

BOSNA I HERCEGOVINA
MINISTARSTVO FINANSIJA/
FINANSIJA I TREZORA



БОСНА И ХЕРЦЕГОВИНА
Министарство финансија/
финансија и трезора

BOSNIA AND HERZEGOVINA
MINISTRY OF FINANCE
AND TREASURY

Srednjoročna strategija upravljanja dugom Bosne i Hercegovine za period 2017-2020. godina

Sarajevo, jun 2018. godine

SADRŽAJ

SADRŽAJ	1
I SREDNJOROČNA STRATEGIJA UPRAVLJANJA DUGOM BOSNE I HERCEGOVINE	2
UVOD.....	2
1. PRAVNI I INSTITUCIONALNI 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 2016. GODINI.....	7
5. MAKROEKONOMSKI OKVIR	8
6. IZVORI FINANSIRANJA	8
6.1. VANJSKI IZVORI FINANSIRANJA	8
6.2. UNUTRAŠNJI IZVORI FINANSIRANJA	9
7. ANALIZA STRATEGIJE BIH	9
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.....	26
C. SREDNJOROČNA STRATEGIJA UPRAVLJANJA DUGOM BRČKO DISTRIKTA	47

I SREDNJOROČNA STRATEGIJA UPRAVLJANJA DUGOM BOSNE I HERCEGOVINE

Uvod

Izrada i provođenje Srednjoročne strategije upravljanja dugom BiH (Strategija BiH), kako u užem tako i širem smislu iziskuje, koordinirano i konzistentno djelovanje mjera ekonomske politike zasnovanih na poticanju privrednog rasta, fiskalnu konsolidaciju, te aktivnu politiku upravljanja javnim dugom. U tom kontekstu, Strategija BiH za period 2017. - 2020. definira osnovne ciljeve i smjernice, te predstavlja plan koji se namjerava implementirati u srednjoročnom periodu u cilju postizanja željene strukture portfelja duga, koja odražava vladine preference u smislu balansa između troškova i rizika. Nužna poluga za aktivno upravljanje dugom je redovno utvrđivanje, objava i ocjena provedbe Strategije BiH čiji su ciljevi bazirani na analizi troškova i rizika, uvažavajući makroekonomska i tržišna ograničenja.

Strategija BiH se priprema u skladu sa Kalendarom razmjene podataka potrebnih za pripremu Srednjoročne strategije upravljanja dugom BiH, koji je usvojilo Vijeće ministara BiH na 101. sjednici, održanoj 12.05.2017. godine. S tim u vezi, Strategija BiH je urađena 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 Strategije BiH je zasnovana na procesu „odozdo prema gore“, gdje su entiteti i DB uradili svoje strategije upravljanja dugom na osnovu svojih bruto finansijskih potreba i izvora finansiranja i makroekonomskih pokazatelja, gdje su korišteni isti scenariji šoka i zajedničke početne projekcije, u smislu kamatnih stopa na vanjski dug i valutnog kursa, dok su korištene različite projekcije kretanja kamatnih stopa na unutrašnji dug entiteta.

Predmetna Strategija BiH prezentuje strukturu duga, procjenu stanja zaduženosti, te definiše srednjoročne ciljeve upravljanja dugom i smjernice za dostizanje postavljenih ciljeva.

1. Pravni i institucionalni 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).

Dug entiteta i DB regulisan je kroz sljedeći pravni okvir:

- Zakon o zaduživanju, dugu i garancijama Republike Srpske („Službeni glasnik Republike Srpske“, br. 7/12 i 52/14);
- 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. 64/09, 44/11 i 92/13)
- 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 i 20/13);
- Zakon o trezoru Brčko distrikta BiH („Službeni glasnik Brčko distrikta BiH“, br. 3/07, 19/07 i 2/08);
- 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 i 42/11);
- Zakon o unutrašnjem dugu Republike Srpske („Službeni glasnik Republike Srpske“, br. 1/12, 28/13, 41/13, 59/13 i 44/14).

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.

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 u 2016. godini iznosilo je 12.097,6 mil KM. Strategija BiH obuhvata dug¹ koji predstavlja direktnu ili indirektnu obavezu Institucija BiH, entiteta i DB, a što predstavlja 11.067,1 mil KM, odnosno 91,5% javne zaduženosti BiH.

U skladu sa navedenim, Strategija BiH obuhvata:

- ☞ Vanjski državni dug i vanjski dug entiteta i DB,
- ☞ Unutrašnji dug Bosne i Hercegovine, a koji podrazumijeva unutrašnji dug entiteta i DB, te koji predstavlja direktnu ili indirektnu obavezu istih.

Strategija BiH ne obuhvata:

- ☞ Izdate vanjske državne garancije u BiH,
- ☞ Izdate unutrašnje garancije entiteta,
- ☞ Unutrašnji dug entiteta nastao direktnim zaduženjem opština, gradova, kantona, javnih preduzeća i fondova socijalne sigurnosti (osim duga Fonda PIO RS).

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

4. Pregled strukture, troškova i rizika postojećeg duga

4.1. Struktura postojećeg duga

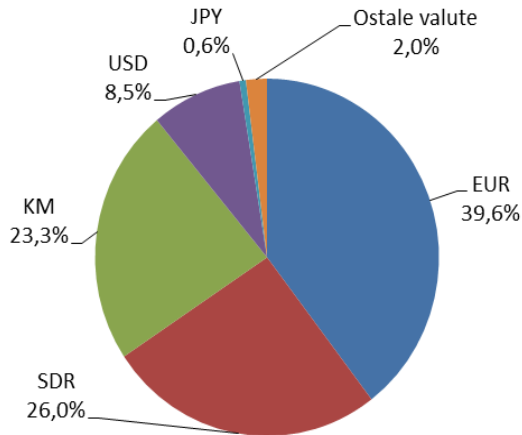
Ukupan dug uključen u Strategiju BiH iznosi 11.067,1 mil KM na kraju 2016. godine, što predstavlja 35,9% BDPa i isti je prikazan u narednoj tabeli.

Tabela 1.: Ukupni dug BiH u 2016. godini

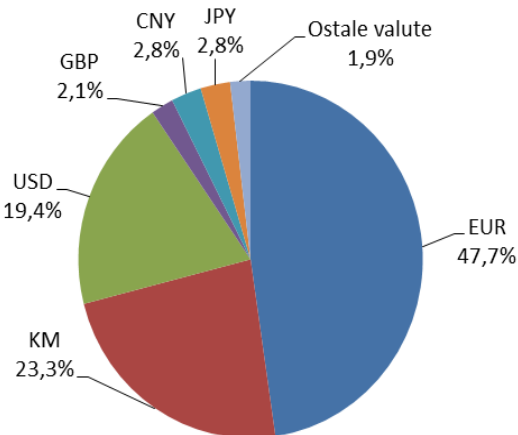
Opis	Dug (u mil KM)				Total	Nominalni dug kao % BDP ²
	Federacija BiH	Republika Srpska	Distrikt Brčko	Institucije BiH		
Vanjski dug	5.250,1	3.157,8	27,1	54,2	8.489,2	27,5%
Unutrašnji dug	988,0	1.585,8	4,1	0,0	2.577,9	8,4%
Ukupni dug	6.238,1	4.743,6	31,2	54,2	11.067,1	35,9%

U ukupnom dugu, vanjski dug učestvuje sa 76,7%, a unutrašnji dug sa 23,3%. Udio duga sa fiksnom kamatnom stopom u ukupnom stanju duga iznosi 62,7%, dok je udio duga sa varijabilnom kamatnom stopom 37,3%. Valutna struktura ukupnog duga BiH obuhvaćenog Strategijom data je u Slici 1., uključujući i valutnu strukturu nakon dekompozicije SDR valute.

Slika 1. Valutna struktura ukupnog duga BiH na dan 31.12.2016. godine



Valutna struktura bez dekompozicije SDRa



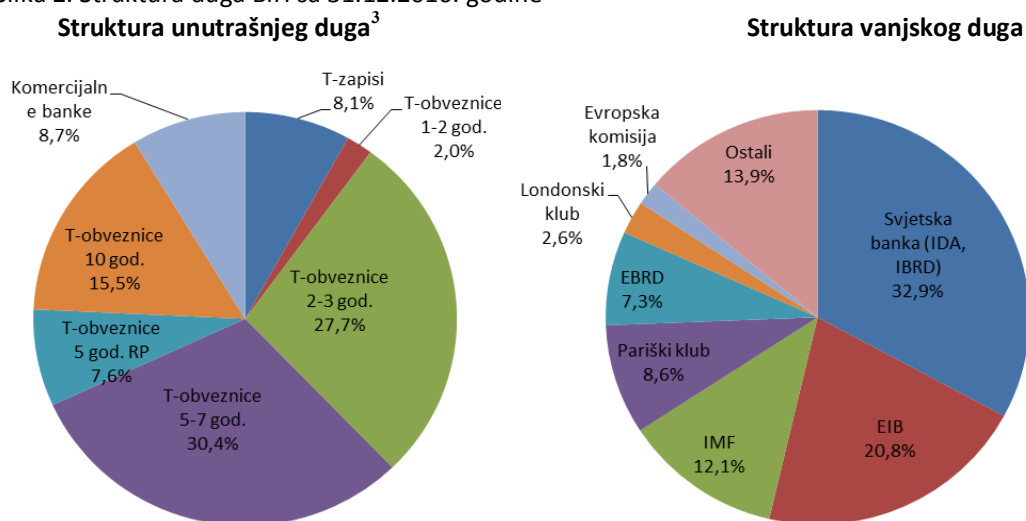
Valutna struktura nakon dekompozicije SDRa

Vanjski dug uglavnom čine obaveze prema multilateralnim kreditorima (78,8%), a gotovo polovina portfelja vanjskog duga je sa varijabilnom kamatnom stopom (45,9%). Unutrašnji dug čine tržišni i netržišni instrumenti: 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. FBiH emituje T-zapise i T-obveznice na Sarajevskoj berzi, a RS na

² BDP = 30.862mil KM, Direkcija za ekonomsko planiranje, Dokument okvirnog budžeta, Makroekonomski pokazatelji za period 2016.-2021. godina, mart 2018. godine.

Banjalučkoj berzi. 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..

Slika 2. Struktura duga BiH sa 31.12.2016. godine



4.2. Troškovi i rizici postojećeg duga

Ukupan dug BiH karakteriše relativno niska ponderisana prosječna kamatna stopa (Tabela 2.). Ponderisana prosječna kamatna stopa ukupnog duga je 1,9%, vanjskog duga je 1,3%, a unutrašnjeg duga 3,9%. 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 2016. godine

BOSNA I HERCEGOVINA				
Indikatori troškova i rizika		Vanjski dug	Unutrašnji dug	Ukupni dug
Iznos duga (milioni KM)		8.489,2	2.577,9	11.067,1
Iznos duga (milioni USD)		4.575,2	1.389,4	5.964,6
Nominalni dug u % BDP		27,5	8,4	35,9
Sadašnja vrijednost duga u % BDP		23,2	8,4	31,6
Troškovi duga	Iznos kamate u odnosu na BDP (%)	0,4	0,3	0,7
	Prosječna ponderisana kamata (%)	1,3	3,9	1,9
Rizik refinansiranja	ATM (godine)	7,1	3,1	6,2
	Dospjeće duga u sljedećoj godini (% ukupnog)	10,0	24,2	13,3
	Dospjeće duga u sljedećoj godini (% BDP)	2,7	2,0	4,8
Kamatni rizik	ATR (godine)	4,5	3,0	4,2
	Dug koji se refiksira u sljedećoj godini (% ukupnog)	48,6	30,8	44,5
	Dug sa fiksnom kamatnom stopom (% ukupnog)	54,1	91,3	62,7
Valutni rizik	Vanjski dug (% ukupnog duga)			76,7
	Vanjski dug, isključujući dug u EUR (% od ukupnog)			37,1
	Kratkoročni vanjski dug (% rezervi)			8,9

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

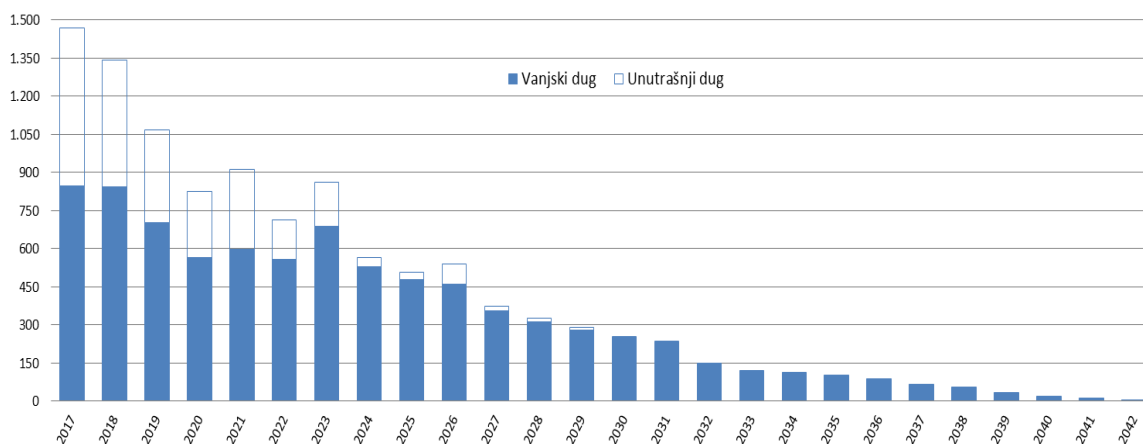
³ T-obveznice 5 god. RP su amortizirajuće obveznice po osnovu ratnih potraživanja koje izdaje FBiH

Rizik refinansiranja je veći za unutrašnji dug. Profil otplate (Slika 3.) ukazuje na pojačan servis ukupnog duga u srednjem roku. Prosječno vrijeme do dospeljeća (ATM) za unutrašnji dug je 3,1 godina, dok je za vanjski dug 7,1 godina. Relativno kraće prosječno vrijeme do dospeljeća unutrašnjeg duga se objašnjava većim učešćem T-obveznica s kratkim rokom dospeljeća (2-3 godine) i obveznica s dužim rokom dospeljeća (T-obveznica 5-7 godina i obveznica emitovanih za izmirenje ratnih potraživanja i stare devizne štednje), ali s amortizacionom otplatom. Kao rezultat navedenog, 24,2% unutrašnjeg duga dospeljeva na naplatu u roku od godinu dana, u poređenju s 10,0% vanjskog duga.

Rizik kamatne stope je veći za vanjski dug. Oko polovine vanjskog duga i skoro trećine 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 portfelju vanjskog duga (45,9%). Od ukupnog portfelja 62,7% duga je sa fiksnom kamatnom stopom.

Valutni rizik je znatno manji u odnosu na učešće vanjskog duga u ukupnoj strukturi duga zbog valutne klauzule (povezanost KM sa EUR) zbog čega je valutnom riziku izloženo 37,1% ukupnog duga iako je učešće vanjskog duga u ukupnom dugu 76,7%.

Slika 3. Profil otplate postojećeg ukupnog duga



4.3. Implementacija Strategije BiH u 2016. godini

S obzirom da je Strategija BiH prvi put usvojena 26.04.2016. godine od strane Vijeća ministara BiH, implementaciju iste možemo posmatrati kroz uporedni pregled indikatora troškova i rizika duga u 2015. i 2016. godini, koji se daje u narednoj tabeli.

Tabela 3. BiH: Uporedni pregled indikatora troškova i rizika duga na kraju 2015. i 2016. godine

Indikatori troškova i rizika		2015	2016
		BiH	BiH
Nominalni dug u % BDP		36,7	35,9
Sadašnja vrijednost duga u % BDP		32,5	31,6
Iznos kamate u odnosu na BDP (%)		0,7	0,7
Prosječna ponderisana kamatna stopa (%)		1,9	1,9
Rizik refinansiranja	Dospjeće duga u sljedećoj godini (% ukupnog)	11,2	13,3
	Dospjeće duga u sljedećoj godini (% BDP)	4,1	4,8
	ATM vanjski dug (godine)	7,3	7,1
	ATM unutrašnji dug (godine)	3,1	3,1
	ATM ukupni dug (godine)	6,3	6,2
Kamatni rizik	ATR (godine)	4,1	4,2
	Dug koji se refiksira u 1 g (% ukupnog duga)	46,1	44,5
	Dug po fiksnoj kamati (% ukupnog duga)	60,9	62,7
Valutni rizik	Vanjski dug (% ukupnog duga)	77,5	76,7
	Vanjski dug, isključujući dug u EUR (% ukupnog duga)	37,8	37,1
	Vanjski dug, isključujući dug u EUR (% vanjskog duga)	48,8	48,4
	Kratkoročni vanjski dug (% rezervi)	7,4	8,9

Analizom uporednih indikatora primjetno je da su se nominalni dug i sadašnja vrijednost u odnosu na BDP smanjili u 2016. godini, dok su prosječna kamatna stopa i njen udio u BDPU ostali na istom nivou kao i 2015. godine.

Rizik refinansiranja u 2016. godini je veći u odnosu na 2015. godinu imajući u vidu da su indikatori koji se odnose na dospjeće duga u narednoj godini i ATM za vanjski i ukupni dug lošiji.

Rizik kamatne stope je smanjen u 2016. godini u odnosu na prethodnu godinu jer je smanjen udio duga koji se refiksira unutar jedne godine na 44,5%, te je povećan udio duga po fiksnoj kamatnoj stopi na 62,7%, kao i prosječno vrijeme refiksiranja koje je 4,2 godine.

Indikatori koji se odnose na valutni rizik su blago smanjeni u 2016. godini s obzirom da je smanjeno učešće duga u neEUR valutama u ukupnom i vanjskom dugu, kao i učešće vanjskog duga u ukupnom dugu.

Na osnovu saglasnosti Parlamentarne skupštine BiH, u 2016. godini ugovoreno je 12 kreditnih aranžmana u iznosu od 738,22 mil KM, od čega u valuti EUR 66,1%, a sa fiksnom kamatnom stopom 50,1% a što je u skladu sa smjernicama definisanim u Strategiji BiH i entitetskim i DB strategijama upravljanja dugom gdje se preferira vanjsko zaduživanje u valuti EUR sa fiksnom kamatnom stopom.

Ukoliko se posmatraju ukupno angažirana vanjska sredstava u 2016. godini, 52,0% je u EUR valuti, a sa fiksnom kamatnom stopom 54,8%. Međutim, uglavnom se radi o kreditima koji su ranije

ugovoreni, dok se 9,4% od ukupno angažovanih sredstava odnosi na kreditne aranžmana zaključene u 2016. godini.

Imajući u vidu navedeno, upravljanje dugom u 2016. godini 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 Srednjoročne strategije upravljanja dugom BiH su prikazane u Tabeli 4..

Tabela 4.: Makroekonomske pretpostavke

	2016.	2017.	2018.	2019.	2020.
Nominalni BDP (u mil. KM)	30.862	31.826	33.266	34.909	36.685
Nominalni rast (u %)	4,0	3,1	4,5	4,9	5,1
BDP deflator (preth.godina=100)	101,1	100,1	101,3	101,4	101,3
Realni rast (u %)	2,9	3,0	3,2	3,5	3,7
Inflacija mjerena indeksom potrošačkih cijena u %	-1,1	1,3	1,6	1,5	1,6
Budžetski prihodi ⁵ (u mil. KM)	5.558	5.685	5.841	5.908	5.983
Budžetski rashodi ⁶ (u mil. KM)	5.075	5.266	5.292	5.275	5.343

6. Izvori finansiranja

6.1. Vanjski izvori finansiranja

Cjelokupno vanjsko finansiranje u posmatranom periodu vršiće se u skladu sa članom 39. Zakona o zaduživanju, dugu i garancijama BiH, koji propisuje da je Ministarstvo finansija i trezora BiH odgovorno za vođenje pregovora i sprovođenje procedura za zaključivanje kreditnih sporazuma kojim se država zadužuje po osnovu vanjskog duga. Potencijalni vanjski izvori finansiranja predviđeni Srednjoročnom strategijom upravljanja dugom BiH su navedeni u Tabeli 5..

⁴ BDP, nominalni rast, realni rast, BDP deflator i inflacija mjerena indeksom potrošačkih cijena su projekcije Direkcije za ekonomsko planiranje BiH iz marta 2018. 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.

Tabela 5.: Vanjski izvori finansiranja

Naziv kreditora	Kamatna stopa	Grejs period	Rok otplate	Valuta	Rizik
IBRD	Fiksna ili varijabilna	5 do 10	10 do 35	EUR	Rizik refiksiranja za varijabilnu
IMF	Varijabilna	4	10	SDR	Rizik refiksiranja, refinansiranja i valutni rizik
EIB	Fiksna ili varijabilna	4-5	25	EUR	Rizik refiksiranja za varijabilnu
CEB	Fiksna ili varijabilna	5	10	EUR	Rizik refiksiranja za varijabilnu i refinansiranja
IFAD	Fiksna ili varijabilna	10	30	SDR	Rizik refiksiranja za varijabilnu i valutni rizik
EBRD	Fiksna ili varijabilna	3 do 5	12-15	EUR	Rizik refiksiranja za varijabilnu
OPEC FOND	Fiksna	10	20	USD	Valutni rizik
KfW	Fiksna	2,5 do 10	12 do 20	EUR	
IDA	Fiksna	5	25	SDR	Valutni rizik
SAUDIJSKI FOND	Fiksna	5	25	SAR	Valutni rizik
KUVAJTSKI FOND	Fiksna	5	25	KFW	Valutni rizik

Bosna i Hercegovina ima rejting B/stabilne perspektive, 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 i trezorske obveznice ročnosti 3, 5, 7 i 10 godina sa „bullet“ otplatom. FBiH planira izdavanje trezorskih zapisa, dok DB ne planira izdavati domaće hartije od vrijednosti.

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 preferiranih strategija entiteta i DB, gdje su entiteti i DB, na osnovu navedene analize, identifikovali preferirane strategije.

⁷ opadanje vrijednosti KM u odnosu na USD

7.1. Opis srednjoročnih strategija upravljanja dugom entiteta i Brčko distrikta

FBiH je odabrala strategiju⁸ po kojoj bi se zaduživanje FBiH vršilo u skladu sa DOB-om 2018-2020 i PJI 2018-2020, domaće finansiranje nadomjestiti će se nastavkom realizacije sporazuma sa IMF-om (EFF-extended fund facility), te refinansiranjem kratkoročnih vrijednosnih papira Vlade Federacije BiH na domaćem tržištu (trezorski zapisi). Prema ovoj strategiji, zaduživanje na domaćem tržištu emisijama tržišnih obveznica Vlade Federacije BiH (trogodišnje, petogodišnje, sedmogodišnje i desetogodišnje obveznice) zamijenjeno je sredstvima IMF-a.

Strategija diverzifikacije instrumenata i izvora finansiranja je preferirana i usvojena strategija Vlade RS⁹. Prema ovoj strategiji, za finansiranje investicionih projekata koriste se vanjski izvori finansiranja, kao rezultat maksimalnog iskorištavanja pristupa koncesionim izvorima (WB, EIB, EBRD, Razvojna banka Vijeća Evrope, itd.), što doprinosi smanjenju rizika refinansiranja i smanjenju troška. Za finansiranje budžetske potrošnje koriste se kako vanjski (IMF, WB), tako i domaći izvori finansiranja. Na vanjskom tržištu diverzifikacija instrumenata vrši se ispitivanjem uslova i procedura za emitovanje evroobveznica i kreditnog zaduživanja, dok se na domaćem tržištu diverzifikacija instrumenata vrši kontinuiranim emitovanjem obveznica ročnosti 3, 5, 7 i 10 godina sa „bullet“ otplatom, uz održavanje obima 7-godišnjih i 10-godišnjih instrumenata na nivou koji doprinosi smanjenju rizika refinansiranja i rizika kamatne stope (imajući u vidu da se radi o fiksnim instrumentima), uz prihvatljiv nivo troškova, te ispitivanje mogućnosti emitovanja obveznica duže ročnosti.

DB je odabrao Strategiju upravljanja dugom čiji je cilj obezbjeđenje izvora finansiranja 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. Ova strategija¹⁰ omogućava najniži trošak finansiranja uz smanjenje rizika refinansiranja i rizika kamatne stope uz prihvatljivi nivo valutnog rizika. Po ovoj strategiji svo buduće zaduživanje u posmatranom periodu vršiće se iz vanjskih izvora finansiranja. Preferiraju se vanjski izvori finansiranja u valuti EUR po fiksnoj kamatnoj stopi, tamo gdje je moguće. Kao potencijalni vanjski izvori finansiranja definisani su multilateralni kreditori (EBRD, OPEC, IBRD).

U skladu sa navedenim, entiteti i DB preferiraju zaduživanje kod multilateralnih kreditora u valuti EUR. Vezano za unutrašnje zaduženje preferiranja su različita. Naime, RS namjerava da razvija domaće tržište kontinuiranim emitovanjem obveznica ročnosti 3, 5, 7 i 10 godina sa „bullet“ otplatom, dok FBiH ne planira zaduživanje putem trezorskih obveznica već samo izdavanje trezorskih zapisa, a DB ne planira izdavanje domaćih hartija od vrijednosti jer im to ne dozvoljava zakonski okvir.

Trenutna struktura duga Institucija BiH pokazuje da je cjelokupni dug Institucija BiH vanjski dug, od čega 97,1% je u EUR valuti. Učešće fiksne kamatne stope je 75,3%, prosječno vrijeme do dospeljeća 6,4 godina, dok 6,0% duga dospijeva u narednoj godini. Analiza strukture duga Institucija BiH je pokazala da je dug izložen riziku promjene kamatne stope i u manjoj mjeri valutnom riziku. Institucije BiH u posmatranom periodu ne planiraju nova zaduženja osim povlačenja po već postojećim ugovorenim

⁸ Identifikovana kao strategija S2 u Strategiji upravljanja dugom FBiH

⁹ Identifikovana kao strategija S3 u Strategiji upravljanja dugom RS

¹⁰ Identifikovana kao strategija S2 u Srednjoročnoj strategiji upravljanja dugom DB

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 2020. godine, kao i indikatori troškova i rizika duga BiH na kraju 2016. godine.

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

Indikatori troškova i rizika		2016	2020.
		BiH	Strategija BiH
Nominalni dug u % BDP		35,9	29,0
Sadašnja vrijednost duga u % BDP		31,6	26,3
Iznos kamate u odnosu na BDP (%)		0,7	0,5
Prosječna ponderisana kamatna stopa (%)		1,9	1,8
Rizik refinansiranja	Dospjeće duga u sljedećoj godini (% ukupnog)	13,3	12,4
	Dospjeće duga u sljedećoj godini (% BDP)	4,8	3,6
	ATM vanjski dug (godine)	7,1	7,2
	ATM unutrašnji dug (godine)	3,1	2,6
	ATM ukupni dug (godine)	6,2	6,4
Kamatni rizik	ATR (godine)	4,2	3,6
	Dug koji se refiksira u 1 g (% ukupnog duga)	44,5	52,2
	Dug po fiksnoj kamati (% ukupnog duga)	62,7	57,3
Valutni rizik	Vanjski dug (% ukupnog duga)	76,7	82,6
	Vanjski dug, isključujući dug u EUR (% od ukupnog duga)	37,1	34,5
	Kratkoročni vanjski dug (% rezervi)	8,9	6,0

Analiza pokazuje da će se na kraju posmatranog perioda nominalni iznos duga smanjiti u odnosu na trenutno stanje, kao i odnos duga i BDP-a i odnos sadašnje vrijednosti duga i BDPa. Prosječna kamatna stopa se smanjuje zbog korištenja povoljnijih uslova na finansijskom tržištu kod multilateralnih kreditora.

Prema Strategiji BiH na kraju 2020. godine prosječno vrijeme refiksiranja (ATR) će biti kraće zbog većeg udjela vanjskog zaduženja po varijabilnoj kamatnoj stopi. Prosječno vrijeme do dospelja (ATM) u 2020. godini će se produžiti sa 6,2 na 6,4 godine u odnosu na 2016. godinu zbog uticaja većeg vanjskog zaduživanja sa dužim rokom dospelja. Udio duga sa uslovima fiksnih kamatnih stopa smanjuje se na 57,3% prema strategiji u odnosu na trenutni nivo iz razloga što se veliki investicioni projekti planiraju finansirati uglavnom vanjskim kreditima sa varijabilnom kamatnom stopom.

Do povećanja učešća vanjskog duga u ukupnom dugu dolazi zbog ograničenja domaćeg tržišta koje dovodi do potrebe za mobilizacijom finansijskih sredstava iz vanjskih izvora usljed dalje potrebe za zaduživanjem zbog servisiranja postojećeg duga koji dospijeva i finansiranja investicionih i razvojnih projekata u entitetima i DB. Učešće vanjskog duga u neEUR valutama u ukupnom dugu se smanjuje iz razloga što se preferira zaduživanje u valuti EUR. Iako se povećava udio vanjskog duga u ukupnom

dugu smanjuje se izloženost valutnom riziku s obzirom da se smanjuje učešće neEUR valuta u ukupnom dugu. Učešće kratkoročnog vanjskog duga u državnim rezervama prema strategiji će se poboljšati u odnosu na trenutno stanje.

8. Smjernice

Analiza ukazuje da odabrana strategija obezbjeđuje niži trošak finansiranja i smanjenje rizika refinansiranja i valutnog rizika uz prihvatljivi nivo rizika kamatne stope u odnosu na trenutno stanje. Na smanjenje navedenih rizika može se uticati na način da se vanjski krediti ugovaraju sa dužim rokom dospeljeća, 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 2020. godine su:

- Kod novog vanjskog zaduživanja, gdje je moguće birati vrstu kamatne stope, treba preferirati fiksnu kamatnu stopu (osim ako analiza ne ukazuje na snažnu argumentaciju za izbor promjenljive kamatne stope).
- Kod novog vanjskog zaduživanja, gdje je moguće treba birati zaduživanje sa dužim rokom otplate i grejs periodom.
- Kod novog vanjskog zaduživanja, gdje je moguće izabrati valutu, treba preferirati valutu EUR (dokle god Centralna banka BiH sprovodi aranžman valutnog odbora).

Smjernice za unutrašnje zaduživanje entiteta i DB su definisane u okviru strategija entiteta i DB, a koje predstavljaju sastavni dio Strategije BiH. Navedene smjernice trebaju biti u skladu sa standardima EU i odnositi se na mjere za unapređenje atraktivnosti tržišta domaćih hartija od vrijednosti, a s ciljem obezbjeđenja dužeg roka dospeljeća domaćih hartija od vrijednosti.

II SREDNJOROČNE STRATEGIJE UPRAVLJANJA DUGOM ENTITETA I BRČKO DISTRIKTA

A. Strategija upravljanja dugom Republike Srpske

1. Ciljevi i pretpostavke

Srednjoročna strategija upravljanja dugom Republike Srpske (u daljem tekstu: Strategija) utvrđuje srednjoročne ciljeve i plan aktivnosti u oblasti upravljanja dugom koje Vlada Republike Srpske (u daljem tekstu: Vlada RS) namjerava da provede u toku srednjoročnog perioda da bi se postigla željena struktura portfolija duga, uzevši u obzir Vladine preferencije troškova i rizika. 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 Srpske (budžeta RS), uz određene izuzetke.

Podaci o spoljnom dugu obuhvataju:

- 1) dug Republike Srpske (budžeta RS) (izuzev dijela duga prema Pariškom klubu kreditora-Njemačka, za koji nisu utvrđeni uslovi otplate);
- 2) dug jedinica lokalne samouprave;
- 3) dug javnih preduzeća i Investiciono razvojne banke Republike Srpske (u daljem tekstu: IRB RS).

Podaci o unutrašnjem dugu obuhvataju:

- 1) dug Republike Srpske (budžeta RS) (verifikovani unutrašnji dug u skladu sa Zakonom o unutrašnjem dugu RS, trezorski zapisi, dugoročne obveznice, krediti i aktivirane garancije) i
- 2) dug fondova socijalne sigurnosti nastao po osnovu indirektnog zaduženja.

Unutrašnji dug nastao direktnim zaduženjem jedinica lokalne samouprave i fondova socijalne sigurnosti nije obuhvaćen Strategijom jer isti ne predstavlja ni direktnu niti indirektnu obavezu Republike Srpske (budžeta RS) te njime Ministarstvo finansija Republike Srpske (u daljem tekstu: MF RS), u ime Vlade RS, ne može ni da upravlja. Obaveze Republike Srpske (budžeta RS) koje se odnose na staru deviznu štednju, ratnu štetu i opšte obaveze uključene su u Strategiju samo ukoliko su iste verifikovane. 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 RS, uz minimalne troškove i rizike, a imajući u vidu stepen razvijenosti ekonomije i domaćeg tržišta hartija od vrijednosti, kao i zakonom zadata ograničenja zaduživanja.

Strategija se zasniva na sljedećim pretpostavkama:

- 1) U srednjem roku Vlada RS će nastaviti provođenje fiskalne konsolidacije i plan reformi prezentovanih Programom ekonomskih reformi Republike Srpske za period 2017-2019 (u daljem tekstu: ERP RS 2017-2019), kako bi se obezbijedila dugoročna fiskalna održivost i transparentnost (kao što je utvrđeno Zakonom o fiskalnoj odgovornosti);
- 2) Projekcijama makroekonomskih pokazatelja i fiskalnog okvira prikazanim u dokumentu DOB RS 2018-2020¹¹ (Tabela 1 i 2);

¹¹ Dokumentom DOB RS 2018-2020. predstavljene su detaljne pretpostavke makroekonomskih projekcija i fiskalnog okvira i rizici njihovog ostvarivanja.

- 3) Sva nova zaduženja u kojima se kao zajmoprimac pojavljuje Vlada RS biće ugovorena u skladu sa procedurama propisanim Zakonom o zaduživanju, dugu i garancijama RS, odnosno posredstvom Ministarstva finansija RS;
- 4) Nema priznavanja (preuzimanja) duga od drugih nivoa vlasti;
- 5) Verifikacija i izmirenje obaveza regulisanih Zakonom u unutrašnjem dugu Republike Srpske vršiće se u skladu sa projekcijama uključenim u DOB RS 2018-2020;
- 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 neće biti snižen u srednjem roku¹²;
- 8) Baza institucionalnih investitora na domaćem finansijskom tržištu RS će biti održavana i proširena u srednjem roku;
- 9) Neće biti značajnijih povećanja referentne kamatne stope Evropske centralne banke¹³;
- 10) Zajmodavci će nuditi sredstva po prihvatljivim uslovima.

Tabela 1. Pregled makroekonomskih pokazatelja za period 2013-2015. godine, procjena za 2016. i 2017. godinu i projekcije za period 2018-2020. godine

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
BDP								
BDP nominalni, u mil. KM	8.792,9	8.887,3	9.205,0	9.528,5	9.926,3	10.363,2	10.833,6	11.342,5
Broj stanovnika – u mil.	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,1	1,1
BDP po stanovniku u KM	7.507,7	7.615,0	7.920,6	8.231,8	8.597,8	8.999,6	9.432,7	9.901,7
% rasta BDP-a, nominalno	2,1	1,1	3,6	3,5	4,2	4,4	4,5	4,7
Inflacija mjerena indeksom potrošačkih cijena (CPI), prosječna god. stopa (%)	0,0	-1,2	-1,4	-1,2	1,2	1,3	1,4	1,3
realne stope rasta %								
Realni rast BDP-a	1,7	0,3	2,8	2,9	3,0	3,2	3,3	3,5
Uvoz	2,9	11,7	-1,2	2,0	5,6	5,4	4,7	4,7
Izvoz	6,1	5,8	-7,4	10,8	7,8	7,4	7,2	7,2
Privatna potrošnja	1,8	2,1	1,9	2,5	2,3	2,2	2,1	2,1
Potrošnja države	0,8	2,0	-1,8	1,2	0,8	0,8	0,8	0,7
Bruto investicije u stalna sredstva	-5,0	5,4	-0,2	3,4	3,0	3,7	3,1	4,0
nominalne stope rasta %								
Prosječne neto plate u KM	808,0	825,0	831,0	836,0	841,0	847,7	855,4	863,9
Uvoz roba u mil. KM	4.558,0	4.946,0	4.369,2	4.405,6	4.705,2	5.020,4	5.326,7	5.646,3
Uvoz roba, godišnji rast u %	1,6	8,5	-11,7	0,8	6,8	6,7	6,1	6,0
Izvoz roba u mil. KM	2.604,2	2.692,0	2.613,9	2.865,3	3.122,4	3.394,6	3.687,2	3.999,2
Izvoz roba, godišnji rast u %	9,7	3,4	-2,9	9,6	9,0	8,7	8,6	8,5
Pokrivenost uvoza izvozom u %	57,1	54,4	59,8	65,0	66,4	67,6	69,2	70,8
Stopa nezaposlenosti %	27,0	25,7	25,2	24,8	24,4	24,0	23,6	23,2

Izvor: DOB RS 2018-2020. godine, MF RS

¹² [Aktuelni kreditni rejting BiH](#) je „B sa stabilnim izgledima“ (prema ocjeni kreditne agencije Standard and Poor's), te „B3 sa stabilnim izgledima“ (prema ocjeni kreditne agencije Moody's).

¹³ Evropska centralna banka; [Saopštenje za javnost od 08.06.2017. godine](#)

Tabela 2: Fiskalni okvir za period 2017-2020.¹⁴

	Budžet 2017	DOB 2018	DOB 2019	DOB 2020
A. BUDŽETSKI PRIHODI (I+II+III+IV)	2.591,1	2.644,7	2.720,3	2.784,2
I Poreski prihodi	2.369,6	2.448,1	2.521,1	2.579,2
II Neporeski prihodi	221,4	196,6	199,2	204,9
III Grantovi	0,0	0,0	0,0	0,0
IV Transferi između budžetskih jedinica	0,0	0,0	0,0	0,0
B. BUDŽETSKI RASHODI (I+II+III)	2.449,5	2.470,3	2.459,4	2.499,3
I Tekući rashodi	2.307,5	2.323,6	2.308,4	2.309,0
II Transferi između budžetskih jedinica	136,9	141,9	145,2	144,4
III Budžetska rezerva	5,1	4,8	5,9	45,9
C. BRUTO BUDŽETSKI SUFICIT/DEFICIT (A-B)	141,6	174,4	260,9	284,9
D.NETO IZDACI ZA NEFINANSIJSKU IMOVINU	-74,4	-57,4	-63,7	-103,9
E. BUDŽETSKI SUFICIT/DEFICIT (C+D)	67,1	117,0	197,2	181,0
F. NETO FINANSIRANJE (G+H)	-67,1	-117,0	-197,2	-181,0
G. NETO PRIMICI OD FINANSIJSKE IMOVINE	86,0	79,3	79,2	79,9
H. NETO ZADUŽIVANJE	-128,1	-171,4	-257,8	-242,4
I. OSTALI NETO PRIMICI	-25,0	-24,9	-18,6	-18,6

Izvor: MF RS

2. Postojeći portfolio duga

2.1. Pregled portfolija

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 spolnog finansiranja po koncesionim uslovima. Stoga portfolio duga, koji je analiziran u okviru Strategije, karakteriše visok udio spolnog duga sa relativno dugim rokom dospeljeća i niskom prosječnom kamatnom stopom na nivou od 1,2%.

Dug koji je obuhvaćen Strategijom iznosi 4,7 milijardi KM (2,6 milijardi USD) tj. 49,8% BDP-a, na dan 31.12.2016. godine. Spoljni dug iznosi 66,6% ukupnog posmatranog duga (3,2 milijardi KM ili 1,7 milijardi USD, što čini 33,1% BDP-a), dok unutrašnji dug iznosi 33,4% ukupnog posmatranog duga (1,6 milijardi KM ili 0,9 milijardi USD, što čini 16,6% BDP-a).

Spoljni dug obuhvaćen Strategijom sastoji se od:

- 1) relevantnog spolnog duga, tj. zajmova ugovorenih posredstvom Ministarstva finansija i trezora BiH, te alociranog starog spolnog duga (dug nastao do 02.04.1992. godine); i
 - 2) direktnog spolnog duga (dug direktno ugovoren sa spolnim kreditorima).
- Spoljni dug je prvenstveno ugovoren sa multilateralnim kreditorima (80,9% ukupnog spolnog duga). Najveći iznos duga prema multilateralnim kreditorima predstavljaju obaveze prema Svjetskoj banci - IDA i IBRD (u daljem tekstu: WB), Evropskoj investicionoj banci (u daljem tekstu: EIB), Međunarodnom monetarnom fondu (u daljem tekstu: IMF), te Evropskoj banci za obnovu i razvoj (u daljem tekstu: EBRD).

Unutrašnji dug obuhvaćen Strategijom sastoji se od:

- 1) trezorskih zapisa i srednjoročnih obveznica;

¹⁴ Prezentovani fiskalni okvir obuhvata budžet Republike Srpske u užem smislu riječi, tj. opšti fond 01 (prihodi, rashodi, te finansiranje budžeta Republike).

Stanje duga po trezorskim zapisima sa 31.12.2016. godine iznosi 88,0 miliona KM (47,4 miliona USD). Rok dospeljeća po ovim hartijama od vrijednosti je 6 i 12 mjeseci. Stanje duga po srednjoročnim obveznicama sa 31.12.2016. godine iznosi 728,0 miliona KM (392,4 miliona USD). Rok dospeljeća obveznica emitovanih sa amortizacionom otplatom je 4 i 5 godina, dok je rok dospeljeća obveznica emitovanih sa jednokratnom otplatom 3, 5, 7 i 10 godina.

- 2) obveznica emitovanih za izmirenje obaveza definisanih Zakonom o unutrašnjem dugu 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 RS i kotiraju na Banjalučkoj berzi. Stanje duga po ovim obveznicama na dan 31.12.2016. godine iznosi 360,7 miliona KM (194,4 miliona USD).

- 3) komercijalnih kredita kod domaćih banaka;
Stanje duga po ovim kreditima na dan 31.12.2016. godine iznosi 256,3 miliona KM (138,1 milion USD). Ovi krediti otplaćuju se uz fiksnu ili varijabilnu kamatnu stopu, sa rokom dospeljeća od 3-12 godina i grejs periodom od 0-2 godine, uz amortizacionu otplatu.
- 4) gotovinskih isplata (prema akcionom planu) za izmirenje obaveza na ime izvršnih sudskih odluka po osnovu ratne štete i opštih obaveza, u skladu sa Zakonom o unutrašnjem dugu RS;
Stanje duga po ovom osnovu, na dan 31.12.2016. godine, iznosi 117,2 miliona KM (63,2 miliona USD).

Neverifikovane obaveze po osnovu ratne štete, stare devizne štednje i opštih obaveza, s obzirom da još uvijek ne predstavljaju obavezu Republike Srpske (budžeta RS), nisu uključene u stanje duga posmatranog u okviru Strategije. Međutim, u okviru rashoda uključeni su procijenjeni iznosi dospeljeća obaveza po procijenjenim emisijama i gotovinskim isplatama (prema procijenjenoj dinamici verifikacije), što se odražava na potrebe za finansiranjem. Ipak, Republika Srpska ovaj dug prikazuje u stanju duga prilikom izvještavanja, u skladu sa postojećom zakonskom regulativom. Stanje duga po osnovu ovih obaveza, na dan 31.12.2016. godine, iznosi 351,6 miliona KM (189,5 miliona USD).

2.2.Implementacija strategije u 2016. godini i evaluacija identifikovanih indikatora strukture duga

U 2016. godini upravljanje dugom vršeno je u skladu sa smjernicama definisanim Strategijom upravljanja dugom za period 2015-2018. godine, koju je Vlada Republike usvojila u decembru 2015. godine.

U svrhu ispunjenja osnovnog cilja strategije tj. obezbjeđenja potrebnih finansijskih sredstava, u 2016. godini investicioni projekti su finansirani iz spoljnih koncesionih izvora, dok je finansiranje budžetske potrošnje najvećim dijelom bilo obezbijeđeno na domaćem tržištu.

Naime, Vlada se suočila sa nedostupnošću izvora finansiranja budžetske potrošnje predviđenih strategijom i budžetom za 2016. godinu, zbog čega je od planiranog finansiranja putem spoljnih varijabilnih instrumenata 21,3% realizovano, 26,4% je zamijenjeno domaćim fiksnim instrumentima, a 52,3% finansiranja, planiranog pomenutim instrumentom, nije realizovano. Od ukupnog budžetskog finansiranja realizovanog u 2016. godini, 87,8% je pribavljeno putem domaćih fiksnih

instrumenata, dok je 12,2% pribavljeno putem spoljnih varijabilnih instrumenata. Učešće kratkoročnih domaćih instrumenata u budžetskom finansiranju u 2016. godini iznosilo je 20,9%, a u ukupnom finansiranju 12,1%.

Od ukupnog finansiranja realizovanog u 2016. godini po osnovu investicionih projekata, 70,7% je pribavljeno putem spoljnih fiksnih instrumenata, te 82,5% u valuti EUR. U 2016. godini, mogućnost izbora uslova prilikom povlačenja tranši postojala je kod 8 tranši, realizovanih po osnovu 7 ranije odobrenih kredita (što predstavlja 66,8% ukupno povučenih ino kreditnih sredstava u datoj godini), od kojih je kod 6 tranši povučenih po osnovu 5 kredita (što predstavlja 93,2% povučenih sredstava koja su imala pomenutu mogućnost), odabrana fiksna kamatna stopa, a koja je u prosjeku iznosila 1,2%.

Od ukupno pet novih spoljnih zaduženja prihvaćenih od strane Narodne skupštine RS u 2016. godini, četiri su denominovani u EUR, jedan kredit ugovoren je sa fiksnom kamatnom stopom, dva kredita sa promjenljivom kamatnom stopom, te za dva kredita postoji mogućnost izbora kamatnih uslova pri povlačenju kreditnih sredstava. Uticaj ovih zaduženja na strukuru duga ostvariće se u narednom periodu prilikom povlačenja sredstava.

Narednom tabelom prikazani su indikatori strukture duga identifikovani strategijom, njihove ciljane veličine i evaluacija istih na kraju 2015. i 2016. godine.

Tabela 3. Strategijom identifikovani indikatori strukture duga i njihove vrijednosti na kraju 2015. i 2016. godine

Cilj	Indikator	utvrđene strategijom	Vrijednosti	
			na kraju 2015	na kraju 2016
Upravljanje valutnim rizikom				
	Spoljni dug, isključujući dug u EUR (% ukupnog posmatranog duga)	≤ 35,0%	32,6%	30,6%
Razvoj domaćeg tržišta				
	Unutrašnji dug (% ukupnog posmatranog duga)	≥ 25,0%	32,0%	33,4%
Upravljanje rizikom refinansiranja				
	Prosječno vrijeme do dospeljeća, u godinama (ATM) ¹⁵	≥ 4	6,2	6,3
	Kratkoročni dug - originalne ročnosti (% prihoda ostvarenih u prethodnoj godini)	≤ 8%	5,4%	5,5%
Upravljanje rizikom kamatnih stopa				
	Dug po fiksnim uslovima (% ukupnog posmatranog duga)	≥ 60%	62,5%	66,0%
Upravljanje troškovima duga				
	Ponderisana prosječna kamatna stopa (WAIR) ¹⁶ (%)	≤ 3,5	2,3	2,3

Izvor: MF RS

Uopšteno gledajući, postojeći portfolio karakteriše nizak nivo troškova. Ponderisana prosječna kamatna stopa ukupnog duga je 2,3%, spoljnog duga 1,2%, a unutrašnjeg duga 4,6%. Ovo je u najvećoj mjeri rezultat spoljnih koncesionih zajmova, te niske kamatne stope koju nose obveznice za izmirenje obaveza unutrašnjeg duga, definisanih Zakonom o unutrašnjem dugu RS.

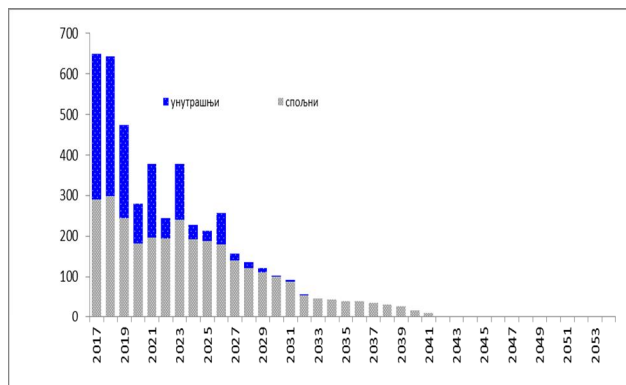
¹⁵ Average time to maturity, ATM

¹⁶ Weighted average interest rate, WAIR

Valutni rizik je umjeren. Od ukupnog portfolija, 33,4% je denominovano u konvertibilnim markama, dok je 35,9% denominovano u evru. S obzirom na važeći aranžman valutnog odbora, kojim je domaća valuta vezana za EUR, samo je 30,6% ukupnog portfolija izloženo valutnom riziku (tj. 26,4% ukoliko se SDR dekomponuje na sastavne valute i isključi dio zasnovan na EUR-u). U USD je denominovano 3,1% portfolija (tj. 12,1% ukoliko se SDR dekomponuje na sastavne valute), što nosi određen nivo rizika, imajući u vidu fluktuacije USD u proteklom, a i procjene za naredni period.

Rizik refinansiranja je umjeren. Od ukupnog portfolija, 66,0% je ugovoreno sa fiksnim uslovima. Prosječno vrijeme do dospeljeća posmatranog portfolija je 6,3 godine. Prosječno vrijeme do dospeljeća spolnog duga je 7,8 godina, što je rezultat dugoročnih koncesionih zajmova, a prosječno vrijeme do dospeljeća unutrašnjeg duga je 3,4 godine. Od ukupnog posmatranog duga, 22,6% unutrašnjeg duga dospijeva u roku od godinu dana, što je rezultat izmjena dinamike izmirenja projektovanog unutrašnjeg duga (usljed presuda Evropskog suda za ljudska prava), preuzimanja duga Fonda PIO¹⁷, te emitovanja trezorskih zapisa u svrhu upravljanja likvidnošću. Profil otplate, prikazan Grafikonom 1., pokazuje povećanje otplate spolnog i unutrašnjeg duga u narednim godinama, posebno u 2018. godini kada za otplatu dospijevaju značajne obaveze po osnovu unutrašnjeg duga u vidu srednjeročnih obveznica i dugoročnih kredita, dok je nagli skok u otplati spolnog duga rezultat dospeljeća obaveza po osnovu Stand by aranžmana sa IMF-om.

Grafikon 1. Profil otplate duga po postojećem portfoliju



Izvor: MF RS

Najvažniji indikatori troškova i rizika postojećeg portfolija prikazani su sljedećom tabelom.

Tabela 4: Indikatori troškova i rizika postojećeg portfolija

	Spoljni dug	Unutrašnji dug	Ukupan dug
Iznos (u milionima KM)	3.157,8	1.585,8	4.743,6
Iznos (u milionima USD)	1.701,9	854,7	2.556,6
Nominalni iznos duga u odnosu na BDP (%)	33,1	16,6	49,8
Sadašnja vrijednost duga u odnosu na BDP (%)	25,8	16,6	42,4
Trošak zaduživanja			
Iznos kamate u odnosu na BDP (%)	0,4	0,8	1,2
Prosječna ponderisana kamatna stopa, u % (WAIR)	1,2	4,6	2,3
Rizik refinansiranja			
Prosječno vrijeme do dospeljeća, u godinama (ATM)	7,8	3,4	6,3
Dug koji dospijeva u roku od godinu dana (% od ukupnog)	9,2	22,6	13,7
Dug koji dospijeva u roku od godinu dana (% BDP-a)	3,1	3,8	6,8
Rizik kamatne stope			
Prosječno vrijeme do refiksiranja, u godinama (ATR) ¹⁸	5,3	3,1	4,6
Dug koji se refiksira u roku od godinu dana (% od ukupnog)	46,4	33,3	42,0
Dug sa fiksnom kamatnom stopom (% od ukupnog)	56,0	86,1	66,0

¹⁷ Portfolio preuzetog duga Fonda PIO sa 31.12.2016. godine se sastoji od 29,0% duga koji dospijeva u roku od godinu dana, prosječno vrijeme do refiksiranja u godinama iznosi 0,1, te se čitav dug odnosi na kredite sa varijabilnim kamatnim stopama i visokim maržama (prosječna marža iznosi 6,0%).

¹⁸ Average time to refixing, ATR

Valutni rizik

Spoljni dug (% od ukupnog)	66,6
Kratkoročni spoljni dug (u % deviznih rezervi)	9,2

Izvor: MF RS

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 dospeljeća. 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.

3. 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 RS, uz minimalne troškove i rizike, a imajući u vidu stepen razvijenosti ekonomije i domaćeg tržišta hartija od vrijednosti, kao i zakonom zadata ograničenja zaduživanja.

U svrhu ostvarenja glavnog cilja upravljanja dugom, definisani su sljedeći ciljevi zaduživanja:

- 1) obezbijediti mogućnosti kontinuiranog zaduživanja na domaćem finansijskom tržištu i istražiti mogućnosti zaduživanja na inostranom finansijskom tržištu, uz prihvatljive uslove;
- 2) minimizirati troškove, uz prihvatljiv nivo rizika, imajući u vidu razvoj domaćeg tržišta hartija od vrijednosti.

U narednom srednjoročnom periodu (2017-2020), prethodno pomenuti ciljevi će biti ostvareni kroz strategiju *diverzifikacije izvora finansiranja i instrumenata*, koja je, od ukupno četiri analizirane, izabrana kao preferirana strategija¹⁹. Ova strategija obezbjeđuje niske troškove, uz prihvatljiv nivo rizika, što je posljedica nastavka korištenja dostupne podrške multilateralnih kreditora i omogućava unapređenje pozicije Republike Srpske u pogledu budućih izvora finansiranja, i to kroz razvoj domaćeg finansijskog tržišta, ispitivanja mogućnosti i pripremu za izlazak na međunarodno finansijsko tržište, ukoliko uslovi budu prihvatljivi. Na kraju posmatranog perioda, u odnosu na stanje na kraju 2016. godine, poboljšavaju se indikatori solventnosti (mjereni učešćem nominalne i sadašnje vrijednosti duga u BDP-u), kao i indikatori likvidnosti (mjereni učešćem duga koji dospijeva u godini dana, u ukupnom dugu i u BDP-u, te učešćem servisa kamate u BDP-u i budžetskim prihodima), smanjuje se rizik refinansiranja domaćeg duga (mjereno prosječnim vremenom do dospeljeća), rizik kamatne stope (mjereno prosječnim vremenom refiksiranja, učešćem duga koji se refiksira u godini dana u ukupnom dugu, te učešćem duga sa fiksnom kamatnom stopom u ukupnom dugu), kao i valutni rizik (mjereno učešćem kratkoročnog spoljnog duga u deviznim rezervama, kao i nominalnim iznosom spoljnog duga, isključujući dug u EUR).

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;

¹⁹ Za više detalja o rezultatima analize pogledati Prilog 2.

- 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 3).

Kako bi se implementirala preferirana strategija utvrđeni su sljedeći zadaci MF RS:

- 1) razvoj i održavanje saradnje sa partnerima i investitorima na domaćem i inostranom tržištu;
- 2) izrada, i eventualno revidiranje, srednjoročnog plana zaduživanja;
- 3) objavljivanje kalendara aukcija na kvartalnoj osnovi i, u skladu sa mogućnostima, obezbjeđenje informacija o planiranim aukcijama u dužem vremenskom periodu;
- 4) konstantno održavanje ponude srednjoročnih i dugoročnih finansijskih instrumenata na domaćem finansijskom tržištu, uz tendenciju proširenja lepeze instrumenata kako bi se omogućio razvoj domaćeg tržišta hartija od vrijednosti;
- 5) identifikovanje indikatora 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 utvrđivanje ciljanih veličina indikatora troškova i rizika;
- 6) praćenje kretanja portfolija duga u odnosu na identifikovane indikatore duga i godišnje izvještavanje o vrijednostima istih.

U srednjem roku, zadatak MF RS će biti ispitivanje mogućnosti i harmonizacija praksi i procedura na domaćem tržištu hartija od vrijednosti, sa onim na tržištu EU, ukoliko to bude realno moguće u datom roku.

U skladu sa utvrđenim ciljevima i osnovnim principima upravljanja dugom, imajući u vidu strukturu duga i situaciju na finansijskim tržištima, biće zadržani ranije identifikovani indikatori strukture duga i njihove vrijednosti, predstavljeni u Tabeli 3.

Prilog 1. Obuhvat strategije upravljanja dugom

		Uključeno (✓)/ Isključeno (X)	Razlog uključivanja u srednjoročnu strategiju upravljanja dugom	Iznosi sa 31.12.2016.	
				u mil. KM	u mil. USD
1	Ukupan dug u skladu sa Zakonom (1.1.+1.2.+2.a.)		100,0%	5.440,0	2.931,9
1.1.	Spoljni dug		58,2%	3.168,0	1.707,4
1.1.1.	Republike Srpske			1.988,2	1.071,6
1.1.1.1.	Relevantan spoljni dug	✓	Direktna obaveza sa jasnom obavezom otplate	1.973,6	1.063,7
1.1.1.2.	Relevantan spoljni dug-PK Njemačka	X	Direktna obaveza ali nije utvrđen način otplate	9,1	4,9
1.1.1.3.	Direktan spoljni dug	✓	Direktna obaveza sa jasnom obavezom otplate	5,6	3,0
1.1.2.	Jedinica lokalne samouprave			86,6	46,7
1.1.2.1.	Relevantan spoljni dug	✓	Indirektna obaveza sa jasnom obavezom otplate	86,6	46,7
1.1.3.	Javnih preduzeća i IRB-a			1.093,1	589,1
1.1.3.1.	Relevantan spoljni dug	✓	Indirektna obaveza sa jasnom obavezom otplate	1.042,1	561,6
1.1.3.3.	Direktan spoljni dug	✓	Indirektna obaveza sa jasnom obavezom otplate	51,1	27,5
1.2.	Unutrašnji dug		41,7%	2.267,8	1.222,3
1.2.1.	Republike Srpske			1.800,2	970,2
1.2.1.1.	projektovani unutrašnji dug			861,5	464,3
1.2.1.1.1.	Emitovane dužničke obveznice (SDŠ, RŠ, OO)	✓	Direktna obaveza sa jasnom obavezom otplate	360,7	194,4
1.2.1.1.2.	Planirane emisije dužničkih obveznica (RŠ)	✓	Direktna obaveza sa jasnom obavezom otplate	31,9	17,2
1.2.1.1.3.	Planirane emisije dužničkih obveznica (SDŠ, RŠ, OO)	X	Direktna obaveza koja zavisi od procesa verifikacije	317,7	171,2
1.2.1.1.4.	Gotovinske isplate (OO, RŠ, SDŠ)	✓	Direktna obaveza sa jasnom obavezom otplate	117,2	63,2
1.2.1.1.5.	Planirane gotovinske isplate (OO, RŠ, SDŠ)	X	Direktna obaveza koja zavisi od procesa verifikacije	33,9	18,3
1.2.1.2.	Likvidne dugoročne obveznice	✓	Direktna obaveza sa jasnom obavezom otplate	728,0	392,4
1.2.1.3.	Trezorski zapisi	✓	Direktna obaveza sa jasnom obavezom otplate	88,0	47,4
1.2.1.4.	Zajmovi kod komercijalnih banaka	✓	Direktna obaveza sa jasnom obavezom otplate	122,7	66,2
1.2.2.	Jedinica lokalne samouprave	X	Nije direktna niti indirektna obaveza	285,7	154,0
1.2.3.	Fondova socijalne sigurnosti			182,0	98,1
1.2.3.1.	Direktno zaduženje	X	Nije direktna niti indirektna obaveza	48,5	26,1
1.2.3.2.	Indirektno zaduženje	✓	Indirektna obaveza sa jasnom obavezom otplate	133,5	72,0
2	Garancije (a+b+c)			350,5	188,9
a	Aktivirane garancije RS	✓	Izdate garancije koje su aktivirane i konvertovane u dug	4,2	2,3
b	Neaktivirane garancije RS	X	Izdate garancije RS koje nisu aktivirane	346,3	186,6
c	Implicitne garancije RS	X	Dug javnih preduzeća, jedinica lokalne samouprave i drugi oblici implicitnih garancija	0,0	0,0
3	Ukupan dug uključen u srednjoročnu strategiju upravljanja dugom		87,2%	4.745,2	2.557,4
4	Ukupan dug isključen iz srednjoročne strategije upravljanja dugom		12,8%	694,8	374,4

Izvor: MF RS

Prilog 2. Analitičke pretpostavke

U ovom dijelu predstavljene su analize scenarija, opis alternativnih strategija zaduživanja Republike Srpske i razmatranje istih u pogledu troškova i rizika. 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.

I. Analiza scenarija

U svrhu analize osjetljivosti strategija primijenjeni su sljedeći šokovi:

- **Šok deviznog kursa:** depresijacija kursa KM/USD u iznosu od trideset procentnih poena u drugoj 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 su veće za četiri procentna poena na kratkoročne domaće i dugoročne spoljne instrumente i za dva procentna poena na srednjoročne domaće instrumente, što doprinosi izravnavanju krive prinosa;
- **Kombinovani šok:** depresijacije kursa KM/USD od dvadeset procentnih poena, u odnosu na polaznu pretpostavku, u kombinaciji sa šokom kamatnih stopa, u odnosu na polazne pretpostavke o njihovom kretanju, u iznosu od dva procentna poena na kratkoročne domaće i dugoročne spoljne instrumente i jednim procentnim poenom na srednjoročne domaće instrumente.

II. Opis analiziranih strategija

Provedena analiza pokazuje nefleksibilnost opcija za pribavljanje finansijskih sredstava. U svim posmatranim strategijama je primijenjena ista struktura izvora finansiranja budžetskih izdataka u tekućoj godini (utvrđena budžetom Republike Srpske), te struktura izvora finansiranja po osnovu odobrenih investicionih projekata (utvrđena za period 2017-2020. godine na osnovu posljednjih podataka dobijenih od implementatora ino projekata) i instrumenti za finansiranje tih potreba su unaprijed utvrđeni. Pored toga, sve strategije obuhvatile su istu dinamiku verifikacije i izmirenja obaveza unutrašnjeg duga (definisanih Zakonom o unutrašnjem dugu RS). Varijacije u strategijama odnose se prvenstveno na izvore potrebne za finansiranje budžetskih izdataka (uključujući izdatake za otplatu, tj. refinansiranje duga) za naredne 3 godine (2018-2020) - 45,7% ukupnih potreba za finansiranjem u čitavom posmatranom periodu (2017-2020).

Mogućnosti koje su na raspolaganju Republici Srpskoj su ograničene. Nakon dužeg perioda korištenja isključivo koncesionih multilateralnih i bilateralnih izvora finansiranja, isti su sada dostupni u manjem obimu, usljed dostignutog stepena razvoja, te se uglavnom koriste za finansiranje investicionih projekata. Iz tog razloga, neophodna je diverzifikacija izvora finansiranja, pri čemu treba imati na umu ograničenja u pristupu domaćem (plitko i nerazvijeno domaće tržište) i međunarodnom tržištu (kreditni rejting zemlje, relativno skromne potrebe za finansiranjem što može povećati troškove i ograničiti mogućnosti izdavanja obveznica).

Strategije koje su bile predmet razmatranja su sljedeće:

- **Strategija 1 – Status quo.** U okviru ove strategije, zadržana je postojeća struktura izvora finansiranja budžetskih izdataka iz tekuće godine u čitavom posmatranom periodu.

- **Strategija 2 – Pristup međunarodnom tržištu kapitala.** Potrebe za finansiranjem se zadovoljavaju izdavanjem evroobveznica ili sličnih spoljnih komercijalnih instrumenata. Oslanjanje na multilateralne kreditore je značajno smanjeno, a pored izdavanja trezorskih zapisa, ova strategija ne predviđa korištenje drugih domaćih instrumenata.
- **Strategija 3 - Diverzifikacija instrumenata i izvora finansiranja.** Tokom datog perioda udio finansiranja iz spoljnih izvora se smanjuje u korist finansiranja iz domaćih izvora. Za finansiranje investicionih projekata koriste se spoljni izvori finansiranja, kao rezultat maksimalnog iskorištavanja pristupa koncesionim izvorima (WB, EIB, EBRD, Razvojna banka Savjeta Evrope, itd.), što doprinosi smanjenju rizika refinansiranja i smanjenju troška. Za finansiranje budžetske potrošnje koriste se kako spoljni (IMF, WB), tako i domaći izvori finansiranja. Na spoljnom tržištu diverzifikacija instrumenata vrši se ispitivanjem uslova i procedura za emitovanje evroobveznica i kreditnog zaduživanja, dok se na domaćem tržištu diverzifikacija instrumenata vrši kontinuiranim emitovanjem obveznica ročnosti 3, 5, 7 i 10 godina sa „bullet“ otplatom, uz održavanje obima 7-godišnjih i 10-godišnjih instrumenata, tokom perioda, na nivou koji doprinosi smanjenju rizika refinansiranja i rizika kamatne stope (imajući u vidu da se radi o fiksnim instrumentima), uz prihvatljiv nivo troškova, te ispitivanje mogućnosti emitovanja obveznica duže ročnosti.
- **Strategija 4 - Intenzivniji razvoj domaćeg tržišta.** Strategija predviđa izostanak podrške multilateralnih kreditora i spoljnih izvora finansiranja, što iziskuje oslanjanje samo na domaće tržište. Obim instrumenata na domaćem tržištu je povećan, uz preusmjeravanje na kratkoročne instrumente, zbog ograničenja prisutnih u domaćem bankarskom sektoru (izloženost prema javnom sektoru, interne politike ograničenja rokova plasmana u obveznice javnog sektora, itd.).

Tabela 5: Struktura instrumenata finansiranja u analiziranim strategijama

Instrumenti novog zaduživanja	S1	S2	S3	S4
Spoljni varijabilni USD	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%
Spoljni varijabilni EUR	11,9%	8,3%	10,7%	7,9%
Spoljni fiksni USD	13,1%	12,9%	12,9%	12,7%
Spoljni fiksni EUR	12,7%	13,0%	12,9%	13,3%
IMF varijabilni USD	21,4%	7,6%	16,9%	7,2%
Evroobveznice	0,0%	37,1%	0,0%	0,0%
Domaći trezorski zapisi fiksni	10,8%	9,6%	13,4%	17,7%
Domaće obveznice 3 g. fiksne	3,3%	1,2%	2,6%	13,4%
Domaće obveznice 5 g. fiksne	13,2%	4,7%	9,4%	14,6%
Domaće obveznice 7 g. fiksne	5,9%	2,1%	11,8%	7,5%
Domaći krediti do 10 g. fiksni	0,8%	0,7%	0,7%	0,7%
Domaće obveznice 10 g. fiksne	6,6%	2,4%	8,2%	4,8%
Spoljni izvori	59%	79%	54%	41%
Domaći izvori	41%	21%	46%	59%

Izvor: MF RS

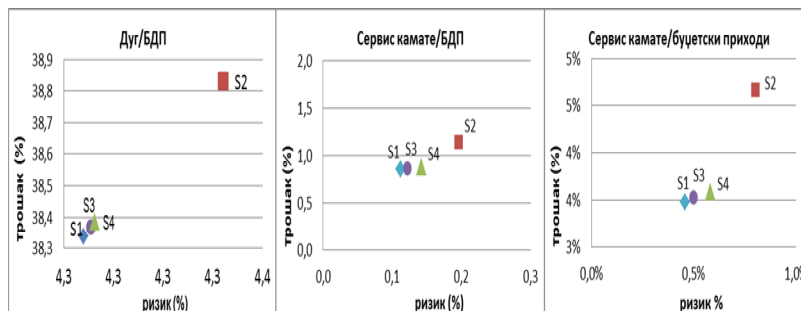
III. Troškovi i rizici posmatranih strategija

Posmatrane strategije su analizirane primjenom osnovnog i alternativnih scenarija pod uticajem primijenjenih šokova. Ključni indikatori troškova izračunati su kako bi se utvrdila osjetljivost strategija na primijenjene šokove. Odnos duga i BDP-

a je važan pri analiziranju onih promjena u stanju duga koje su rezultat promjena deviznog kursa, jer ovaj odnos odražava efekte revaluacije. Servis kamate u odnosu na BDP i budžetske prihode pokazuje mogući uticaj

svake pojedinačne strategije na budžet RS. Rizik svake strategije je razlika između troškova koji proizlaze iz osnovnog scenarija i troškova koji nastaju nakon primijene šokova na osnovni scenario. Maksimalni rizik koji rezultira iz tri stres scenarija koristi se za poređenje rizika povezanog sa svakom od posmatranih strategija. Za svrhu poređenja, akcenat se stavlja na rezultat na kraju posmatranog perioda, tj. u 2020. godini. Standardni indikatori troškova i rizika za sve četiri strategije prikazani su Grafikonom 2 i Tabelom 6.

Grafikon 2. Indikatori troškova i rizika posmatranih strategija



Izvor: MF RS

Tabela 6: Indikatori troškova i rizika na kraju 2015. i 2016. godine, te indikatori po posmatranim strategijama na kraju 2020. godine

	2015	2016	S1	S2	S3	S4
Nominalni iznos duga u odnosu na BDP (%)	48,3	49,8	38,3	38,8	38,4	38,4
Sadašnja vrijednost duga u odnosu na BDP (%)	41,1	42,4	32,9	33,8	33,0	33,3
Trošak zaduživanja						
Iznos kamate u odnosu na BDP (%)	1,1	1,2	0,9	1,1	0,9	0,9
Prosječna ponderisana kamatna stopa, u % (WAIR)	2,2	2,3	2,1	2,8	2,1	2,2
Rizik refinansiranja						
Dug koji dospijeva u roku od godinu dana (% od ukupnog)	12,1	13,7	9,6	9,2	10,1	12,5
Dug koji dospijeva u roku od godinu dana (% BDP-a)	5,8	6,8	3,7	3,6	3,9	4,8
Prosječno vrijeme do dospijeća spoljnog duga, u god. (ATM)	7,6	7,8	7,2	6,5	7,3	7,4
Prosječno vrijeme do dospijeća unutrašnjeg duga, u god. (ATM)	3,2	3,4	3,3	2,8	3,6	2,9
Prosječno vrijeme do dospijeća ukupnog duga, u god. (ATM)	6,1	6,3	6,2	5,8	6,3	5,9
Rizik kamatne stope						
Prosječno vrijeme do refiksiranja, u godinama (ATR)	4,1	4,6	4,5	4,5	4,6	4,6
Dug koji se refiksira u roku od godinu dana (% od ukupnog)	45,4	42,0	39,3	31,2	37,6	34,8
Dug sa fiksnom kamatnom stopom (% od ukupnog)	62,5	66,0	67,5	75,4	69,9	75,1
Valutni rizik						
Spoljni dug (% od ukupnog)	68,0	66,6	74,6	82,6	72,5	67,8
Spoljni dug, isključujući dug u EUR (% od ukupnog)	32,6	30,6	34,7	28,4	32,9	28,9
Kratkoročni spoljni dug (u % deviznih rezervi)	7,4	9,2	5,9	5,9	5,9	5,9

Izvor: MF RS

U pogledu troškova kamata i stanja duga, najniže nivoe troškova pokazuju strategije 1 i 3, strategija 4 približno isti viši, dok najviši nivo troškova pokazuje strategija 2. Troškovi su veći u

strategiji 2, tj. strategiji 4, zbog povećanog oslanjanja na skuplje spoljne, tj. domaće izvore finansiranja, respektivno. Veći udio multilateralnih izvora u strategijama 1 i 3 smanjuje troškove, a time i rizike (refinansiranja i refiksiranja). Sadašnja vrijednost duga je najmanja u strategijama 1 i 3, usljed manjeg korištenja komercijalnih instrumenata, kako iz spoljnih (u poređenju sa strategijom 2), tako iz domaćih izvora (u poređenju sa strategijom 4). S druge strane, strategija 3 nosi nešto veći valutni rizik nego ostale strategije zbog većeg učešća spoljnih koncesionih instrumenata koji su osjetljivi na promjene deviznih kurseva.

Rizik refinansiranja i refiksiranja variraju kod svih strategija. Strategija 3 obezbjeđuje najduže prosječno vrijeme do dospelja portfolija unutrašnjeg i ukupnog duga, i nešto kraće prosječno vrijeme do dospelja spoljnog duga, u odnosu na strategiju 4 koja u tom pogledu daje najbolji rezultat, a usljed većeg korištenja spoljnih izvora finansiranja sa kraćim rokom dospelja, u odnosu na postojeći portfolio. Kod unutrašnjeg duga, duža ročnost odraz je usmjeravanja domaćeg portfolija prema dugoročnim obveznicama. Primjenom strategija 2 i 4 prosječno vrijeme do dospelja (unutrašnjeg, spoljnog i ukupnog duga) opada značajnije u poređenju sa strategijama 1 i 3, usljed oslanjanja na instrumente relativno kratke ročnosti na međunarodnom tržištu (u strategiji 2) i emitovanja instrumenata kraće ročnosti na domaćem tržištu (u strategijama 2 i 4). Prosječno vrijeme refiksiranja je na relativno sličnom nivou kod svih strategija, uz neznatno smanjenje kod strategije 1 i 2, što je odraz većeg učešća instrumenata sa kraćim rokom dospelja na domaćem i spoljnom tržištu u okviru ovih strategija, u poređenju sa strategijama 3 i 4.

Pojedine strategije pokazuju značajno povećanje valutnog rizika. U poređenju sa portfolijom u 2016. godini, na kraju 2020. godine udio duga denominovanog u stranim valutama u ukupnom duhu značajno se povećava u okviru svih posmatranih strategija. Ovo je odraz ciljeva strategija u smislu povećanog korištenja spoljnih koncesionih, tj. komercijalnih izvora finansiranja (u strategiji 1, tj. 2), kao i nižeg nominalnog iznosa ukupnog duga u 2020. godini. Takođe, veoma je važno primijetiti da je valutni rizik značajno ublažen postojanjem aranžmana valutnog odbora kojim je domaća valuta fiksnim kursom vezana za EUR, te da je nominalni iznos spoljnog duga primjenom strategija 3 i 4 na kraju 2020. godine niži u poređenju sa portfolijom u 2016. godini.

Imajući u vidu sve naprijed navedeno, za naredni period izabrana je strategija 3. U poređenju sa drugim strategijama, ova strategija obezbjeđuje relativno niske troškove i prihvatljive rizike usljed korištenja dostupne podrške multilateralnih kreditora. Istovremeno, izabrana strategija obezbjeđuje dobru poziciju Republike Srpske u pogledu mogućih budućih izvora finansiranja, i to kroz podršku razvoju domaćeg tržišta i ispitivanje mogućnosti izlaska na međunarodno tržište kapitala. Prosječno vrijeme do dospelja unutrašnjeg i ukupnog duga je najduže, kao i prosječno vrijeme refiksiranja, a troškovi finansiranja, valutni rizik i rizik refiksiranja na prihvatljivom nivou. Profil otplate po odabranoj strategiji ujednačen je u poređenju sa ostalim strategijama, sa blagim porastom u periodu 2023-2026. godine, što je rezultat dospelja obaveza planiranih tranši po osnovu kreditnog aranžmana sa IMF-om, te nagomilavanja otplate po osnovu srednjoročnih domaćih instrumenata koji su planirani da se emituju u narednom srednjoročnom periodu.

B. Strategija upravljanja dugom Federacije BiH

1. PRAVNI I INSTITUCIONALNI OKVIR

Kompleksnost ustavnog uređenja rezultirala je uspostavljanjem višestrukog zakonodavnog i institucionalnog okvira za upravljanje dugom na svim nivoima vlasti u Bosni i Hercegovini.

- 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), a alokacija obaveze otplate vanjskog državnog duga članom 50.;
- Zakon o zaduživanju 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). Garancije odobrene od strane Parlamenta Federacije BiH potpisuje federalni ministar finansija/financija.
- 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.

2. CILJEVI I OBUHVAT STRATEGIJE UPRAVLJANJA DUGOM

2.1. Ciljevi upravljanja dugom

Ciljevi upravljanja dugom Vlade Federacije BiH u periodu 2018.-2020. godine su:

1. osiguranje finansijskih sredstava za finansiranje vladinih potreba (servisiranje obaveza postojećeg duga i finansiranje razvojnih projekata) uz prihvatljive troškove i rizike u srednjem i dugom roku;
2. razvoj domaćeg tržišta vrijednosnih papira.

2.2. Obuhvat Strategije

Strategija obuhvata portfolio duga kojim upravlja Vlada Federacije BiH koji je prikazan u narednoj tabeli.

Tabela 1. Obuhvat Strategije

Vrsta duga	Uključen (v)/ Isključen (x)	Iznos (mil.KM)
<i>Vanjski dug FBiH, od čega:</i>		<i>4.739,37</i>
- Relevantni vanjski dug FBiH	✓	4.657,15
- Direktni vanjski dug FBiH	✓	82,22
<i>Unutrašnji dug FBiH, od čega:</i>		<i>866,2</i>

-	Trezorski zapisi FBiH	✓	100,0
-	Trezorske obveznice FBiH	✓	530,0
-	Obveznice stare devizne štednje (SDŠ)	✓	40,8
-	Obveznice za ratna potraživanja (RT)	✓	195,4
GARANCIJE ²⁰		x	26,71
-	Garancije FBiH ²¹	x	26,71
-	Garancije JP u vlasništvu FBiH	x	0,0
UKUPAN dug obuhvaćen strategijom			5.605.59

3. PORTFOLIO DUGA VLADE FEDERACIJE BIH

Ukupan portfolio duga za koji je odgovorna i kojim upravlja Vlada Federacije BiH na dan 31.12.2017. godine iznosi 5.605,59 mil.KM (3.437.30 mil.USD ili 27,6% BDP-a Federacije BiH), a sastoji se od vanjskog duga u iznosu od 4.739,37 mil.KM (2.906,15 mil.USD ili 84,55% ukupnog duga) i unutrašnjeg duga u iznosu od 866,2 mil.KM (531,16 mil.USD ili 15,45% ukupnog duga).

Tabela 2. Ukupan dug Federacije BiH obuhvaćen Strategijom na dan 31.12.2017. godine

Opis	Vanjski dug	Unutrašnji dug	Ukupni dug
Iznos (u mil KM)	4.739,4	866,2	5.605,6
Iznos (u mil.USD)	2.906,2	531,1	3.437,3
Nominalni dug kao % BDP-a FBiH	23,3	4,3	27,6

3.1. Struktura vanjskog duga Federacije BiH na dan 31.12.2017. godine

Vanjski dug kojim upravlja Vlada Federacije BiH na dan 31.12.2017. godine iznosi 4.739,4 mil.KM (2.906,2 mil.USD).

3.1.1. Struktura vanjskog duga Federacije BiH po kreditorima

Vanjski dug je, najvećim dijelom, ugovoren sa međunarodnim finansijskim institucijama i bilateralnim kreditorima.

Tabela 3. Pregled vanjskog duga Federacije BiH po kreditorima

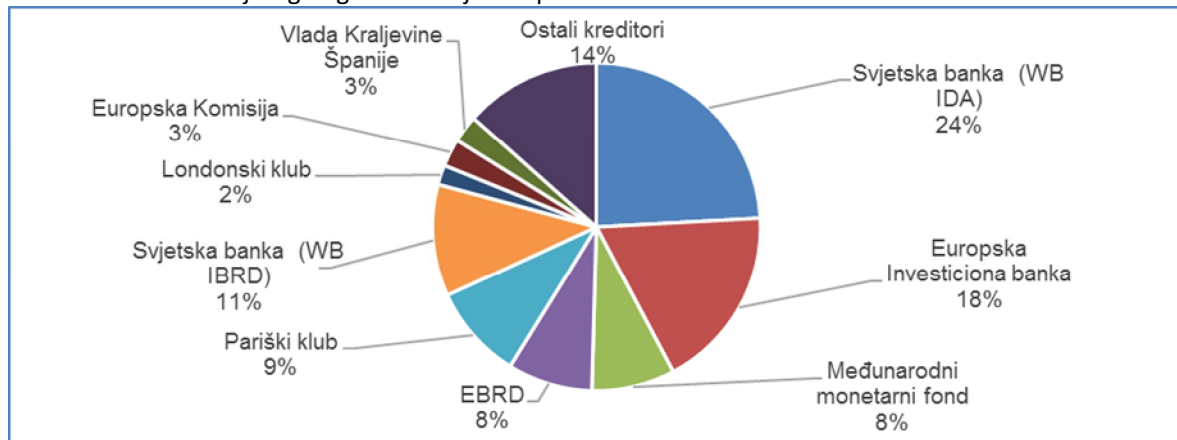
Kreditor	u USD	u KM
Svjetska banka (WB IDA)	714.950.449,7	1.165.948.342,9
Evropska Investiciona banka	536.627.596,3	875.137.650,3
Međunarodni monetarni fond (IMF)	225.869.796,6	368.350.723,0
EBRD	248.871.663,0	405.862.396,8

²⁰ Garancije FBiH nisu uključene jer se u periodu koji je obuhvaćen Strategijom ne očekuje njihovo aktiviranje.

²¹ Garancije FBiH obuhvataju: garanciju na sindicirani kredit Željeznicama FBiH u iznosu od 78,92 mil.KM (stanje duga po ovoj garanciji na dan 31.12.2017. godine iznosi 25,58 mil.KM) i garanciju za Vodovod u Tuzli u iznosu 5,8 mil.EUR (stanje duga po ovoj garanciji na dan 31.12.2017. godine iznosi 0,58 mil.EUR ili 1,13 mil.KM).

<i>Pariški klub</i>	276.463.295,2	450.859.106,4
<i>Svjetska banka (WB IBRD)</i>	273.531.776,5	446.078.356,4
<i>Londonski klub</i>	58.209.981,5	94.929.419,9
<i>Evropska Komisija</i>	81.552.381,9	132.996.439,9
<i>Vlada Kraljevine Španije</i>	79.941.043,6	130.368.653,3
<i>Ostali kreditori</i>	410.128.761,3	668.842.085,1
TOTAL	2.906.146.745,6	4.739.373.174,2

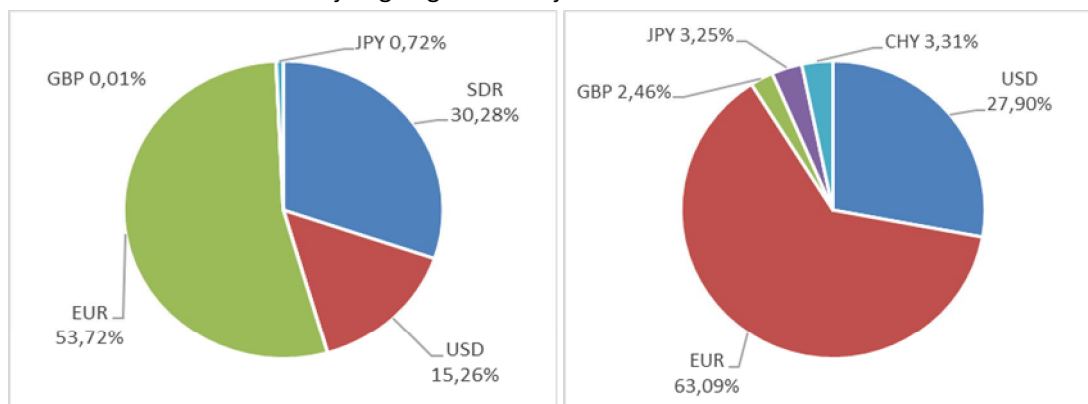
Slika 1. Struktura vanjskog duga Federacije BiH prema kreditorima



3.1.2. Valutna struktura vanjskog duga Federacije BiH

Valutna struktura vanjskog duga Federacije BiH ovisi o dostupnim izvorima finansiranja. S tim u vezi, krediti su uglavnom ugovoreni u slijedećim valutama: američki dolar (USD), Specijalna prava vučenja (SDR) i Euro (EUR).

Slika 2. Valutna struktura vanjskog duga Federacije BiH



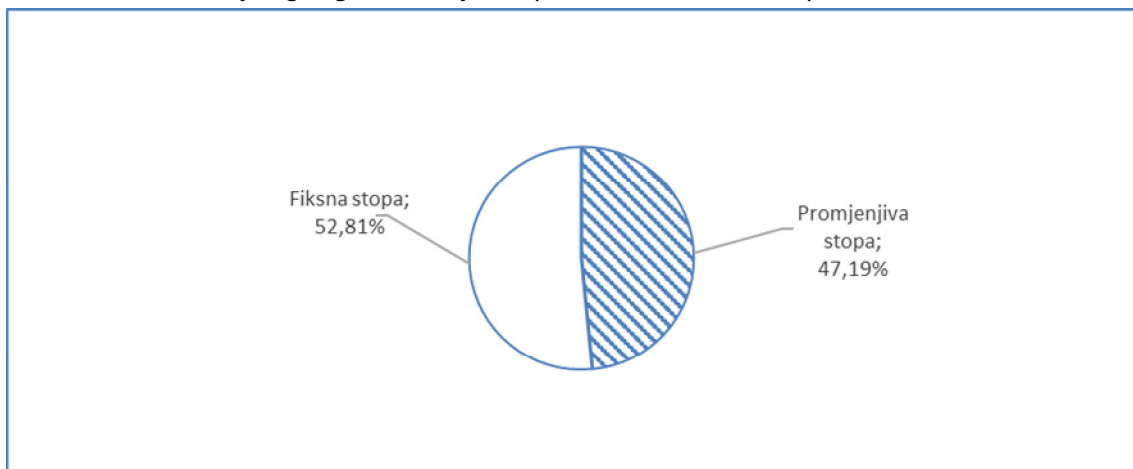
Dekompozicijom SDR-a²², udio EUR valute raste na 63,09%, a USD na 27,90% ukupnog vanjskog duga.

²² Obračunska valuta IMF-a i nekih drugih kreditora. Sastoji se od 41,73% USD (američkog dolara), 30,93% EUR-a, Kineski Juan (Renminbi) CNY 10,92%, 8,33% JPY (japanski Yen) i 8,09% GBP (Funta Velike Britanije).

3.1.3. Kamatna struktura vanjskog duga Federacije BiH

Sa fiksnom kamatnom stopom ugovoreno je 2.502,9 mil.KM vanjskog duga ili 52,81%, i 2.236,5 mil.KM ili 47,19% sa promjenjivom kamatnom stopom.

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



3.2. Struktura unutrašnjeg duga Federacije BiH na dan 31.12.2017. godine

Unutrašnji dug koji je uključen u Strategiju sastoji se od duga u obliku vrijednosnih papira koji je nastao u skladu sa zakonom²³ i duga nastalog emisijom tržišnih vrijednosnih papira.

Tabela 4. Unutrašnji dug Federacije BiH uključen u Strategiju

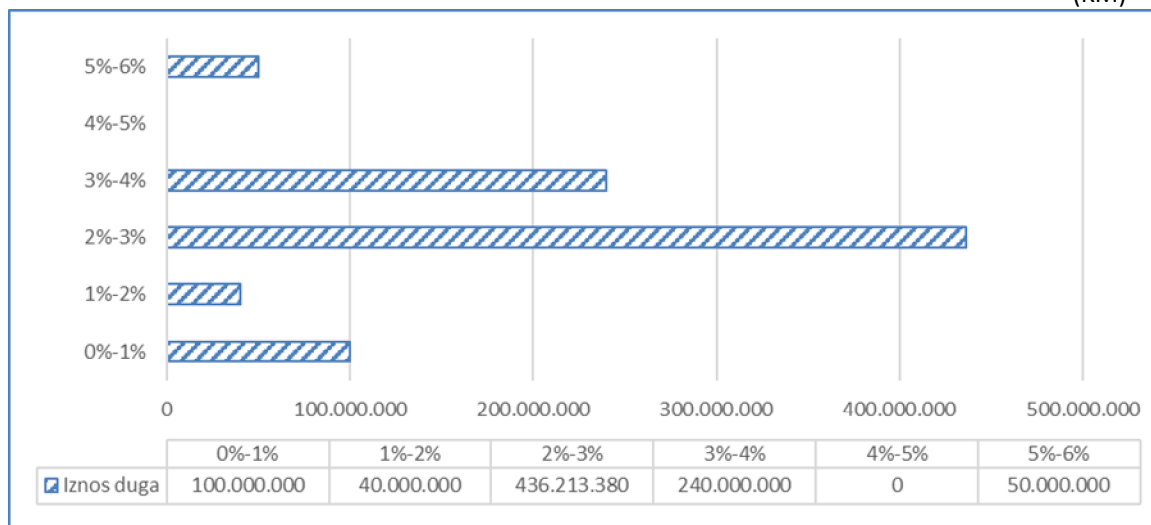
Vrsta duga	Uključen (v)/ Isključen (x)	Iznos (mil.KM)
<i>Unutrašnji dug FBiH, od čega:</i>		866,2
- Trezorski zapisi FBiH	✓	100,0
- Trezorske obveznice FBiH	✓	530,0
- Obveznice stare devizne štednje (SDŠ)	✓	40,8
- Obveznice za ratna potraživanja (RT)	✓	195,4

3.2.1. Kamatna struktura unutrašnjeg duga Federacije BiH

Slika 4. Struktura unutrašnjeg duga Federacije BiH u obliku vrijednosnih papira po visini kamatne stope

²³ 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)

(KM)



4. RIZICI PORTFOLIJA DUGA FEDERACIJE BiH

4.1. Karakteristike troškova i rizika portfolija duga Federacije BiH

Portfolio duga Federacije BiH ima relativno nisku ponderisanu prosječnu implicitnu kamatnu stopu od 1,7%. Prosječna ponderisana implicitna kamatna stopa za unutrašnji dug iznosi 2,6%, a rezultat je omjera obveznica emitovanih za izmirenje obaveza po osnovu stare devizne štednje i ratnih potraživanja koje imaju zakonom određenu kamatnu stopu 2,5% (236,2 mil.KM) i tržišnih dugoročnih vrijednosnih papira u obliku obveznica (530,0 mil.KM). Prosječna ponderisana implicitna kamatna stopa za vanjski dug iznosi 1,5%.

Tabela 5. Indikatori rizika portfolija duga Federacije BiH na dan 31.12.2017. godine

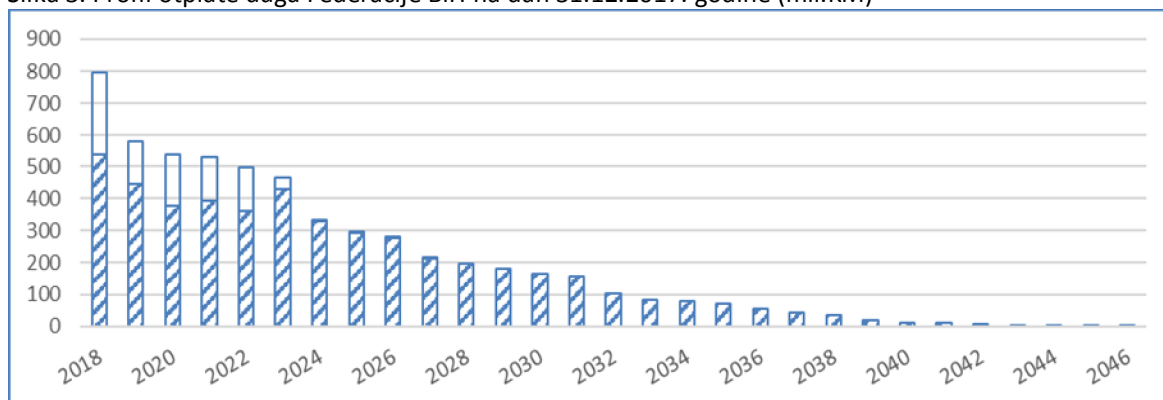
Indikatori rizika		Vanjski dug		Unutrašnji dug		Ukupni dug	
		2016.	2017.	2016.	2017.	2016.	2017.
Iznos duga (milioni KM)		5.250,1	4.739,4	988,0	866,2	6.238,1	5.605,6
Iznos duga (milioni USD)		2.289,5	2.906,1	532,5	522,9	3.362,0	3.437,3
Nominalni dug u % BDP		27,4	23,3	5,2	4,3	32,5	27,6
Sadašnja vrijednost duga u % BDP		24,1	21,2	5,2	4,3	29,4	25,4
Troškovi duga	Kamata kao % BDP	0,4	0,3	0,1	0,1	0,5	0,5
	Prosječna ponderisana kamata (%)	1,3	1,5	2,8	2,6	1,6	1,7
Rizik refinansiranja	Prosječno vrijeme dospelja (godine)	6,7	6,7	2,7	2,4	6,0	6,0
	Dospjeće duga u sljedećoj godini (% ukupnog)	10,6	10,6	26,6	30,1	13,2	13,6
	Dospjeće duga u sljedećoj godini (% BDP)	2,8	2,5	1,4	1,3	4,2	3,8
Kamatni rizik	Prosječno vrijeme refiksiranja (godine)	4,1	3,8	2,7	2,4	3,9	3,6

	Dug koji se refiksira u sljedećoj godini (% ukupnog)	49,4	50,6	26,6	30,1	45,7	47,4
	Dug sa fiksnom kamatnom stopom (% ukupnog)	53,6	52,8	100,0	100,0	61,2	60,1
Valutni rizik	Devizni dug (% ukupnog duga)					83,7	84,5
	Kratkoročni devizni dug (% rezervi)					6,5	6,0

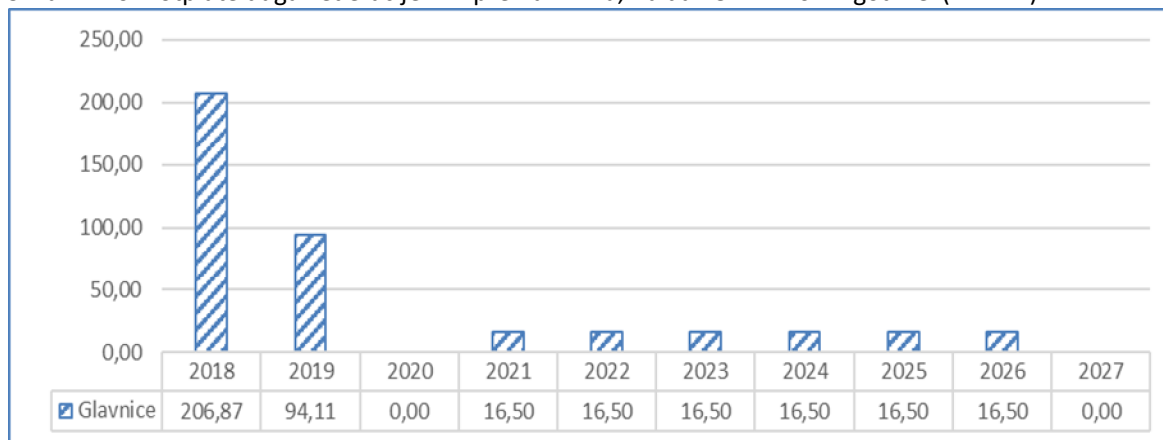
4.2 Rizik refinansiranja

Rizik refinansiranja je relativno veliki i za unutrašnji i za vanjski dug i koncentriran je na kratki i srednji rok. Profil otplate naginje ka kratkom i srednjem roku. Prosječno vrijeme dospelosti (ATM) za unutrašnji dug je 2,4 godina, a 6,7 godina za vanjski dug. Kraće prosječno vrijeme dospelosti unutrašnjeg duga u odnosu na vanjski dug rezultat je obaveza po osnovu unutrašnjeg duga utvrđenih zakonom (obveznice izdane za izmirenje stare devizne štednje i ratnih potraživanja), i razvijenosti domaćeg tržišta vrijednosnih papira s obzirom da na istom ne postoji značajniji tržišni potencijal za izdavanjem obveznica sa dužim rokom dospelosti.

Slika 3. Profil otplate duga Federacije BiH na dan 31.12.2017. godine (mil.KM)



Slika 4. Profil otplate duga Federacije BiH prema IMF-u, na dan 31.12.2017. godine (mil.KM)



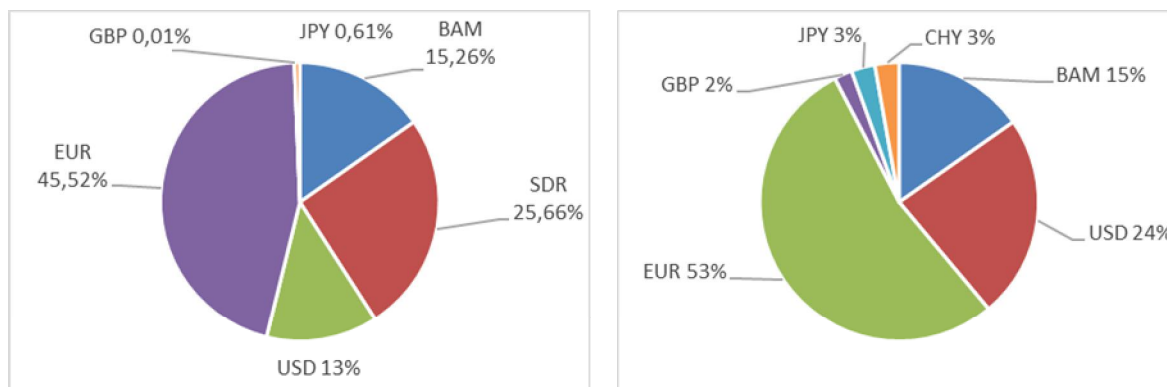
4.3 Kamatni rizik

Udio duga koji se se refiksira unutar jedne godine iznosi 47,4% ukupnog portfolija duga Federacije BiH i rezultat je činjenice da je gotovo pola portfolija vanjskog duga ugovoreno sa varijabilnom kamatnom stopom (47,2%) kao i kratkog roka dospjeća tržišnih vrijednosnih papira emitovanih na domaćem tržištu. Povećanje referentne kamatne stope za jedan procentni poen povećalo bi otplatu duga za cca 14 mil.USD godišnje (cca 23 mil.KM). Za refiksiranje vanjskog duga prosječno je potrebno 3,8 godina, a 2,4 godina za refiksiranje unutrašnjeg duga.

4.4 Valutni rizik

Glavne valute u portfoliju duga Federacije BiH su EUR (45%), SDR (26%) i USD (13%) i KM (15%). Dekompozicijom SDR-a, udio EUR valute raste na 53% ukupnog duga a USD na 24%. Valutni rizik portfolija vanjskog duga Federacije BiH je dosta izražen. Približno 40% vanjskog duga je osjetljivo na promjene deviznih kurseva s obzirom na valutnu strukturu portfolija vanjskog duga (EUR -53,72%, SDR -30,28% i USD -15,26%), u kojoj, nakon dekompozicije SDR-a, udio EUR valute u ukupnom vanjskom dugu iznosi 63,09% (Slika 2.).

Slika 5. Valutna struktura ukupnog duga Federacije BiH prema stanju duga na dan 31.12.2017. 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 mogle bi postati obaveza budžeta Federacije BiH.

4.5.1 Garancije

Vlada Federacije BiH je 2010. godine izdala unutrašnju garanciju za JP Željeznice Federacije BiH po osnovu sindiciranog kredita u iznosu od 78,9 mil.KM (stanje duga na dan 31.12.2017. godine iznosi 25,58 mil.KM). Pored navedene, izdata je i garancija za JKP Vodovod i kanalizacija doo Tuzla na iznos od 5,8 mil EUR (vanjska garancija Bosne i Hercegovine). Neotplaćeni dug po ovoj garanciji na dan 31.12. 2017. godine, iznosi 0,58 mil. EUR ili 1,13 mil.KM.

U periodu koji obuhvata 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 FBiH, Ministarstvo finansija može, izvršiti reprogram.

5. MAKROEKONOMSKI OKVIR²⁴

Makroekonomske projekcije za period 2017. – 2020. godine, temeljene su na inputima i statističkim pokazateljima objavljenim do sredine septembra 2016. godine. Spor oporavak ekonomskih kretanja u međunarodnom okruženju, prije svega u EU, u 2015. i 2016. godini, doveli su do povećanja rizika, što je uticalo na makroekonomske projekcije.

U domaćoj privredi, nakon realnog rasta ekonomskih aktivnosti u 2015. godini (3,1%), procenjen je blagi realni rast BDP-a u 2016. godini od 2,1%. Očekivanja su da će BDP zabilježiti realan rast u 2017. godini po stopi od 4,5%, u 2018. godini 3,2%, da bi u 2019. godini i 2020. godini iznosio 5,1%, odnosno 5,3%²⁵. Glavni rizici za ostvarenje ovih projekcija su vezani za (ne)ostvarivanje pretpostavki iz vanjskog sektora (ekonomski rast u okruženju, kretanje svjetskih cijena, vremenske prilike i sl).

Tabela 8. Makroekonomski pokazatelji za Federaciju BiH za period 2018. – 2020. godine (u mil KM)

Indikator	2018	2019	2020
Javni prihodi (uključujući grantove) ²⁶ (u mil KM)	2.046,3	2.035,8	2.044,6
Primarni rashodi javnog sektora (u mil KM)	1.474,3	1.436,1	1.426,6
Rashodi javnog sektora (u mil KM)	1.611,3	1.592,7	1.578,7
Izdaci za kamate (u mil KM)	137,0	156,7	152,1
Devizne rezerve (mil.USD) ²⁷	5.885,2	6.051,5	6.063,0
BDP (Nominalni) (u mil KM)	21.164	22.289	23.614
Nominalni rast u %	4,4	5,3	5,9
Realni BDP (u mil KM) (prethodna g. = 100)	21.527	22.639	23.846
Realni rast u %	3,2	5,1	5,3

²⁴Dokument okvirnog budžeta Federacije BiH 2018.–2020.godine, Federalno ministarstvo finansija/financija, Sarajevo, oktobar/listopad 2017. godine

²⁵Projekcije za DOB izrađene su na osnovu DEP-ovih projekcija iz septembra 2017.g, a na osnovu procenta učešća entiteta FBiH u BDP-u BiH- Saopštenje BHAS broj 2. od 21.7.2017.g.

²⁶Odnosi se na porezne i neporezne prihode Budžeta FBiH

²⁷Izvor podataka: Centralna Banka BiH (26.09.2016), preračun izvršen po srednjem kursu USD na dan 31.12.2016. godine

Tabela 9. Makroekonomski rizici i implikacije po strategiji upravljanja dugom

Realni sektor		
- Rast	Srednja	Slaba vanjska potražnja ili veća finansijska nestabilnost bi mogla smanjiti potencijal za rast, što bi dovelo do poteškoća u fiskalnoj politici i rezultiralo većim zaduživanjem.
Fiskalni sektor		
- Održivost duga	Srednja	Pritisak na rastuće rashode i kapitalne investicije bi povećao finansijske potrebe. Potencijalne obaveze, bilo iz bankarskog sektora ili državnih preduzeća, bi mogle dovesti do povećanja bruto finansijskih potreba i troškova finansiranja i pogoršanja fiskalnog bilansa, što bi moglo rezultirati većim domaćim i vanjskim zaduženjem.
Platni bilans		
- 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, obzirom na aranžman valutnog odbora, što bi moglo uticati i na veće vanjsko zaduživanje.
Inflacija		
- Cijene roba/kurs valuta	Srednja do mala	U Bosni i Hercegovini je, nakon višegodišnjeg smanjenja ukupnog nivoa cijena, u periodu I-VII 2017. godine registrovana inflacija (1,1% g/g). Pretpostavljeno kretanje inflacije u Bosni i Hercegovini u osnovnom scenariju za 2018-2020. godinu je primarno bazirano na stabilnim cijenama sirove nafte ali i hrane, kao vanjskih faktora. Veća inflacija bi mogla povećati troškove servisiranja duga.
Finansijski sistem		
- 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 stoje na raspolaganju i koja Federacija BiH planira angažovati u periodu 2018-2020 procjenjuju se na 1.494,64 mil.KM²⁸ (902,2 mil.USD²⁹). Uzimajući u obzir troškove i rizike ugovaranja zajmova, Federacija BiH će nastaviti sa politikom maksimiziranja zaduživanja kod multilateralnih institucija, a procjene ukazuju da bi se 59% planiranih potreba moglo zadovoljiti finansiranjem iz ovih izvora. Obzirom da Bosni i Hercegovini više nisu dostupna sredstva pod IDA uslovima, vanjsko finansiranje će se pomjeriti prema manje koncesionalnom.

²⁸ Prema podacima jedinica za implementaciju projekata

²⁹ Preračun izvršen po kursu KM:USD na dan 30.09.2017. godine (1USD=1,656641 KM)

Tabela 10: Pregled procijenjenog finansiranja iz vanjskih izvora u periodu 2019.-2020. godina

Kreditor	Kamatna stopa	Grace period	Rok otplate	Valuta	Finansiranje mil.USD	%	Rizici
IBRD	Fiksna ili varijabilna	5-10	18-30	EUR	22,92	2,53	Rizik refiksiranja za varijabilnu
EIB	Fiksna ili varijabilna	4-5	25	EUR	459,74	50,95	Rizik refiksiranja za varijabilnu
IMF ³⁰	Varijabilna	4	10	SDR	0,0	0,00	Rizik refiksiranja, refinansiranja, i valutni rizik
EBRD	Fiksna ili varijabilna, 6MEURIBOR+1%	3-5	12-15	EUR	170,40	18,60	Rizik refiksiranja za varijabilnu
Kuvajtski fond	Fiksna, 2%	5	25	KWD	44,15	4,89	Valutni rizik
Saudijski fond	Fiksna, 1% - 2%	5	25	SAR	0,00	0,00	Valutni rizik
OPEC fond	Fiksna, 2%	10	20	USD	62,18	6,89	Valutni rizik
CEB	Fiksna ili varijabilna	5	10	EUR	37,26	4,43	Rizik refiksiranja za varijabilnu
IFAD	Fiksna, 0,75%	10	30	SDR	3,95	0,44	Rizik refiksiranja, refinansiranja, i valutni rizik
IDA	Fiksna	5	25	SDR	26,48	2,94	Rizik refinansiranja
KfW	Fiksna	2,5 - 10	12 - 20	EUR	75,13	8,33	Rizik refinansiranja
Ostala sredstva	Fiksna ili varijabilna	3-5	10-15	EUR	0,00	0,00	Rizik refinansiranja i refiksiranja za varijabilnu
UKUPNO					902,21	100,00	

6.2. Domaći izvori finansiranja

Domaće tržište vladinih 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. Vrijednosne papire kupljene na primarnom tržištu banke uglavnom čuvaju do dospijeca, iako se, u manjem obimu, u posljednje vrijeme ovim papirima trguje i na sekundarnom tržištu.

³⁰ Navedeno se odnosi na Prošireni aranžman IMF-a (Extended Fund Facility)

Slika 6. Stanje duga Federacije BiH po osnovu tržišnih vrijednosnih papira 2012-2017 (mil.KM)



U namjeri da osigura dalji razvoj domaćeg tržišta vrijednosnih papira i transparentnost zaduživanja, vodeći pri tom računa o svojim finansijskim potrebama, Vlada Federacije BiH će nastaviti sa redovnim aukcijama trezorskih zapisa i periodičnim izdanjima obveznica.

Aukcije trezorskih zapisa (ročnosti tri, šest, devet i dvanaest mjeseci) će varirati zavisno od potreba trezora u procesu upravljanja likvidnošću. Kod novih izdanja obveznica, pored postojeće ročnosti od dvije, tri, pet i sedam godina, u skladu sa interesima investitora, nastojat će se izdati i obveznice ročnosti duže od sedam godina. Sve aukcije tržišnih vrijednosnih papira Federacije BiH održavaju se u skladu sa godišnjim indikativnim kalendarom aukcija, koji Ministarstvo finansija objavljuje na svojoj web stranici.

Tabela 11. Struktura, troškovi i rizici domaćih izvora finansiranja

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

7. PRETPOSTAVKE CIJENA I OPISI SCENARIJA ŠOKA

U ovom dokumentu predstavljeni su osnovni scenarij i tri zamjenska scenarija. Pretpostavke visine kamatnih stopa i vrijednosti deviznih kurseva za period 2018. – 2020. godina preuzeti su od Ministarstva finansija i trezora BiH. Navedeni scenariji su testirani na uticaj 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 polovinom 2017. godine.

Za projekcije varijabilnih kamatnih stopa, 6M LIBOR³¹ i 6M EURIBOR³² 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.

Tabela 12. Procjenjene visine kamata na instrumente duga u periodu 2017. – 2020. godina korištene u MTDS AT

Naziv instrumenta	Kamata			
	2017	2018	2019	2020
Koncesionalni USD Fiksni	2,40%	2,68%	2,96%	3,24%
Koncesionalni EUR Fiksni	2,50%	2,52%	2,60%	3,02%
Koncesionalni USD Varijabilni	1,42%	1,70%	1,98%	2,26%
Koncesionalni EUR Varijabilni	-0,26%	-0,24%	-0,16%	0,26%
IMF EFF ³³ USD Varijabilni	0,59%	0,87%	1,15%	1,43%
5y Eurobond	7,14%	7,80%	8,48%	9,17%

Tabela 13. Procjenjeni spread (margina) na instrumente duga sa varijabilnom kamatnom stopom u periodu 2017. – 2020. godina korištene u MTDS AT

Naziv instrumenta	Spread			
	2017	2018	2019	2020
Koncesionalni USD Varijabilni	0,95%	0,95%	0,95%	0,95%
Koncesionalni EUR Varijabilni	0,95%	0,95%	0,95%	0,95%
IMF EFF USD Varijabilni	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%

Bosna i Hercegovina ima kreditni rejting B od S&P³⁴ i B3 od Moody's³⁵. 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.

Tabela 14: 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	Baa2 / stabilan	BB+ / stabilan
Crna Gora	B1 / negativan	B+ / negativan
Grčka	Caa3 / stabilan	B-/ stabilan

³¹ London Interbank Offered Rate

³² Euro Interbank Offered Rate

³³ Extended Fund Facilities

³⁴ Standard and Poor's – agencija za procjenu kreditnog rejtinga

³⁵ Moody's Investors Service - agencija za procjenu kreditnog rejtinga

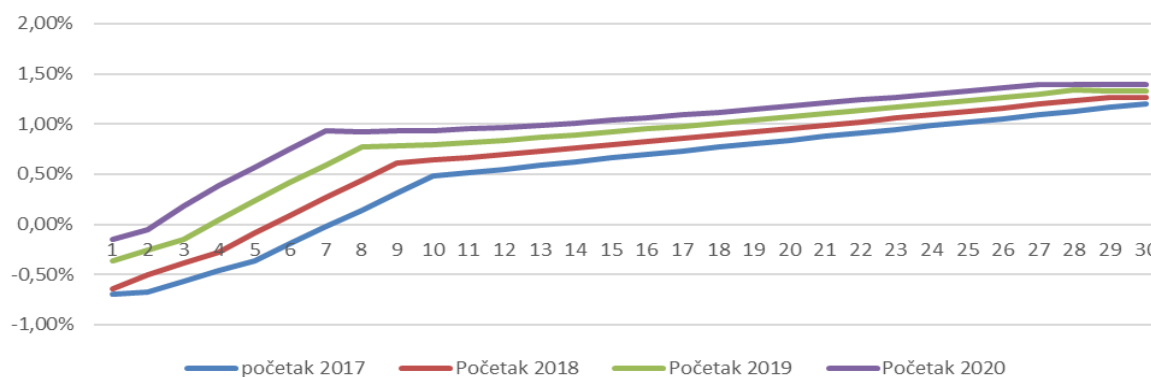
Hrvatska	Ba2 / negativan	BB / negativan
Mađarska	Ba1 / pozitivan	BB+/ stabilan
Makedonija	-	BB- / stabilan
Rumunija	Baa3 / pozitivan	BBB- / stabilan
Slovenija	Baa3 / stabilan	A / stabilan
Srbija	B1 / pozitivan	BB- / stabilan

Izvor: Centralna banka Bosne i Hercegovine

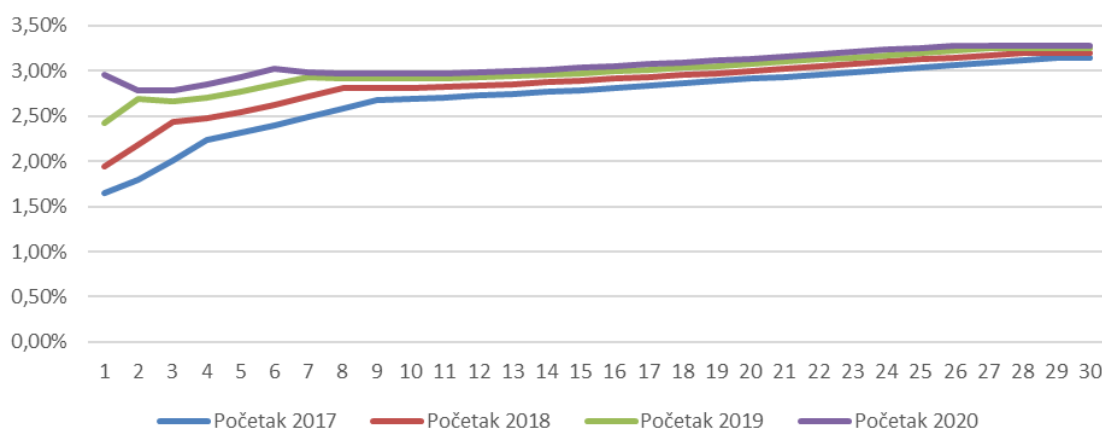
Mada je to postala uobičajena praksa u regiji, Bosna i Hercegovina još uvijek nije emitovala vrijednosne papire na međunarodnom finansijskom tržištu. Iako je izgledno da Federacija BiH, neće izlaziti na međunarodno finansijsko tržište u periodu koji pokriva Strategija, ipak je urađena procjena troškova i rizika za jednu takvu emisiju za slučaj da preostali izvori finansiranja ne obezbijede zadovoljenje finansijskih potreba Vlade FBiH.

Procijena očekivanih budućih prinosa za emisiju obveznica Bosne i Hercegovine u EUR valuti, rađena je na osnovu uporedbe sadašnjih prinosa na euroobveznice koje su emitirale Albanija i Crna Gora, kao zemlje koje imaju bolji kreditni rejting od Bosne i Hercegovine, i njemačkih obveznica kao referentnih prinosa.

Slika 7. Prinos na njemačke obveznice različitih ročnosti - (sredina 2016.)³⁶



Slika 8. Krivulja prinosa na američke obveznice različitih ročnosti - (sredina 2016.)³⁷

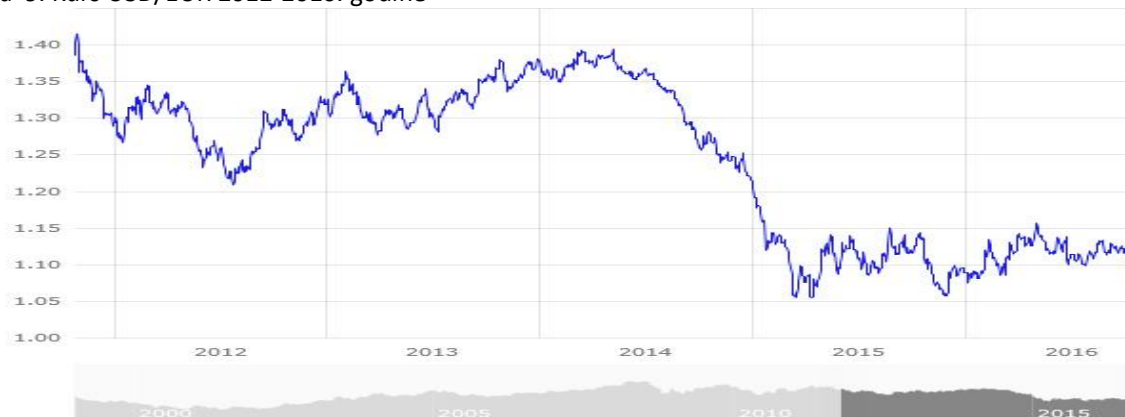


³⁶ Izračun FMF

³⁷ Izračun FMF

Kako je valuta Bosne i Hercegovine vezana za EUR putem aranžmana valutnog odbora, glavni valutni rizik u portfoliju duga predstavlja nestabilnost EUR u odnosu na ostale strane valute, uglavnom USD. Kurs USD/EUR je istorijski relativno nestabilan.

Slika 9. Kurs USD/EUR 2012-2016. godine



Izvor: Bloomberg

Pretpostavka je da će odnos EUR/USD, odnosno KM/USD u 2018. godini deprecirati za 1,7% u odnosu na njegovu vrijednost u decembru 2017. godine, te da će nakon toga pa do kraja posmatranog perioda ostati na istom nivou kao što je bio krajem decembra 2017. godine.

7.1. Scenario nepredviđenih događaja (šok scenario)

Korištenjem podataka iz portfolija duga Federacije BiH, makroekonomskih pretpostavki za posmatrani period kao i potencijalnih izvora finansiranja, napravljeno je nekoliko scenarija i strategija zaduživanja. Ovaj odjeljak analizira četiri strategije finansiranja potreba Vlade Federacije BiH kako bi se odredio odnos troškova i rizika za svaku pojedinačnu strategiju. 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 kamatnih stopa od 2% na dugoročne vanjske i domaće instrumente i 1% na kratkoročne domaće instrumente u drugoj godini. Instrumenti u koje je uključena stara devizna štednja i ratna potraživanja ostaju nepromijenjeni;
- veći šok: povećanje kamatnih stopa od 4% na dugoročne vanjske i domaće instrumente i 2% na kratkoročne domaće instrumente u drugoj godini. Instrumenti u koje je uključena stara devizna štednja i ratna potraživanja ostaju nepromijenjeni.

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 krive

prinosa. Instrumenti u koje je uključena stara devizna štednja i ratna potraživanja ostaju nepromjenjeni;

- *Kombinovani šok*: 20% deprecijacije kursa KM/USD u kombinaciji sa šokom od 2% na kratkoročne domaće i dugoročne spoljne instrumente i 1% na srednjoročne domaće instrumente u drugoj godini. Instrumenti u koje je uključena stara devizna štednja i ratna potraživanja ostaju nepromjenjeni.

Tabela 15. Stilizovani instrumenti portfolija duga Federacije BiH

Oznaka instrumenta	Ime ili vrsta instrumenta	Fiksni ili varijabilni	Koncesionalni ili tržišni	Dospijeci (godina)	Grace (godina)	Vrsta valute	Valuta
USD_1	Koncesionalni USD	Fiksni	Koncesionalni	20	5	Strana	USD
EUR_2	Koncesionalni EUR	Fiksni	Koncesionalni	20	5	Strana	EUR
USD_3	Koncesionalni USD	Varijabilni	Koncesionalni	20	4	Strana	USD
EUR_4	Koncesionalni EUR	Varijabilni	Koncesionalni	17	5	Strana	EUR
USD_5	IMF EFF USD	Varijabilni	Koncesionalni	10	4,5	Strana	USD
BAM_6	T zapis	Fiksni	Tržišni	1	0	Domaća	KM
BAM_7	1-2y FCSB T obveznica	Fiksni	Tržišni	2	1	Domaća	KM
BAM_8	2-3y T obveznica	Fiksni	Tržišni	5	4	Domaća	KM
BAM_9	5-7y T obveznica	Fiksni	Tržišni	6	5	Domaća	KM
BAM_10	5y WCB T obveznica	Fiksni	Tržišni	5	1	Domaća	KM
EUR_11	5y Eurobond	Fiksni	Tržišni	5	4	Strana	EUR

Tabela 16. Usporedba trenutnih indikatora rizika portfolija duga i rizika izabrane strategije

Indikatori rizika				
		Portfolio 2016. godine	Trenutni portfolio 2017. godina	Izabrana strategija Kraj 2020. godine
Nominalni dug (% BDP-a)		32,5	27,6	25,8
Sadašnja vrijednost (% BDP-a)		29,4	25,4	24,3
Ponderisana prosječna kamata (%)		1,6	1,7	1,6
Rizik refinansiranja	ATM Vanjski dug (godine)	6,7	6,7	7,1
	ATM Unutrašnji dug (godine)	2,7	2,4	0,8
	ATM Ukupni dug (godine)	6,0	6,0	6,4
Kamatni rizik	ATR (godine)	3,9	3,6	2,8

	Dug koji se refiksira u 1 g (% ukupnog duga)	45,7	47,4	63,3
	Dug po fiksnoj kamati (% ukupnog duga)	61,2	60,1	47,9
Valutni rizik	Devizni dug (% ukupnog duga)	83,7	84,5	89,2
	Kratkoročni devizni dug (% rezervi)	6,5	6,0	4,5

7.2. Opis alternativnih strategija zaduživanja

Vanjsko zaduživanje Federacije BiH će se koristiti za finansiranje razvojnih programa i kao podrška budžetu. U većini slučajeva, to su projekti sa unaprijed identificiranim kreditorima i sa već 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.

Osnovni scenario –Strategija 1 (S1) zaduživanje Federacije BiH u skladu sa DOB-om 2018-2020, PJI 2018-2020. godine: Finansiranje razvojnih projekata do 2020. godine procijenjeno je na 1.494,64 mil.KM. Vanjski izvori finansiranja su okvirno identifikovani. Uslovi pod kojima bi se Federacija BiH trebala zadužiti za finansiranje razvojnih projekata bi trebali pretežno uključivati fiksne kamatne stope uz preferiranu valutu EUR. Budžetska podrška će se finansirati dijelom iz vanjskih izvora (Svjetska banka), sredstvima prikupljenim emisijama trezorskih zapisa i trogodišnjih, petogodišnjih, sedmogodišnjih i desetogodišnjih obveznica u obimu koji osigurava i razvoj domaćeg tržišta.

Strategija 2 (S2) zaduživanje Federacije BiH u skladu sa DOB-om 2018-2020 i PJI 2018-2020, domaće finansiranje nadomjestiti će se nastavkom realizacije sporazuma sa IMF-om (EFF-extended fund facility), te refinansiranjem kratkoročnih vrijednosnih papira Vlade Federacije BiH na domaćem tržištu (trezorski zapisi): Zaduzivanje na domaćem tržištu emisijama tržišnih obveznica Vlade Federacije BiH (trogodišnje, petogodišnje, sedmogodišnje i desetogodišnje obveznice u ukupnom iznosu 150,0 mil.KM) zamjenjeno je sredstvima IMF-a. Iako je nastavak realizacije sporazuma sa IMF-om upitan, ova varijanta je odabrana obzirom da preduslovi koje je potrebno ispuniti za nastavak realizacije sporazuma nisu neostvarivi tokom 2018. godine. U tom kontekstu su testirani troškovi i rizici ove strategije upravljanja dugom.

Strategija 3 (S3): emitovanje petogodišnje Euroobveznice: Zaduzivanje Federacije BiH u skladu sa PJI 2018-2020, te refinansiranje kratkoročnih vrijednosnih papira Vlade Federacije BiH na domaćem tržištu. U ovoj alternativnoj strategiji predviđen je zastoj u provođenju reformi u 2018. i 2019. godini kao i nedostatak planiranih budžetskih sredstava, uslijed čega je nedostajući iznos nadoknađen emisijom petogodišnje euroobveznice u visini koja odgovara planiranom iznosu sredstava od IMF-a (cca 500 mil.KM u periodu koji obuhvata Strategija).

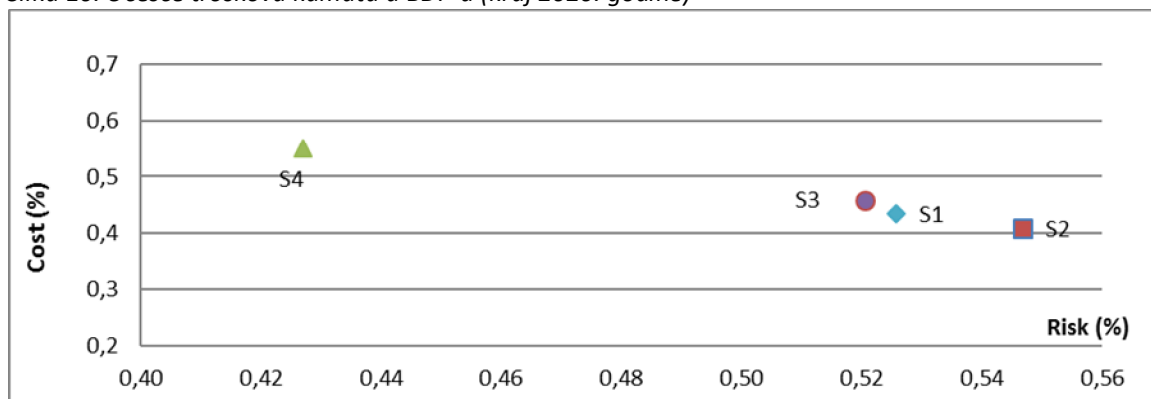
Strategija 4 (S4) Zaduzivanje Federacije BiH u skladu sa DOB-om 2018-2020, PJI 2018-2020. godine. Finansiranje razvojnih projekata do 2020. godine procijenjeno je na 1.494,64 mil.KM. Vanjski izvori finansiranja su okvirno identificirani, te su u većem obimu ugovarani sa fiksnim kamatnim stopama u odnosu na strategiju S1. Budžetska podrška će se finansirati dijelom iz vanjskih izvora (Svjetska banka), emisijama trezorskih zapisa i desetogodišnjih obveznica u obimu koji osigurava zadovoljenje finansijskih potreba Vlade Federacije BiH na domaćem tržištu (iako postoji razumjevanje da strategija izdavanja desetogodišnjih obveznica u ovom obimu nije izvodiva, ova strategija je testirana kako bi se mogli procijeniti troškovi).

7.3. Analiza troškova i rizika alternativnih strategija zaduživanja

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

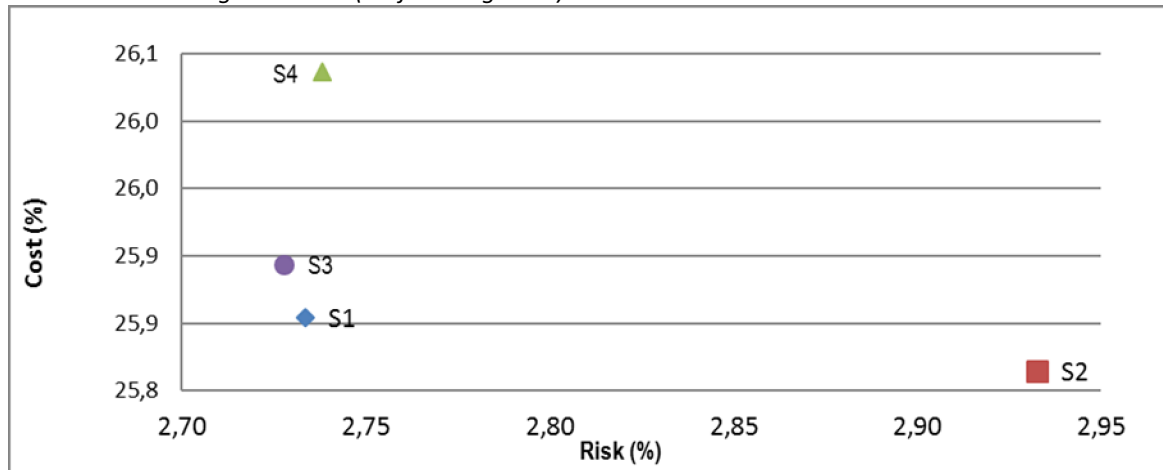
Trošak servisiranja duga je najosjetljiviji na promjene kamatnih stopa. Dug sa visokim kamatnim stopama generiše tokom vremena veće troškove duga, odnosno povećava potrebe za refinansiranjem. Strategija S2 ima najmanje troškove (Slika 10.) zbog strukture duga u kojoj dominira vanjsko zaduživanje u EUR-ima po varijabilnim kamatnim stopama. Strategija S4 je najskuplja jer predviđa intenzivno zaduživanje na domaćem tržištu kapitala emisijom desetogodišnjih obveznica po tržišnim kamatnim stopama te zaduživanje na vanjskom tržištu sa većim udjelom fiksnih kamatnih stopa u odnosu na S1 i S2. Strategije S1 i S3 su jednako rizične strategije i imaju nešto veće troškove u odnosu na S2. Najveći rizik za sve alternativne strategije u pogledu omjera kamata/BDP predstavlja šok kamatne stope u 2. godini strategije te se u tom primjeru odstupanje od baznog scenarija kreće u iznosu od 0,427 – 0,547. Najmanji rizik odnosi se na strategiju S4 (odstupanje šok scenarija od baznog) koja je podrazumjevala finansiranje Vladinih potreba izdavanjem desetogodišnjih obveznica sa fiksnom kamatnom stopom te refinansiranjem unutrašnjeg duga u obliku trezorskih zapisa, kao i zaduživanje u većem obimu po fiksnim stopama za realizaciju PJI 2018 – 2020. godine u odnosu na izabranu strategiju S1. Ostale tri strategije približno su jednako rizične u pogledu šoka kamatne stope u 2. godini strategije (0,521-0,526).

Slika 10. Učešće troškova kamata u BDP-u (kraj 2020. godine)



Najveći rizik portfolija duga za sve četiri strategije, u pogledu omjera dug/BDP predstavlja valutni rizik u slučaju da se poveća kurs USD u odnosu na KM (šok od 30% u 2. godini strategije). Portfolio koji ima veći udio ne-eurskih valuta u stanju neotplaćenog vanjskog duga je rizičniji. S2 je najrizičnija strategija zbog niskog udjela domaćeg zaduživanja i značajnijeg vanjskog zaduživanja u neeurskim valutama (IMF) sa promjenjivom kamatnom stopom. Kao i u slučaju prethodnog indikatora kada posmatramo bazni scenarij, strategija S1 neznatno skuplja od strategije S2 i jeftinija i manje rizična u odnosu na strategije S3 i S4 zbog većeg udjela eurske valute u vanjskom dugu. Strategije S3 i S4 su skuplje od strategije S1, dok je strategija S4 najskuplja iz razloga većeg omjera unutrašnjeg finansiranja u odnosu na vanjsko. Uticajem valutnog šoka u drugoj godini strategije, odstupanje risk scenarija u odnosu na bazni scenarij kreće se u rasponu od 2,728-2,9324%, s tim da je najmanje odstupanje kod strategije S3, obzirom da je posuđivanje na vanjskom tržištu uglavnom u EUR valuti (zaduživanje u EUR-ima za realizaciju PJI 2018-2020 i izdavanje Euroobveznice za finansiranje budžetskih potreba).

Slika 11. Učešće duga u BDP-u (kraj 2020. 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 17. Indikatori rizika po strategijama na kraju 2020. godine

Indikatori rizika		Početni portfolio	S1	S2	S3	S4
Nominalni dug u % BDP		27,6	25,8	25,8	25,9	26,0
Sadašnja vrijednost duga u % BDP		25,4	24,3	24,3	24,4	23,3
Troškovi kamata u % BDP		0,5	0,4	0,4	0,5	0,6
Implicirana kamatna stopa (%)		1,7	1,6	1,6	1,8	2,1
Rizik refinansiranja	Dug koji dospjeva u 1. godini (% ukupnog)	13,6	9,8	14,4	14,6	10,0
	Dug koji dospjeva u 1. godini (% BDP)	3,8	2,5	3,7	3,8	2,6
	Prosječno dospjeće portfolija (godine)	6,0	6,8	6,4	6,2	7,4
	Prosječno dospjeće domaći dug (godine)	2,4	2,3	0,8	0,8	4,5
	Prosječno dospjeće vanjski dug (godine)	6,7	7,4	7,1	6,9	7,8
Kamatni rizik	Prosječno vrijeme refiksiranja (godine)	3,6	3,1	2,8	3,0	5,8
	Refiksiranje duga u 1. godini (godine)	47,4	57,0	63,3	57,3	33,2
	Dug sa fiksnom kamatom (% ukupnog duga)	60,1	49,7	47,9	54,2	73,7
Devizni rizik	Devizni dug u % ukupnog duga	84,5	88,4	89,2	88,9	87,8
	Kratkoročni devizni dug u % rezervi	6,0	4,5	4,5	4,5	4,5

Poredeći indikatore rizika predloženih strategija sa rizicima trenutnog portfolija duga, vidi se smanjenje udjela duga prema BDP-u, iako Bosna i Hercegovina nije više zemlja kojoj je dostupno finansiranje po IDA uslovima što bi trebalo dovesti do povećanja učešća umjesto smanjenja³⁸. Prosječna implicitna ponderisana kamatna stopa u svim strategijama je viša od trenutne zbog nemogućnosti posuđivanja po uslovima IDA-e i smanjenog pristupa posuđivanju pod koncesionalnim uslovima, ali je kod preferirane strategije niža u odnosu na ostale alternativne strategije.

Poredeći strategije međusobno, može se reći da strategija S1 doprinosi produženju prosječnog vremena do dospelja (ATM) za vanjski dug na 7,2 godine i zaduživanju kod kreditora sa dužim rokom otplate i grace periodom. S4 ima najveći obim zaduživanja po fiksnim kamatnim stopama, te zbog toga smanjuje rizik refiksiranja u odnosu na ostale strategije, što rezultira da je ATR veći u odnosu na ATR ostalih strategija i iznosi 5,5 godina. Sve posmatrane strategije povećavaju iznos duga koji treba refiksirati u narednoj godini (sa 48,5% na 54,7-63,3%). To povećanje rezultat je kreditnih uslova izabranih kreditora a u vezi realizacije velikih infrastrukturnih projekata iz PJI 2018 – 2020. godine.

Udio duga sa fiksnom stopom u svim posmatranim strategijama, bi se, iz navedenog razloga, smanjio u odnosu na njegovo učešće u početnom portfoliju i kretao bi se od 47,9% (strategija S2 – zaduživanje za PJI, IMF budžetska podrška bez emisije obveznica na domaćem tržištu) do 74%, koliko bi iznosi u Strategiji S4.

Nakon analize troškova rizika i alternativnih strategija zaduživanja definisana je poželjna strategija zaduživanja u periodu koji obuhvata ova Strategija.

Vlada Federacije BiH je izabrala **Strategiju S2** koju će provoditi u periodu 2018-2020. Izabrana strategija, odnosno indikatori izabrane strategije S2 u 2020. godini su u skladu sa smjernicama za upravljanje dugom, osim kada je u pitanju prosječno vrijeme refiksiranja i udio duga sa fiksnom kamatnom stopom. Na ove indikatore moglo bi se uticati na način da se krediti za realizaciju PJI 2018-2020 ugovaraju sa fiksnim kamatnim stopama gdje god uslovi kreditora to omogućavaju.

Tabela 18. Bruto finansiranje predviđeno u Strategiji 2 u mil. KM po instrumentima

Ukupno povlačenje po instrumentima		2018	2019	2020
Koncesionalni USD Fiksni	Vanjsko	121	116	49
Koncesionalni EUR Fiksni	Vanjsko	45	15	20
Koncesionalni USD Varijabilni	Vanjsko	0	0	0
Koncesionalni EUR Varijabilni	Vanjsko	640	506	385
IMF EFF USD Varijabilni	Vanjsko	0	0	0
T zapis DX Fiksni	Domaće	100	100	100
1-2y FCSB T obveznica DX Fiksni	Domaće	0	0	0
2-3y T obveznica DX Fiksni	Domaće	130	90	100
5-7y T obveznica DX Fiksni	Domaće	0	0	0
5y WCB T obveznica DX Fiksni	Domaće	0	0	0
5y Euro obveznica DX Fiksni	Vanjsko	0	0	0
10y T T obveznica DX Fiksni	Domaće	20	0	20
Ukupno		1.055	827	673

Tabela 19. Neto finansiranje predviđeno u Strategiji 2, u mil. KM po instrumentima

Ukupno povlačenje po instrumentima		2018	2019	2020
Koncesionalni USD Fiksni	Vanjsko	19	9	-68
Koncesionalni EUR Fiksni	Vanjsko	-14	-59	-61
Koncesionalni USD Varijabilni	Vanjsko	-15	-15	-15

³⁸ Projekcija BDP-a u dokumentu okvirnog budžeta Federacije BiH je možda preoptimistična

Koncesionalni EUR Varijabilni	Vanjsko	487	350	222
IMF EFF USD Varijabilni	Vanjsko	-205	-93	0
T zapis DX Fiksni	Domaće	0	0	-60
1-2y FCSB T obveznica DX Fiksni	Domaće	-41	0	0
2-3y T obveznica DX Fiksni	Domaće	-120	-40	0
5-7y T obveznica DX Fiksni	Domaće	130	40	-20
5y WCB T obveznica DX Fiksni	Domaće	0	-46	-40
5y Euro obveznica DX Fiksni	Vanjsko	0	0	0
10y T obveznica DX Fiksni	Domaće	0	0	20
Ukupno		262	146	-23

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 vladinog duga.

Smjernice za strukturu portfolija duga su sljedeće:

- Održavanje 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 dospeljeća ukupnog duga produžiti na 6,5 godina³⁹

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;
- Procenat refinansiranja duga: dug koji dospijeva unutar 12 mjeseci/jedne godine će iznositi maksimalno 15 % ukupnog neotplaćenog duga;
- Prosječno ponderisano dospeljeće portfolija duga produžiti na najmanje 6,5 godina

8.3 Kvantitativne strateške mete

Na osnovu trenutnog makroekonomskog okvira (DOB 2018-2020) praćenjem ovakve strategije zaduživanja na kraju 2020. godine mogao bi se očekivati slijedeće stanje po indikatorima rizika.

- prosječno vrijeme dospeljeća kredita (ATM) ne bi trebalo biti manje od 6,5 godina

³⁹ Smjernica iz Strategije upravljanja dugom 2016 – 2018 je bila: održavati prosječno vrijeme dospeljeća ukupnog duga iznad 6,5 godina. Obzirom da plan angažovanja sredstava za infrastrukturne projekte predviđen planom zaduživanja za 2017. godinu nije realizovan, došlo je do smanjenja oba indikatora: ATM i ATR-a.

- prosječno vrijeme refiksiranja kredita (ATR) će iznositi 3,1 godinu
- učešće servisiranja kamata po osnovu duga u prihodima će iznositi manje od 10%.

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

9. KOMUNIKACIJA SA TRŽIŠTEM

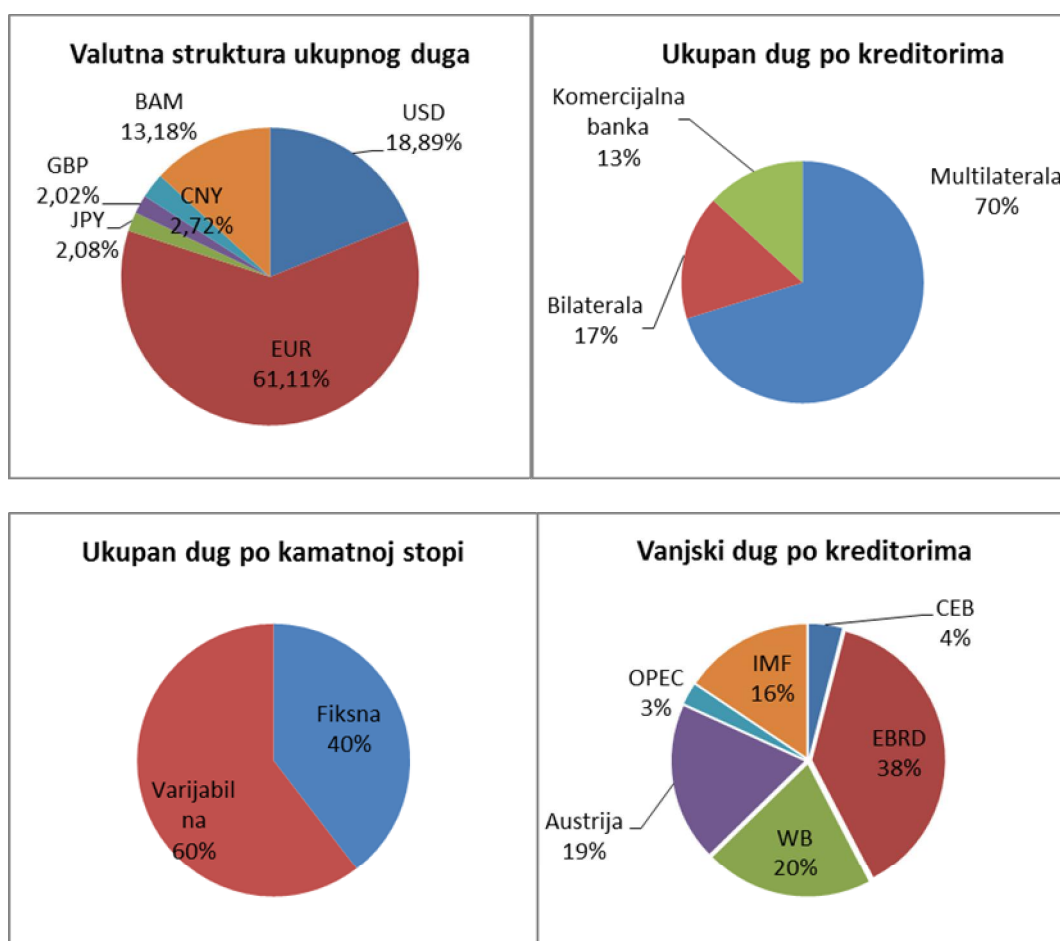
Ministarstvo finansija će održavati komunikaciju sa učesnicima na tržištu putem redovnih sastanaka i objavljivanjem ključnih informacija o dugu i vladinim politikama. Ministarstvo finansija će nastaviti da na svojoj internet stranici objavljuje indikativni kalendar aukcija vrijednosnih papira, kvartalne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

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 Bosne i Hercegovine na web stranici Ministarstva finansija i trezora BiH <http://www.mft.gov.ba>.

C. Srednjoročna strategija upravljanja dugom Brčko Distrikta

Na kraju 2016. odine ukupni dug Distrikta Brčko (DB) je iznosio 16,80 miliona USD ili 4,1 procenata BDP-a Distrikta, od čega je vanjski dug iznosio 14,6 miliona USD (3,55 procenata BDP-a Distrikta), a domaći dug 2,2 miliona USD (0,53 procenata BDP-a Distrikta). Udio vanjskog duga u ukupnom dugu je 87 procenata, a domaćeg 13 procenata. Vlada DB na kraju 2016. godine nije imala izdatih garancija. U valutnoj strukturi najveći procenat se odnosi na EURO valutu 61 % zatim slijedi USD, BAM, Kineski i Japanski jen i Britanska funta. Vanjski dug se sastoji od duga ugovorenog putem BiH (države) i duga kojeg su direktno ugovorile vlasti DB. Oko 70% ukupnog duga odnosi se na multilateralne kredite (EBRD, WB, IMF, CEB, OPEC-a) i jednog bilateralnog kreditora (Austrija) koji čini 17 % vanjskog duga. Domaći dug čini jedan zajam komercijalne banke po varijabilnoj kamatnoj stopi dok obveznice za staru deviznu štednju s dospeljećem od 2-3 i 5 godina koje su činile strukturu unutrašnjeg duga isplaćene su u toku 2016 god.

Slika 1. Distrikt Brčko: Struktura postojećeg duga na kraju 2016. godine



Izvor: Vlasti DB, MTDS tim

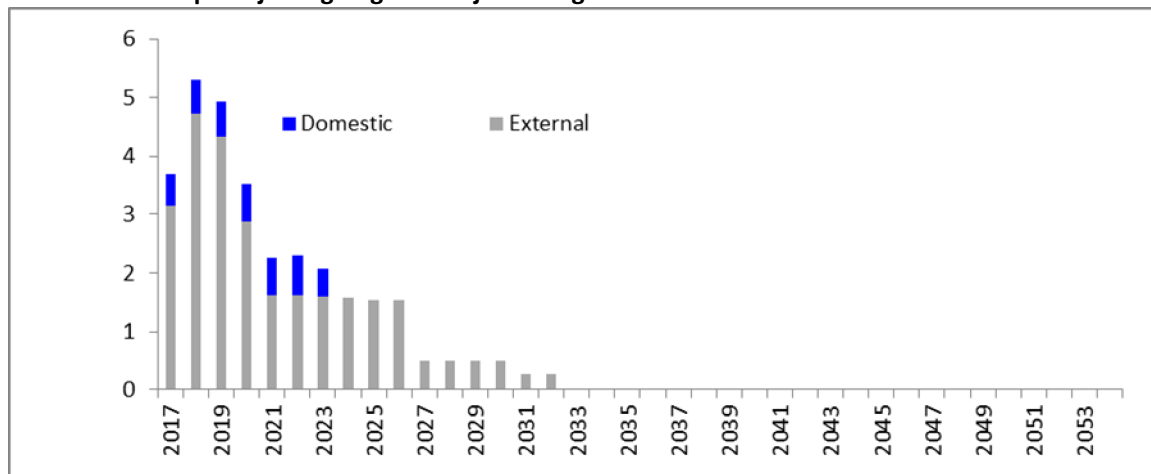
Obzirom na nizak omjer duga i BDP-a, rizik refinansiranja unutrašnjeg duga koji dospijeva u 1 godini je smanjen sa 56,5% koliko je iznosio u 2015. god. na 13,4%, dok kamatni rizik tj. kamate u 100% iznosu domaćeg duga će se refinansirati unutar jedne godine iz razloga što je u 2016. god. došlo do izmirenja obaveza po osnovu stare devizne štednje (Tabela 1). Pored toga, prosječno vrijeme dospeljća domaćeg duga od 3,5 godine je kraće u poređenju sa 4,7 godine za vanjski dug. Profil otplate (Slika 2)

naginje prema kraćem roku otplate domaćeg duga i vrhuncem otplate vanjskog duga u 2018. i 2019. godini. Portfelj ukupnog duga čini 40% duga sa fiksnom kamatnom stopom i ima relativno malu ponderisanu prosječnu kamatnu stopu od 1,8%.

Tabela 1. Indikatori troškova i rizika na kraju 2016. godine

Indikatori rizika		Vanjski dug	Unutrašnji dug	Ukupan dug
Iznos (u milionima KM)		27,1	4,1	31,2
Iznos (u millionima USD)		14,6	2,2	16,8
Nominal dug kao % BDP		3,5	0,5	4,1
Sadašnja vrijednost kao % BDP		3,1	0,5	3,7
Troškovi duga	Ponderisana prosječna kamatna stopa (%)	1,5	4	1,8
Rizik refinanciranja	ATM (godine)	4,7	3,5	4,5
	Dospijeće duga u 1 g (% ukupnog)	11,6	13,4	11,8
Kamatni rizik	ATR (godine)	2,8	0,5	2,5
	Refiksiranje duga u 1 g (% ukupnog)	60,2	100,0	65,4
	Fiksni dug (% total)	45,6	0,0	39,6
Valutni rizik	Vanski dug (% ukupan dug)			86,8
	Kratkor.dev.(%rez)			

Slika 2. Profil otplate javnog duga na kraju 2016. godine



Izvor: Vlasti DB, MTDS tim

MAKROEKONOMSKI OKVIR

DB ima uravnotežen tekući budžet, tako da je cjelokupno zaduživanje u svrhu kapitalnih rashoda. Glavni prioriteti za investicije su navedeni u „Razvojnoj strategiji Distrikta Brčko 2008.-2017. godine“. Oni se odnose na investicije u infrastrukturi, elektro strukturi i rekonstrukciji i izgradnji sekundarne vodovodne mreže. Lokalne vlasti su procijenile ukupne potrebe za investicionim zaduživanjem za svaku godinu (Tabela 2) na osnovu planiranih projekata (Rekonstrukcija Luke Brčko, Rekonstrukcija gradske bolnice i izgradnja novog porodilišta, Automatsko daljinsko očitavanje el. energije i upravljanje pametnim broilima, Rekonstrukcija i izgradnja sekundarne vodovodne mreže.) Na osnovu toga su ukupne potrebe za zaduživanjem zasnovane na isplatama uključene u MTDS analizu kao dio bruto finansijskih potreba.

Tabela 2. Glavni ekonomski indikatori 2017.-2020. godine

Godina	2017	2018	2019	2020
u mil KM				
Javni prihodi (uključujući grantove)	212	200	202	204
Primarni rashodi javnog sektora	211	199	201	203
Kamata	1	1	1	1
Rashodi	212	200	202	204
BDP	797	853	883	901
Potrebna zaduženja za investicije	14,1	40,2	21	15,7

IZVORI FINANCIRANJA

Glavni vanjski multilateralni kreditori su EBRD, Svjetska banka, IMF, OPEC, CEB i jedan bilateralni Austrija. U periodu MTDS-a (2017-2020. god), DB planira ići na diversificiranje financiranja od multilateralnih kreditora, npr. EBRD, OPEC, WB za financiranje infrastrukturnih i razvojnih projekata. U narednom periodu DB planira diversificirati izvore financiranja i na emisiju trezorskih obveznica dužeg dospelja (5 -7 godina) za dalji pristup domaćem tržištu ako zakon to omogući.⁴⁰

⁴⁰ Po sadašnjem zakonu, DB ne smije izdavati garancije niti dug u formi tržišnih vrijednosnica ili bilo kojeg drugog oblika tržišnog sporazuma.

Tabela 3. Distrikt Brčko: Sadašnji i potencijalni izvori financiranja

Sadašnji izvori financiranja	Potencijalni izvor financiranja
<i>Vanjski</i> - Multilateralni: EBRD, WB, IMF, OPEC, CEB - Bilateralni: Austrija	<i>Vanjski</i> - Multilateralni: EBRD, OPEC, WB (IBRD), - Bilateralni:
<i>Domaći</i> - Komercijalne banke - Obveznice (stara devizna štednja)	<i>Domaći</i> - Trezorske obveznice (rok 2-3, 5-7 godina)

Izvor: Vlasti DB i MTDS tim

ANALIZA SCENARIJA

Alternativne strategije zaduživanja

Strateški cilj Vladinog upravljanja dugom DB u periodu 2017-2020 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 4 strategije za MTDS analizu:

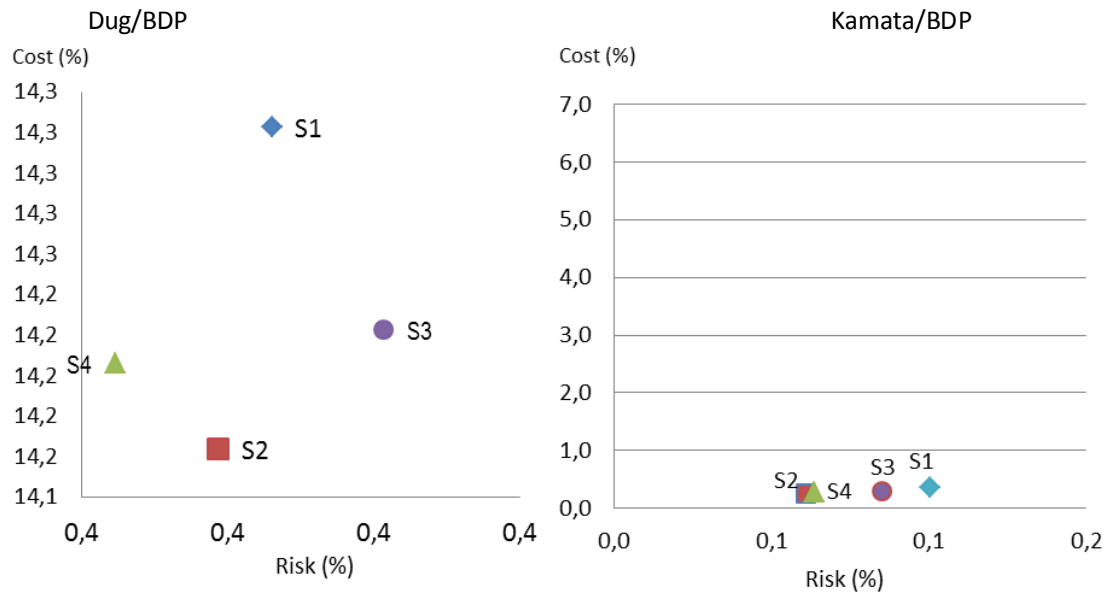
- **S1:** Razvoj domaćeg tržišta
- **S2:** Strategija preferiranja multilateralnih kreditora (nova zaduživanja u EUR sa fiksnom kamatnom stopom tamo gdje je moguće)
- **S3:** Strategija smanjivanja rizika kamtne stope (nova pozajmljivanja sa fiksnom kamatnom stopom)
- **S4:** Strategija smanjenja valutnog rizika (nova pozajmljivanja u EUR i BAM)

Analiza rizika i troškova alternativnih strategija zaduživanja

Na osnovu indikatora troškova i rizika na kraju 2020. godine S2: Strategija preferiranja multilateralnih kreditora (nova zaduživanja u EUR sa fiksnom kamatnom stopom tamo gdje je to moguće) je poželjna strategija zaduživanja, obzirom da ona nosi najniži trošak i rizik mjereno omjerima dug/BDP i kamata/BDP (Slika 3). Do kraja 2020 god. u strategiji S2 u poređenju sa ostalim strategijama najmanje povećanje nominalnog duga kao procenta BDP-a bi iznosio 14,16 procenata u poređenju sa sadašnjih 4,1 procenata na kraju 2016. godine (Tabela 4). U međuvremenu, implicirana kamatna stopa bi se neznatno povećavala s 1,8 procenta koliko je iznosila u 2016. godine na 2,0 procenta u 2020. godini. Što se tiče rizika, rizik refinanciranja bi se smanjio obzirom da se ATM (prosječno vrijeme do dospeljeća ukupnog duga) za cijeli portfelj duga povećavao s 4,5 na 8,3 godine, a kamatni rizik u poređenju sa sadašnjim nivoom imao bi takođe blago povećanje do kraja 2020.

godine. Razlog tome je povećanje zaduživanja u formi vanjskih varijabilnih instrumenata u eurima s 6 mil USD na 32 mil USD po Strategiji 2 (Tabela 5). Procenat fiksnog duga u ukupnom dugu s 40 procenata koliko je iznosio u 2016 godini bi se povećao na 51,3 procenata (2020. godina), dok bi se procenat duga u stranoj valuti povećao s 87 procenata (2016. godina) na 98,1 procenata do kraja 2020. godine. Na sve indikatore rizika utiče drastično povećanje ukupnog iznosa duga s 17 miliona USD na 70 miliona USD do kraja perioda.

Slika 3. Balans troškova i rizika alternativnih strategija na kraju 2020. godine



Izvor: Vlasti DB i MTDS tim

Tabela 4. Indikatori rizika i troškova različitih strategija na kraju 2020. godine

Indikatora rizika i troškova		2016	2020			
		Trenutno	S1	S2	S3	S4
Nominalni dug u % BDP		4,1	14,3	14,163	14,222	14,206
Sadašnja vrijednost duga u % BDP		3,7	13,2	11,8	12,3	12,2
Kamata u % BDP		0,1	0,4	0,2	0,3	0,3
Prosječna ponderisana kamata (%)		1,8	2,9	2,0	2,3	2,2
Rizik refinansiranja	Dospijeće duga u 1g (% ukupnog)	11,8	6,7	2,2	4,0	4,4
	Dospijeće duga u 1g (% BDP)	0,5	1,0	0,3	0,6	0,6
	ATM vanjski dug (godine)	4,7	7,5	8,4	8,3	8,1
	ATM unutrašnji dug (godine)	3,5	2,6	1,4	2,1	2,4
	ATM ukupni dug (godine)	4,5	5,4	8,3	7,3	7,2
Rizik kamatne stope	ATR (godine)	2,5	4,4	5,8	5,3	4,8
	Refiksiranje duga u 1 g (% ukupnog)	65,4	37,3	49,2	41,1	50,4
	Fiksni dug (% ukupnog)	39,6	64,8	51,3	61,1	51,8
Valutni rizik	Vanjski dug (% ukupan dug)	86,8	56,5	98,1	82,3	82,3
	Kratkor.dev.(%rez)					

Tabela 5. Stanje duga po instrumentima alternativnih strategija na kraju 2020. god.

U mil USD	2016	2020			
Stanje duga po instrumentima	Trenutno	S1	S2	S3	S4
Existing and New AfDF/Existing IDA	0	0	0	0	0
Concessional FX Fixed_EUR	3	14	30	11	25
Concessional FX Variable_EUR	6	9	32	25	29
Concessional FX Fixed_USD	3	11	6	21	3
Concessional FX Variable_USD	0	0	0	0	0
IMF SBA FX Variable_USD	2	7	1	1	1
Commercial DX Variable_BAM	2	9	1	1	4
T-Bills DX Fixed_BAM	0	1	0	0	0
T-Bonds 2-3yr DX Fixed_BAM	0	3	0	3	3
T-Bonds 5-7yr DX Fixed_BAM	0	18	0	8	5
T-Bonds 10yr DX Fixed_BAM	0	0	0	0	0
Vanjski	15	40	69	58	58
Unutrašnji	2	31	1	13	13
Ukupno	17	71	70	71	71

Preporuke

Menadžment za upravljanje javnim dugom DB preporučuje kao prihvatljivu strategiju preferiranja multilateralnih kreditora (u EUR sa fiksnom kamatnom stopom tamo gdje je moguće) prilikom novih zaduživanja za investicione projekte od ključnog značaja za ubrzaniji ekonomski rast i razvoj DB iz razloga što takva strategija obezbjeđuje prihvatljivi nivo troškova i rizika finansiranja, kao i iz razloga što su uslovi zaduživanja kod domaćih komercijalnih banaka još uvijek nepovoljni i što za sada ne 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.