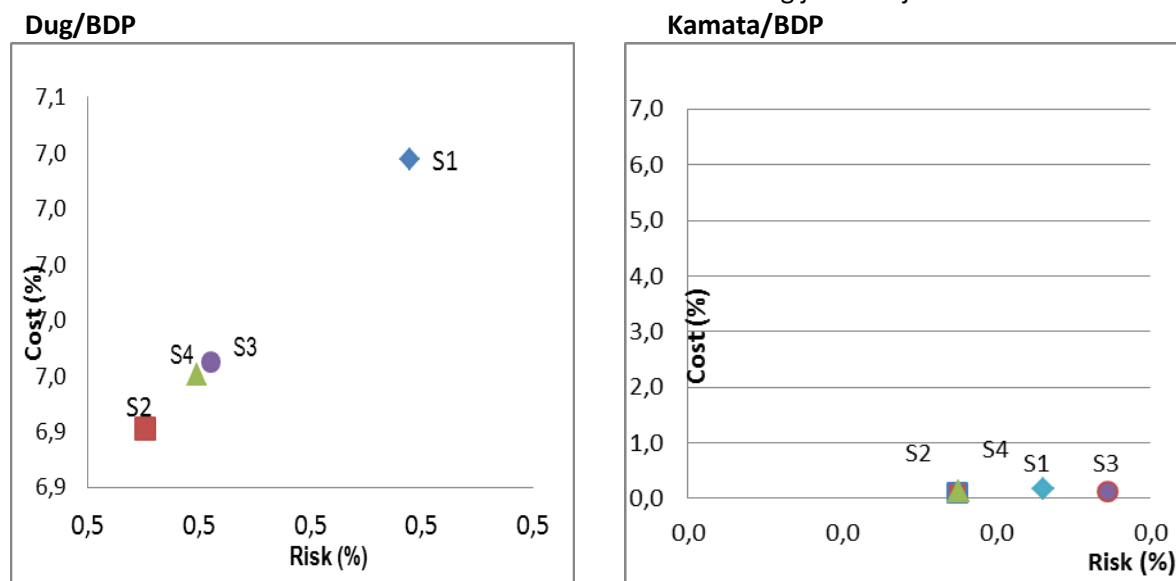
- **S1:** Razvoj domaćeg tržišta (nova zaduživanja putem izdavanja dugoročnih obveznica, krediti kod komercijalnih banaka)
- **S2:** Strategija preferiranja multilateralnih kreditora (nova zaduživanja u valuti EUR po mogućnosti sa fiksnom kamatnom stopom)
- **S3:** Strategija smanjivanja rizika kamatne stope (nova pozajmljivanja sa fiksnom kamatnom stopom)
- **S4:** Strategija smanjenja valutnog rizika (nova pozajmljivanja u EUR i BAM)

Analiza rizika i troškova alternativnih strategija zaduživanja

Na osnovu izvršene analize indikatora troškova i rizika na kraju 2023. godine svih alternativnih strategija korištenih u MTDS-u, zaključujemo da je S2: Strategija preferiranja multilateralnih kreditora (nova zaduživanja u EUR po mogućnosti sa fiksnom kamatnom stopom) poželjna i preferirana strategija zaduživanja za Distrikt Brčko u narednom srednjoročnom periodu.

Prema ovoj strategiji do kraja 2023. godine procenat nominalnog duga u projektovanom BDP-u Distrikta bi iznosio 6,9% u poređenju sa sadašnjih 6,4% koliko je iznosio na kraju 2019. godine (Tabela 4). Iznos kamate u odnosu na BDP ostao je na istom nivou kao i u 2019. godini. Rizik refinisanja u strategiji S2 je najniži obzirom da je prosječno vrijeme do dospelja duga (ATM) produženo s 4 na 5,9 godina. Oko 71,8 % duga koji treba da se refiksira u roku od godinu dana je rezultat velikog učešća varijabilne kamatne stope u portfoliju ukupnog duga (80%) u odnosu na 20 % duga sa fiksnom kamatnom stopom, a prosječno vrijeme za refiksiranje je povećano s 1,7 godine na 3,3 godina. Po strategiji S2 - Nova zaduživanja u valuti EUR po mogućnosti s fiksnom kamatnom stopom, došlo bi do povećanja vanjskog duga u ukupnom dugu sa 95,8 % na 100 %.

Slika 3. Distrikt Brčko: Balans troškova i rizika alternativnih strategija na kraju 2023.



Izvor: Vlasti DB

Tabela 4. Distrikt Brčko: Indikatori rizika i troškova različitih strategija na kraju 2023. godine

Indikatori troškova i rizika		2019.	kraj 2023.			
		Trenutno	S1	S2	S3	S4
Nominalni dug u % BDP		6,4	7,0	6,941	6,965	6,960
Sadašnja vrijednost duga u BDP%		5,6	6,9	5,9	6,1	6,1
Iznos kamate u odnosu BDP(%)		0,1	0,2	0,1	0,1	0,1
Prosječna ponderisana stopa %		1,5	2,5	1,5	1,8	1,7
Rizik refinisanja	Dospjeće duga u sljedećoj god (% ukupnog)	15,0	15,4	15,2	15,2	15,3
	Dospjeće duga u sljedećoj godini (%BDP)	1,0	1,1	1,1	1,1	1,1
	ATM vanjski dug (godine)	4,1	2,2	5,9	5,8	5,6
	ATM Unutrasnji dug (godine)	1,9	3,8		3,9	4,6
	ATM ukupni dug (godine)	4,0	3,0	5,9	5,6	5,4
Kamatni rizik	ATR (godine)	1,7	2,4	3,3	4,3	3,2
	Dug koji se refiksira u 1g (ukupnog duga)	82,9	49,6	71,8	55,9	70,7
	Dug po fiksnoj kamati (% ukupnog duga)	20,3	51,6	29,5	45,3	30,5
Valutni rizik	Vanjski dug (% ukupnog duga)	95,8	49,0	100,0	89,0	89,1
	Kratkoročni vanjski dug (% dev.rezervi)					

Izvor: Vlasti DB

Tabela 5. Distrikt Brčko: Stanje duga po instrumentima alternativnih strategija na kraju 2023 .godine

u milionima USD	2019.	kraj 2023.			
Stanje duga po instrumentima	Trenutno	S1	S2	S3	S4
Concessional FX Fixed_EUR	1	0	7	9	6
Concessional FX Variable_EUR	25	10	22	16	19
Concessional FX Fixed_USD	6	4	4	4	4
Concessional FX Variable_USD	0	0	0	0	0
IMF RFI FX Variable_USD	0	3	3	3	3
Commercial DX Variable_BAM	1	4	0	1	3
T-Bills DX Fixed_BAM	0	0	0	0	0
T-Bonds 2-3yr DX Fixed_BAM	0	0	0	0	0
T-Bonds 5-7yr DX Fixed_BAM	0	15	0	3	1
T-Bonds 10yr DX Fixed_BAM	0	0	0	0	0
Vanjski	32	18	37	33	33
Unutrašnji	1	19	0	4	4
Ukupno	33	37	37	37	37

PREPORUKE

Menadžment za upravljanje javnim dugom Distrikta Brčko preporučuje kao prihvatljivu strategiju preferiranja multilateralnih kreditora (nova zaduženja u EUR po mogućnosti sa fiksnom kamatnom stopom) za investicione projekte od ključnog značaja za ubrzaniji ekonomski rast i razvoj Distrikta Brčko, kao i iz razloga što su uslovi zaduživanja kod domaćih komercijalnih banaka još uvijek nepovoljni i što za sada na postoji zakonski okvir koji omogućava emisiju trezorskih dugoročnih obveznica.

U cilju unapređenja sistema za upravljanje javnim dugom u narednom srednjoročnom periodu nameće se kao potreba reforma zakonodavnog i institucionalnog okvira za upravljanje i jačanje kapaciteta u pogledu ljudskih i materijalnih resursa za upravljanje javnim dugom.