

BOSNA I HERCEGOVINA
MINISTARSTVO FINANCIJA/
FINANSIJA I TREZORA



БОСНА И ХЕРЦЕГОВИНА
Министарство финансија и
финансија и трезора

BOSNIA AND HERZEGOVINA
MINISTRY OF FINANCE
AND TREASURY

Srednjoročna strategija upravljanja dugom Bosne i Hercegovine

Sarajevo, april 2017. godine

SADRŽAJ

SADRŽAJ	2
I SREDNJOROČNA STRATEGIJA UPRAVLJANJA DUGOM BiH	3
1. PRAVNI I INSTITUCIONALNI OKVIR	3
2. CILJEVI SREDNJOROČNE STRATEGIJE UPRAVLJANJA DUGOM BiH	4
3. OBUHVAT SREDNJOROČNE STRATEGIJE UPRAVLJANJA DUGOM BiH	4
4. PREGLED STRUKTURE, TROŠKOVA I RIZIKA POSTOJEĆEG DUGA	5
4.1. Struktura postojećeg duga.....	5
4.2. Troškovi i rizici postojećeg duga.....	6
5. MAKROEKONOMSKI OKVIR.....	8
6. IZVORI FINANSIRANJA.....	9
6.1. Vanjski izvori finansiranja	9
6.2. Unutrašnji izvori finansiranja	9
7. ANALIZA SREDNJOROČNE STRATEGIJE UPRAVLJANJA DUGOM BiH.....	9
7.1. Opis strategija upravljanja dugom entiteta i Brčko distrikta	10
7.2. Analiza troškova i rizika Srednjoročne strategije upravljanja dugom BiH	11
8. SMJERNICE	12
II SREDNJOROČNE STRATEGIJE UPRAVLJANJA DUGOM ENTITETA I BRČKO DISTRIKTA.....	13
A. SREDNJOROČNA STRATEGIJA UPRAVLJANJA DUGOM REPUBLIKE SRPSKE	13
B. STRATEGIJA UPRAVLJANJA DUGOM FEDERACIJE BiH.....	26
C. SREDNJOROČNA STRATEGIJA UPRAVLJANJA DUGOM BRČKO DISTRIKTA	45

I SREDNJOROČNA STRATEGIJA UPRAVLJANJA DUGOM BOSNE I HERCEGOVINE

Upravljanje dugom je proces donošenja i implementacije strategije upravljanja dugom u cilju prikupljanja potrebnog iznosa finansijskih sredstava, ispunjavanja ciljeva vezanih za rizike i troškove duga, kao i ispunjavanje svih ostalih ciljeva upravljanja dugom definisanim u strategiji, kao što su razvoj i održavanje efikasnog domaćeg tržišta hartija od vrijednosti.

Srednjoročna strategija upravljanja dugom operacionalizira te ciljeve i 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.

Izrada Srednjoročne strategije upravljanja dugom BiH je zasnovana na procesu „odozdo prema gore“, gdje su entiteti i Brčko distrikt BiH (DB) uradili svoje strategije upravljanja dugom. Vlade entiteta su usvojile 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.

Srednjoročna strategija upravljanja dugom BiH (MTDS BiH) predstavlja konsolidaciju srednjoročnih strategija upravljanja dugom Republike Srpske (RS), Federacije BiH (FBiH) i Brčko distrikta BiH, uključujući i vanjski dug Institucija BiH.

Predmetna Srednjoročna strategija upravljanja dugom 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 Srednjoročne strategije upravljanja dugom BiH

Osnovni cilj Srednjoročne strategija upravljanja dugom 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, odnosno za efikasno upravljanje troškovima zaduživanja i likvidnošću, te diverzifikaciju dužničkog portfelja.

3. Obuhvat Srednjoročne strategije upravljanja dugom BiH

Stanje javne zaduženosti Bosne i Hercegovine u 2015. godini iznosilo je 11.949,1 mil KM. Srednjoročna strategija upravljanja dugom BiH obuhvata dug¹ koji predstavlja direktnu ili indirektnu obavezu Institucija BiH, entiteta i DB, a što predstavlja 10.775,3 mil KM, odnosno 90,2% javne zaduženosti BiH.

U skladu sa navedenim, Srednjoročna strategija upravljanja dugom BiH obuhvata:

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

Srednjoročna strategija upravljanja dugom BiH ne obuhvata:

- Å Izdate vanjske državne garancije u BiH;
- Å Izdate unutrašnje garancije entiteta;

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

Ä Unutrašnji dug entiteta nastao direktnim zaduženjem opština, gradova, kantona, javnih preduzeća i fondova socijalne sigurnosti (osim duga Fonda PIO RS).

4. Pregled strukture, troškova i rizika postojećeg duga

4.1. Struktura postojećeg duga

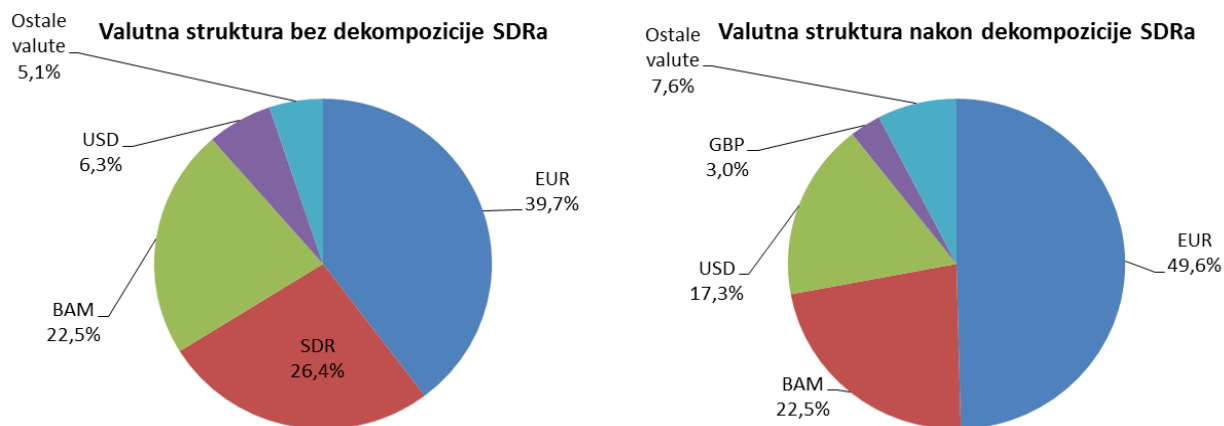
Ukupan dug uključen u Srednjoročnu strategiju upravljanja dugom BiH iznosi 10.775,3 mil KM na kraju 2015. godine, što predstavlja 36,7% BDPa i isti je prikazan u narednoj tabeli.

Tabela 1.: Ukupni dug BiH u 2015. godini

Opis	Dug (u mil KM)				Total	Nominalni dug kao % BDP ²
	Federacija BiH	Republika Srpska	Distrikt Brčko	Institucije BiH		
Vanjski dug	5.273,6	3.002,9	23,1	55, 8	8.355,4	28,5%
Unutrašnji dug	994,6	1.415,8	9,4	0	2.419,9	8,2%
Ukupni dug	6.268,2	4.418,8	32,5	55,8	10.775,3	36,7%

U ukupnom dugu, vanjski dug učestvuje sa 77,5%, a unutrašnji dug sa 22,5%. Udio duga ugovorenog po fiksnoj kamatnoj stopi u ukupnom dugu iznosi 60,9%, dok je udio duga ugovorenog po varijabilnoj kamatnoj stopi 39,1%. 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 31.12.2015. godine

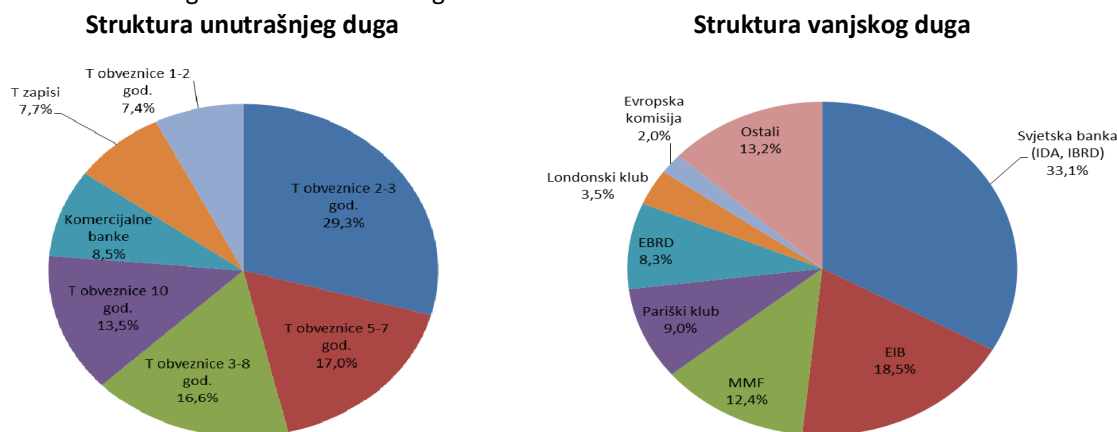


Vanjski dug uglavnom čine obaveze prema multilateralnim kreditorima (77,6%), a gotovo polovina portfelja vanjskog duga ugovorena je po varijabilnoj kamatnoj stopi (48,0%). Unutrašnji dug čine tržišni i netržišni instrumenti: trezorske obveznice (T-obveznice), trezorski zapisi (T-zapisi), krediti od komercijalnih banaka u zemlji, te obveznice emitovane za izmirenje obaveza nastalih po osnovu stare

² BDP = 29.329 mil KM (Program ekonomskih reformi BiH za 2017-2019. godinu)

devizne štednje i ratnih potraživanja. FBiH emituje T-zapise i obveznice na Sarajevskoj berzi, a RS na Banjalučkoj berzi, dok DB emituje obveznice i na Sarajevskoj i na 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 31.12.2015. 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 3,8%. Ovo je u najvećoj mjeri rezultat vanjskog koncesionalnog zaduživanja, kao i veoma niskih referentnih kamatnih stopa, te niske kamatne stope koje nose obveznice emitovane za staru deviznu štednju i ratna potraživanja.

Tabela 2. BiH: Indikatori troškova i rizika postojećeg duga

BOSNA I HERCEGOVINA				
Indikatori troškova i rizika		Vanjski dug	Unutrašnji dug	Ukupni dug
Iznos duga (milioni BAM)		8.355,4	2.419,9	10.775,3
Iznos duga (milioni USD)		4.667,6	1.351,8	6.019,5
Nominalni dug u % BDP		28,5	8,2	36,7
Sadašnja vrijednost duga u % BDP		24,2	8,3	32,5
Troškovi duga	Iznos kamate u odnosu na BDP (%)	0,4	0,3	0,7
	Prosječna ponderisana kamata (%)	1,3	3,8	1,9
Rizik refinansiranja	ATM (godine)	7,3	3,1	6,3
	Dospjeće duga u sljedećoj godini (% ukupnog)	7,2	25,1	11,2
	Dospjeće duga u sljedećoj godini (% BDP)	2,1	2,1	4,1
Kamatni rizik	ATR (godine)	4,5	2,8	4,1
	Dug koji se refiksira u sljedećoj godini (% ukupnog)	50,2	32,1	46,1
	Dug sa fiksnom kamatnom stopom (% ukupnog)	52,0	91,5	60,9
Valutni rizik	Vanjski dug (% ukupnog duga)			77,5
	Vanjski dug, isključujući dug u EUR (% od ukupnog)			37,8
	Kratkoročni vanjski dug (% rezervi)			7,4

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

Analiza strukture postojećeg vanjskog i unutrašnjeg duga pokazuje izloženost ukupnog duga prema sljedećim rizicima: rizik refinansiranja, rizik kamatne stope i valutni rizik.

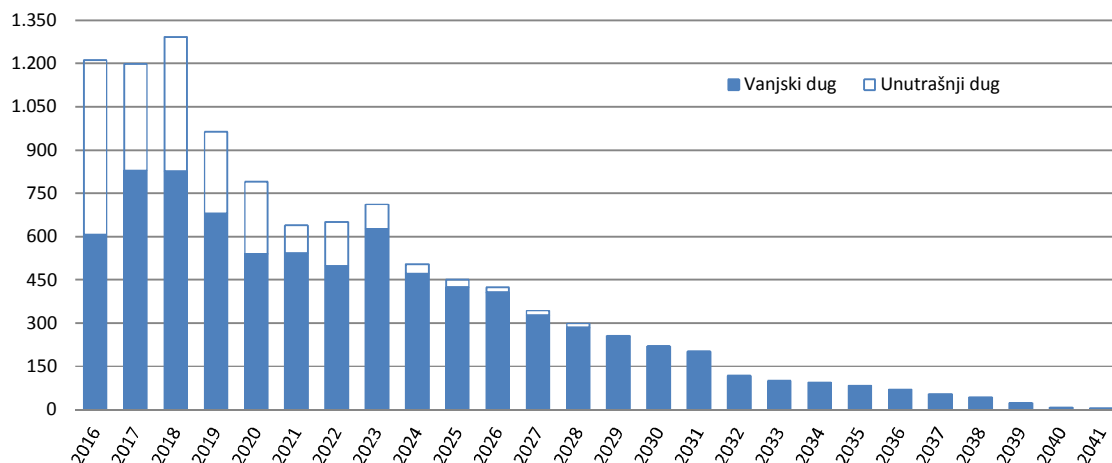
Valutni rizik pokazuje stepen izloženosti strukture ukupnog duga promjenama valutnih kurseva onih valuta koje se nalaze u portfoliju duga, rizik kamatne stope izloženost duga promjenama kamatnih stopa, a rizik refinansiranja pokazuje ročnu strukturu duga i izloženost iste instrumentima sa kratkoročnim dospijanjem.

Rizik refinansiranja je veći za unutrašnji dug i koncentrisan je na kratko do srednjoročni. Profil otplate (Slika 3.) ukazuje na pojačan servis ukupnog duga u kratkom i srednjem roku. Prosječno vrijeme do dospelja (ATM) za unutrašnji dug je 3,1 godine, u poređenju s 7,3 godina za vanjski dug. Relativno kraće prosječno dospelje unutrašnjeg duga se objašnjava većim učešćem T-zapisa i T-obveznica s kratkim rokom dospelja (1-3 godine) i obveznica s dužim rokom dospelja (T-obveznica i obveznica emitovanih za izmirenje ratnih potraživanja i stare devizne štednje), ali s amortizacionom otplatom. Kao rezultat navedenog, 25,1% unutrašnjeg duga dospijeva na naplatu za 1 godinu, u poređenju s 7,2% vanjskog duga. Kako bi se smanjio i ublažio rizik refinansiranja potrebno je produžiti ročnost ukupnog duga.

Rizik kamatne stope je veći za vanjski dug. Od ukupnog portfolija 60,9% duga je sa fiksnom kamatnom stopom. Oko polovine vanjskog duga i jedne trećine unutrašnjeg duga imaju kamatnu stopu koja se refiksira unutar 1 godine. Razlog ovako visokog procenta vanjskog duga koji se refiksira je što je skoro pola portfelja vanjskog duga ugovoreno po varijabilnoj kamatnoj stopi. Prosječno je potrebno 4,5 godina za refiksiranje, odnosno do promjene kamatnih stopa za vanjski dug, u poređenju s 2,8 godine za unutrašnji dug. U cilju smanjenja izloženosti ovom riziku potrebno je preferirati zaduživanje po fiksnoj kamatnoj stopi.

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 izloženost valutnom riziku 37,8% iako je učešće vanjskog duga u ukupnom dugu 77,5%. Postoji puna opredijeljenost za korištenje u budućnosti postojećeg modela monetarne i politike deviznog kursa zasnovanog na valutnom odboru i fiksnom kursu KM u odnosu na EUR, te pod tom pretpostavkom smanjenje valutnog rizika je moguće kroz povećanje zaduživanja u valutama EUR i KM.

Slika 3. Profil otplate postojećeg ukupnog duga



Projekcija otplate duga pokazuje pojačani teret otplate do 2019. godine, što je posljedica dospijea obaveza prema MMF-u po osnovu stand by aranžmana (IV SBA), kao i domaćih obveznica ročnosti 5-7 godina. Takođe, vidljiv je pojačani teret otplate 2023. godine zbog dospijea na naplatu kredita Evropske komisije „Makrofinancijska pomoć II“ za entitete i Institucije BiH u ukupnom iznosu od 50 miliona EUR.

5. Makroekonomski okvir

Makroekonomske projekcije (BDP, nominalni rast, realni rast, BDP deflator i inflacija mjerena indeksom potrošačkih cijena) korištene u Srednjoročnoj strategiji upravljanja dugom BiH su jednake projekcijama korištenim pri izradi Programa ekonomskih reformi BiH za 2017–2019. godinu.

U Tabeli 3. su prikazane makroekonomske pretpostavke korištene u analizi izrade Srednjoročne strategije upravljanja dugom BiH.

Tabela 3. Makroekonomske pretpostavke

	2015.	2016.	2017.	2018.	2019.
Nominalni BDP (u mil. KM)	29.329	30.264	31.644	33.279	35.016
Nominalni rast (u %)	3,9	3,2	4,6	5,2	5,2
BDP deflator (preth.godina=100)	100,9	101,1	101,2	101,3	101,2
Realni rast (u %)	3,0	3,1	3,4	3,8	4,0
Inflacija mjerena indeksom potrošačkih cijena u %	-1,0	-1,0	0,5	1,0	1,2
Budžetski prihodi ³ (u mil. KM)	4.496	5.504	5.716	5.831	5.938
Budžetski rashodi ⁴ (u mil. KM)	4.234	5.774	6.144	6.020	5.698
Rezerve u stranim valutama ⁵ (u mil. KM)	8.605	8.917	9.325	9.767	9.980

³ Zbir prihoda entiteta, DB i Institucija BiH koji su korišteni u izradi strategija.

⁴ Zbir rashoda entiteta, DB i Institucija BiH koji su korišteni u izradi strategija.

⁵ Izvor: Centralna banka BiH, projekcija neto deviznih rezervi za period 2016-2019. godine iz augusta 2016. god

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 4..

Tabela 4. Vanjski izvori finansiranja

Naziv kreditora	Kamatna stopa	Grejs period	Rok otplate	Valuta	Rizik
IBRD	Fiksna ili varijabilna	5 do 10	18 do 35	EUR	Rizik refiksiranja za varijabilnu
EVROPSKA KOMISIJA	Fiksna ili varijabilna	4 do 5	15 do 20	EUR	Rizik refiksiranja za varijabilnu
MMF	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
AUSTRIJA	Fiksna	3 do 7,5	10 do 15	EUR	Rizik refinansiranja
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 odredila rejting kuća S&P, te rejting B3 sa stabilnim izgledima koji je odredila rejting kuća Moody's.

6.2. Unutrašnji izvori finansiranja

FBiH i RS planiraju da izdaju trezorske zapise i trezorske obveznice. FBiH predviđa izdavanje obveznica ročnosti 3, 5 i 7 godina, dok RS planira izdavanje obveznica ročnosti 3, 5, 7 i 10 godina sa „bullet“ otplatom, a DB ne planira izdavati obveznice.

7. Analiza Srednjoročne strategije upravljanja dugom BiH

Kao što je već rečeno, Srednjoročna strategija upravljanja dugom BiH predstavlja konsolidaciju strategija entiteta i DB, uključujući vanjski dug Institucija 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 kurseva (opadanje vrijednosti KM u odnosu na USD). 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.

7.1. Opis strategija upravljanja dugom entiteta i Brčko distrikta

FBiH je odabrala strategiju⁶ po kojoj bi se zaduživanje FBiH vršilo u skladu sa PJI 2017–2019, i potpisanim sporazumom sa MMF-om, te refinansiranjem hartija od vrijednosti Vlade FBiH na domaćem tržištu. Prema ovoj strategiji, uslovi pod kojima bi se FBiH trebala zadužiti za finansiranje razvojnih projekata bi trebali pretežno uključivati fiksne kamatne stope uz preferiranu valutu EUR. Budžetska podrška bi se finansirala iz tekućih sredstava, MMF-a, emisijom trezorskih zapisa, te emisijom trogodišnjih i petogodišnjih tržišnih obveznica u obimu koji osigurava dalji razvoj domaćeg tržišta.

Strategija diverzifikacije instrumenata i izvora finansiranja je preferirana i usvojena strategija Vlade RS⁷. Prema ovoj strategiji, 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 (MMF, Evropska komisija, WB), tako i domaći izvori finansiranja. Na spoljnom tržištu diverzifikacija instrumenata vrši se ispitivanjem uslova i procedura za emitovanje evroobveznica, dok se na domaćem tržištu diverzifikacija instrumenata vrši uvođenjem obveznica ročnosti 3, 5, 7 i 10 godina sa „bullet“ otplatom, uz održavanje obima obveznica ročnosti 7 i 10 godina, 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.

DB preferira 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 strategija⁸ omogućava najniži trošak finansiranja uz smanjenje rizika refinansiranja i valutnog rizika uz prihvatljivi nivo rizika kamatne stope. 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).

⁶ Identifikovana kao strategija S1 u Strategiji upravljanja dugom FBiH

⁷ Identifikovana kao strategija S3 u Srednjoročnoj strategiji upravljanja dugom RS

⁸ Identifikovana kao strategija S2 u Srednjoročnoj strategiji upravljanja dugom DB

U skladu sa navedenim, entiteti i DB preferiraju zaduživanje u valuti EUR po fiksnoj kamatnoj stopi tamo gdje je moguće. Pored toga, FBiH i RS namjeravaju da razvijaju domaće tržište izdavajući trezorske zapise i trezorske obveznice dužeg roka dospeljeća.

Trenutna struktura duga Institucija BiH pokazuje da je cjelokupni dug Institucija BiH vanjski dug u valuti EUR sa učešćem fiksne kamatne stope od 70,7%, prosječno vrijeme do dospeljeća je 6,9 godina, dok 5,8% duga dospeljeva u narednoj godini. Analiza strukture duga Institucija BiH je pokazala da je dug jedino izložen riziku promjene kamatne stope. Institucije BiH u posmatranom periodu ne planiraju nova zaduženja osim povlačenja po većim postojećim ugovorenim kreditima, a u slučaju potrebe za novim vanjskim finansiranjem primjenjivat će smjernice definisane Srednjoročnom strategijom upravljanja dugom BiH.

7.2. Analiza troškova i rizika Srednjoročne strategije upravljanja dugom BiH

U Tabeli 5. su prikazani indikatori troškova i rizika Strategije BiH na kraju 2019. godine, kao i indikatori troškova i rizika duga BiH na kraju 2015. godine.

Tabela 5.: Indikatori troškova i rizika postojećeg duga i izabrane Strategije BiH

Indikatori troškova i rizika		2015	2019.
		BiH	Strategija BiH
Nominalni dug u % BDP		36,7	32,7
Sadašnja vrijednost duga u % BDP		32,5	29,2
Iznos kamate u odnosu na BDP (%)		0,7	0,7
Prosječna ponderisana kamatna stopa (%)		1,9	2,0
Rizik refinansiranja	Dospjeće duga u sljedećoj godini (% ukupnog)	11,2	8,9
	Dospjeće duga u sljedećoj godini (% BDP)	4,1	2,9
	ATM vanjski dug (godine)	7,3	7,2
	ATM unutrašnji dug (godine)	3,1	3,3
	ATM ukupni dug (godine)	6,3	6,5
Kamatni rizik	ATR (godine)	4,1	4,4
	Dug koji se refiksira u 1 g (% ukupnog duga)	46,1	41,4
	Dug po fiksnoj kamati (% ukupnog duga)	60,9	65,3
Valutni rizik	Vanjski dug (% ukupnog duga)	77,5	82,2
	Vanjski dug, isključujući dug u EUR (% od ukupnog)	37,8	36,2
	Kratkoročni vanjski dug (% rezervi)	7,4	5,5

Analiza pokazuje da će se na kraju posmatranog perioda odnos duga i BDP-a i odnos sadašnje vrijednosti duga i BDPa smanjiti u odnosu na trenutno stanje, odnosno poboljšaće se indikatori solventnosti. Prosječna kamatna stopa se neće znatno povećati zbog korištenja dostupne podrške multilateralnih kreditora.

Prosječno vrijeme do ponovog fiksiranja (ATR) i prosječno vrijeme do dospijeca (ATM) prema strategiji će se produžiti u odnosu na trenutno stanje zbog uticaja većeg vanjskog zaduživanja po fiksnoj kamatnoj stopi, kao i planiranog izdavanja dugoročnih domaćih instrumenata. Udio duga sa uslovima fiksnih kamatnih stopa povećava se do 65,3% prema strategiji u odnosu na trenutni nivo. Sve ovo ukazuje da strategija obezbjeđuje smanjenje rizika kamatne stope i rizika refinansiranja u odnosu na trenutno stanje.

Učešće vanjskog duga u ukupnom dugu (82,2%), povećava se u odnosu na trenutno stanje. Povećanje učešća vanjskog duga u ukupnom dugu je rezultat 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 smanjit će se u odnosu na trenutno stanje što će uticati na smanjenje izloženosti ukupnog duga promjenama valutnih kurseva. Učešće kratkoročnog vanjskog duga u državnim rezervama prema strategiji se poboljšava u odnosu na trenutno stanje.

8. Smjernice

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

Analiza pokazuje da su potrebne značajne mjere u cilju smanjenja rizika refinansiranja, rizika kamatne stope i valutnog rizika. S tim u vezi, za državni vanjski dug operativne smjernice utvrđene ranije biće zadržane i za period 2017-2019. godina, kako slijedi:

- Kod novog vanjskog zaduživanja, gdje je moguće birati vrstu kamatne stope, trebalo bi preferirati fiksnu kamatnu stopu (osim ako analiza ne ukazuje na snažnu argumentaciju za izbor promjenljive kamatne stope).
- 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 Srednjoročne strategije upravljanja dugom Bosne i Hercegovine. 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 dospijeca domaćih hartija od vrijednosti.

II SREDNJOROČNE STRATEGIJE UPRAVLJANJA DUGOM ENTITETA I BRČKO DISTRIKTA

S obzirom da MTDS BiH predstavlja konsolidaciju srednjoročnih strategija upravljanja dugom Republike Srpske, Federacije BiH i Brčko distrikta BiH, uključujući i vanjski dug Institucija BiH, u ovom poglavlju su prikazane navedene strategije.

A. Srednjoročna strategija upravljanja dugom Republike Srpske

1. Ciljevi i pretpostavke

Srednjoročna strategija upravljanja dugom Republike Srpske⁹ (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);

⁹ dostupno na portalu www.vladars.net

- 2) Projekcijama makroekonomskih pokazatelja i fiskalnog okvira prikazanim u dokumentu ERP RS 2017-2019¹⁰ (Tabela 1 i 2);
- 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, osim duga Fonda za penzijsko-invalidsko osiguranje RS (u daljem tekstu: Fond PIO RS) koji je 01.01.2016. godine prešao na trezorski sistem poslovanja;
- 5) Emitovanje obveznica po osnovu ratne štete i stare devizne štednje, vršiće se u skladu sa projekcijama uključenim u ERP RS 2017-2019;
- 6) Centralna Banka Bosne i Hercegovine (u daljem tekstu: CB BiH) nastaviće da održava monetarnu stabilnost u skladu sa aranžmanom valutnog odbora, prema odredbama Zakona o Centralnoj Banci, i neće izdavati hartije od vrijednosti na domaćem tržištu;
- 7) Kreditni rejting Bosne i Hercegovine i Republike Srpske neće biti snižen u srednjem roku¹¹;
- 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 banke¹²;
- 10) Zajmodavci će nuditi sredstva po prihvatljivim uslovima.

Tabela 1. Pregled makroekonomskih pokazatelja za period 2012-2015. god., procjena za 2016. i projekcije za period 2017-2019. god.

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
BDP								
BDP nominalni, u mil. KM	8.585	8.761	8.847	9.153	9.501	9.890	10.325	10.790
Broj stanovnika - u mil.	1,4	1,4	1,4	1,4	1,4	1,4	1,4	1,4
BDP po stanovniku u KM	6.006	6.146	6.225	6.465	6.725	7.015	7.340	7.686
% rasta BDP-a, nominalno	-1,1	2,1	1,0	3,5	3,8	4,1	4,4	4,5
% rasta BDP-a, realno	-1,1	1,9	0,2	2,6	2,9	3,0	3,2	3,3
Inflacija mjerena indeksom potrošačkih cijena (CPI), prosječna god. stopa	2,1	0,0	-1,2	-1,4	-1,2	0,1	1,1	1,4
realne stope rasta %								
Realni rast BDP-a	-1,1	1,9	0,2	2,6	2,9	3,0	3,2	3,3
Privatna potrošnja	2,9	1,8	2,1	1,9	1,9	2,1	2,2	2,2
Potrošnja države	2,6	0,8	2,0	-1,8	1,1	0,8	0,9	0,7
Bruto investicije u stalna sredstva	11,0	-5,0	5,4	-0,2	3,1	3,2	3,4	3,8
nominalne stope rasta %								
Prosječne neto plate u KM	818	808	825	831	836	843	850	859
Uvoz roba u mil. KM	4.488	4.558	4.946	4.369	4.346	4.503	4.719	4.955
Uvoz roba, godišnji rast u %	-2,0	1,6	8,5	-11,7	-0,5	3,6	4,8	5,0
Izvoz roba u mil. KM	2.375	2.604	2.692	2.614	2.792	2.956	3.169	3.404
Izvoz roba, godišnji rast u %	-7,3	9,7	3,4	-2,9	6,8	5,9	7,2	7,4
Pokrivenost uvoza izvozom u %	52,9	57,1	54,4	59,8	64,2	65,7	67,2	68,7
Stopa nezaposlenosti %	25,6	27,0	25,7	25,2	24,8	24,4	24,0	23,6

Izvor: ERP RS 2017-2019. godine, MF RS

¹⁰ Dokumentom ERP RS 2017-2019 predstavljene su detaljne pretpostavke makroekonomskih projekcija i fiskalnog okvira i rizici njihovog ostvarivanja.

¹¹ [Aktuelni kreditni rejting BiH](#) je **BB** sa stabilnim izgledima (prema ocjeni kreditne agencije Standard and Poors), te **BB3** sa stabilnim izgledima (prema ocjeni kreditne agencije Moody's). Prema posljednjoj ocjeni (kreditne agencije Moody's) kreditni rejting Republike Srpske je **BB3** sa stabilnim izgledima.

¹² Evropska centralna banka; [Saopćenje za javnost od 08.12.2016. godine](#)

Tabela 2: Fiskalni okvir za period 2016-2019¹³

	Proc. izvrš. 2016	Budžet 2017	ERP RS 2018	ERP RS 2019
A. BUDŽETSKI PRIHODI (I+II+III+IV)	2.469,1	2.571,7	2.638,1	2.693,6
I Poreski prihodi	2.288,9	2.369,6	2.434,3	2.485,1
II Neporeski prihodi	180,2	202,1	203,8	208,5
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)	2.336,8	2.424,4	2.407,7	2.411,1
I Tekući rashodi	2.228,9	2.286,8	2.275,3	2.275,3
II Transferi između budžetskih jedinica	103,5	131,1	127,3	130,7
III Budžetska rezerva	4,4	6,5	5,0	5,0
C. BRUTO BUDŽETSKI SUFICIT/DEFICIT (A-B)	132,3	147,3	230,4	282,5
D.NETO IZDACI ZA NEFINANSIJSKU IMOVINU	-32,2	-78,7	-54,9	-63,6
E. BUDŽETSKI SUFICIT/DEFICIT (C+D)	100,2	68,6	175,5	218,9
F. NETO FINANSIRANJE (G+H)	-100,2	-68,6	-175,5	-218,9
G. NETO PRIMICI OD FINANSIJSKE IMOVINE	1,0	0,1	0,0	0,2
H. NETO ZADUŽIVANJE	-101,2	-68,8	-175,5	-219,1

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

Dug koji je obuhvaćen Strategijom iznosi 5,3 milijarde KM (2,9 milijardi USD) tj. 48,3% BDP-a, na dan 31.12.2015. godine. Spoljni dug iznosi 68,0% ukupnog posmatranog duga (3,0 milijardi KM ili 1,7 milijardi USD, što čini 32,8% BDP-a), dok unutrašnji dug iznosi 32,0% ukupnog posmatranog duga (2,3 milijarde KM ili 1,3 milijardi USD, što čini 15,5% BDP-a).

Spoljni dug obuhvaćen Strategijom sastoji se od:

- 1) relevantnog spoljnog duga, tj. zajmova ugovorenih posredstvom Ministarstva finansija i trezora BiH;
- 2) direktnog spoljnog duga (dug direktno ugovoren sa spoljnim kreditorima); i
- 3) "starog" spoljnog duga (dug nastao do 02.04.1992. godine).

Spoljni dug je prvenstveno ugovoren sa multilateralnim kreditorima (79,1% ukupnog spoljnog duga). Najveći iznos duga prema multilateralnim kreditorima predstavljaju obaveze prema Svjetskoj banci - IDA i IBRD (u daljem tekstu: WB), Evropskoj banci za obnovu i razvoj (u daljem

¹³ Prezentovani fiskalni okvir obuhvata budžet Republike Srpske u užem smislu riječi, tj. opći fond 01 (prihodi, rashodi, te finansiranje budžeta Republike).

tekstu: EBRD), Evropskoj investicionoj banci (u daljem tekstu: EIB), te Međunarodnom monetarnom fondu (u daljem tekstu: IMF).

Unutrašnji dug obuhvaćen Strategijom sastoji se od:

- 1) trezorskih zapisa i srednjoročnih obveznica;
Stanje duga po trezorskim zapisima sa 31.12.2015. godine iznosi 86,7 miliona KM (48,5 miliona USD). Rok dospijea po ovim hartijama od vrijednosti je 6 mjeseci. Stanje duga po srednjoročnim obveznicama sa 31.12.2015. godine iznosi 534,5 miliona KM (298,6 miliona USD). Rok dospijea ovih obveznica je 4 i 5 godina (sa amortizacionom otplatom) i 7 godina (sa jednokratnom otplatom).
- 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 dospijea 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 dospijea 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 dospijea 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 31.12.2015. godine iznosi 366,8 miliona KM (204,9 miliona USD).
- 3) komercijalnih kredita kod domaćih banaka;
Stanje duga po ovim kreditima na dan 31.12.2015. godine iznosi 256,8 miliona KM (143,5 miliona USD). Ovi krediti otplaćuju se uz fiksnu ili varijabilnu kamatnu stopu, sa rokom dospijea od 4-12 godina i grejs periodom od 1-2 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 31.12.2015. godine, iznosi 131,3 miliona KM (73,3 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 dospijea obaveza po procijenjenim emisijama (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 31.12.2015. godine, iznosi 403,5 miliona KM (225,4 miliona USD).

2.2. Implementacija strategije u 2015. godini

Smjernice upravljanja dugom definisane, po prvi put, dokumentom Strategija upravljanja dugom Republike Srpske za period 2015-2018. godine nisu mogle biti implementirane u 2015. godini, s obzirom da je dokument usvojen na kraju 2015. godine i da su dešavanja u 2015. godini zadate veličine. Sljedećom tabelom predstavljeni su strategijom utvrđeni indikatori, te evaluacija istih.

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

Cilj	Indikator	Vrijednosti	
		utvrđene strategijom	na kraju 2015
Upravljanje valutnim rizikom			
	Spoljni dug, isključujući dug u EUR (% ukupnog posmatranog duga)	≤ 35	34,8
Razvoj domaćeg tržišta			
	Unutrašnji dug (% ukupnog posmatranog duga)	≥ 25	32,1
Upravljanje rizikom refinansiranja			
	Prosječno vrijeme do dospelja, u godinama (ATM) ¹⁴	≥ 4	6,1
	Kratkoročni dug - originalne ročnosti (% prihoda ostvarenih u prethodnoj godini)	≤ 8	5,4
Upravljanje rizikom kamatnih stopa			
	Dug po fiksnim uslovima (% ukupnog posmatranog duga)	≥ 60	62,5
Upravljanje troškovima duga			
	Ponderisana prosječna kamatna stopa (WAIR) ¹⁵ (%)	≤ 3,5	2,2

Izvor: MF RS

Uopšteno gledajući, postojeći portfolio karakteriše nizak nivo troškova. Ponderisana prosječna kamatna stopa ukupnog duga je 2,2%, spoljnog duga 1,2%, a unutrašnjeg duga 4,5%. 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.

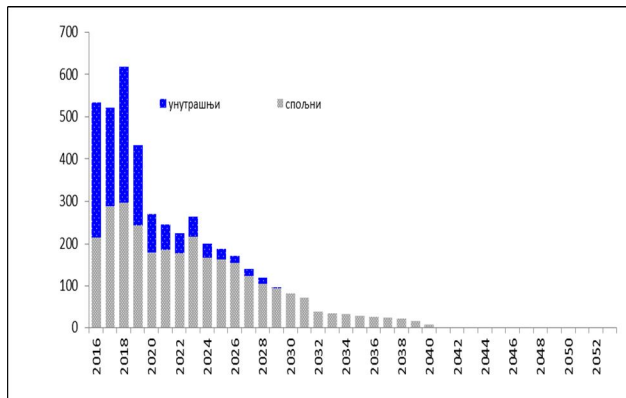
Valutni rizik je umjeren. Od ukupnog portfolija, 32,0% je denominovano u konvertibilnim markama, dok je 35,4% denominovano u evru. S obzirom na važeći aranžman valutnog odbora, kojim je domaća valuta vezana za EUR, samo je 32,6% ukupnog portfolija izloženo valutnom riziku (tj. 23,6% ukoliko se SDR dekomponuje na sastavne valute i isključi dio zasnovan na EUR-u). U USD je denominovano 4,6% portfolija (tj. 14,6% 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.

¹⁴ Average time to maturity, ATM

¹⁵ Weighted average interest rate, WAIR

Rizik refinansiranja je umjeren. Od ukupnog portfolija, 62,5% je ugovoreno sa fiksnim uslovima. Prosječno vrijeme do dospelja posmatranog portfolija je 6,1 godina. Prosječno vrijeme do dospelja spolnog duga je 7,6 godina, što je rezultat dugoročnih koncesionih zajmova, a prosječno vrijeme do dospelja unutrašnjeg duga je 3,2 godine. Od ukupnog posmatranog duga, 22,5% unutrašnjeg duga dospeljeva u roku od godinu dana, što je rezultat izmjena dinamike izmirenja projektovanog unutrašnjeg duga (usljed presuda Evropskog suda za ljudska prava), te emitovanja trezorskih zapisa u svrhu aktivnog upravljanja likvidnošću. Profil otplate, prikazan Grafikonom 1., pokazuje povećanje otplate spolnog i unutrašnjeg duga u narednim godinama, posebno u 2018. godini kada za otplatu dospeljevaju značajne obaveze po osnovu unutrašnjeg duga u vidu srednjeročnih obveznica i dugoročnih kredita, dok je nagli skok u otplati spolnog duga rezultat dospelja 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)	3.002,9	1.415,8	4.418,8
Iznos (u milionima USD)	1.677,5	790,9	2.468,5
Nominalni iznos duga u odnosu na BDP (%)	32,8	15,5	48,3
Sadašnja vrijednost duga u odnosu na BDP (%)	25,6	15,5	41,1
Trošak zaduživanja			
Iznos kamate u odnosu na BDP (%)	0,4	0,7	1,1
Prosječna ponderisana kamatna stopa, u % (WAIR)	1,2	4,5	2,2
Rizik refinansiranja			
Prosječno vrijeme do dospelja, u godinama (ATM)	7,6	3,2	6,1
Dug koji dospeljeva u roku od godinu dana (% od ukupnog)	7,1	22,5	12,1
Dug koji dospeljeva u roku od godinu dana (% BDP-a)	2,3	3,5	5,8
Rizik kamatne stope			
Prosječno vrijeme do refiksiranja, u godinama (ATR) ¹⁶	4,7	2,8	4,1
Dug koji se refiksira u roku od godinu dana (% od ukupnog)	50,7	34,2	45,4
Dug sa fiksnom kamatnom stopom (% od ukupnog)	51,5	85,8	62,5
Valutni rizik			
Spoljni dug (% od ukupnog)			68,0
Kratkoročni spoljni dug (u % deviznih rezervi)			7,4

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 povoljni indikatori troškova i rizika, zahvaljujući značajnoj zastupljenosti koncesionih izvora finansiranja, te obveznica za izmirenje obaveza po osnovu unutrašnjeg duga sa niskim troškovima i dugim rokom dospelja. S obzirom da će u budućnosti koncesioni izvori finansiranja biti manje

¹⁶ Average time to refixing, ATR

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 (2017-2019), prethodno pomenuti ciljevi će biti ostvareni kroz strategiju *diverzifikacije izvora finansiranja i instrumenata*, koja je, od ukupno četiri analizirane, izabrana kao preferirana strategija¹⁷. Ova strategija obezbjeđuje najniže 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 2015. 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 (mjeran prosječnim vremenom do dospijeća), rizik kamatne stope (mjeran 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 (mjeran nominalnim iznosom spoljnog duga, isključujući dug u EUR, kao i učešćem kratkoročnog spoljnog duga u deviznim rezervama).

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

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

¹⁷ Za više detalja o rezultatima analize pogledati Prilog 2.

- 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 dospijeća 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 31.12.2015.	
				u mil. KM	u mil. USD
1	Ukupan dug u skladu sa Zakonom (1.1.+1.2.+2.a.)		100,0%	5.277,1	2.948,0
1.1.	Spoljni dug		57,1%	3.012,1	1.682,7
1.1.1.	Republike Srpske			1.951,4	1.090,1
1.1.1.1.	Relevantan spoljni dug	✓	Direktna obaveza sa jasnom obavezom otplate	1.935,0	1.081,0
1.1.1.2.	Relevantan spoljni dug-PK Njemačka	X	Direktna obaveza ali nije utvrđen način otplate	9,1	5,1
1.1.1.3.	Direktan spoljni dug	✓	Direktna obaveza sa jasnom obavezom otplate	7,4	4,1
1.1.2.	Jedinica lokalne samouprave			79,1	44,2
1.1.2.1.	Relevantan spoljni dug	✓	Indirektna obaveza sa jasnom obavezom otplate	79,1	44,2
1.1.3.	Javnih preduzeća i IRB-a			981,6	548,4
1.1.3.1.	Relevantan spoljni dug	✓	Indirektna obaveza sa jasnom obavezom otplate	927,4	518,1
1.1.3.3.	Direktan spoljni dug	✓	Indirektna obaveza sa jasnom obavezom otplate	54,2	30,3
1.2.	Unutrašnji dug		42,8%	2.260,4	1.262,7
1.2.1.	Republike Srpske			1.614,6	902,0
1.2.1.1.	projektovani unutrašnji dug			937,2	523,5
1.2.1.1.1.	Emitovane dužničke obveznice (SDŠ, RŠ, OO)	✓	Direktna obaveza sa jasnom obavezom otplate	366,8	204,9
1.2.1.1.2.	Planirane emisije dužničkih obveznica (RŠ)	✓	Direktna obaveza sa jasnom obavezom otplate	35,6	19,9
1.2.1.1.3.	Planirane emisije dužničkih obveznica (SDŠ, RŠ, OO)	X	Direktna obaveza koja zavisi od procesa verifikacije	366,0	204,5
1.2.1.1.4.	Gotovinske isplate (OO, RŠ, SDŠ)	✓	Direktna obaveza sa jasnom obavezom otplate	131,3	73,3
1.2.1.1.5.	Planirane gotovinske isplate (OO, RŠ, SDŠ)	X	Direktna obaveza koja zavisi od procesa verifikacije	37,4	20,9
1.2.1.2.	Likvidne dugoročne obveznice	✓	Direktna obaveza sa jasnom obavezom otplate	534,5	298,6
1.2.1.3.	Trezorski zapisi	✓	Direktna obaveza sa jasnom obavezom otplate	86,8	48,5
1.2.1.4.	Zajmovi kod komercijalnih banaka	✓	Direktna obaveza sa jasnom obavezom otplate	56,2	31,4
1.2.2.	Jedinica lokalne samouprave	X	Nije direktna niti indirektna obaveza	306,9	171,4
1.2.3.	Fondova socijalne sigurnosti			338,9	189,3
1.2.3.1.	Direktno zaduženje	X	Nije direktna niti indirektna obaveza	138,3	77,2
1.2.3.2.	Indirektno zaduženje	✓	Indirektna obaveza sa jasnom obavezom otplate	200,6	112,1
2	Garancije (a+b+c)			309,9	173,1
a	Aktivirane garancije RS	✓	Izdate garancije koje su aktivirane i konvertovane u dug	4,7	2,6
b	Neaktivirane garancije RS	X	Izdate garancije RS koje nisu aktivirane	305,3	170,5
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		83,8%	4.419,4	2.468,9
4	Ukupan dug isključen iz srednjoročne strategije upravljanja dugom		16,2%	857,7	479,1

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 procjenom izvršenja budžeta Republike Srpske), te struktura izvora finansiranja po osnovu odobrenih investicionih projekata (utvrđena za period 2016-2019. 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), kao i preuzimanje duga Fonda PIO RS u 2016. godini. Varijacije u strategijama odnose se prvenstveno na izvore potrebne za finansiranje budžetskih izdataka (uključujući izdatake za otplatu, tj. refinansiranje duga) za naredne 3 godine - 49% ukupnih potreba za finansiranjem u čitavom posmatranom periodu.

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, Evropska komisija, WB), tako i domaći izvori finansiranja. Na spoljnom tržištu diverzifikacija instrumenata vrši se ispitivanjem uslova i procedura za emitovanje evroobveznica, dok se na domaćem tržištu diverzifikacija instrumenata vrši uvođenjem 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.
- **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	0,9%	1,0%	3,4%	0,9%
Spoljni fiksni USD	12,6%	12,7%	12,6%	12,2%
Spoljni fiksni EUR	16,2%	16,5%	18,0%	15,5%
IMF varijabilni USD	8,5%	1,5%	14,1%	1,4%
Evroobveznice	0,0%	49,5%	0,0%	0,0%
Domaći trezorski zapisi fiksni	14,5%	10,0%	14,6%	22,5%
Domaće obveznice 3 g. fiksne	5,5%	0,9%	2,5%	18,4%
Domaće obveznice 5 g. fiksne	17,3%	3,0%	10,0%	15,5%
Domaće obveznice 7 g. fiksne	14,0%	2,4%	14,7%	8,5%
Domaći krediti do 10 g. fiksni	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%
Domaće obveznice 10 g. fiksne	9,7%	1,7%	9,3%	4,4%
Spoljni izvori	39%	81%	48%	30%
Domaći izvori	61%	19%	52%	70%

Izvor: MF RS

III. Troškovi i rizici posmatranih strategija

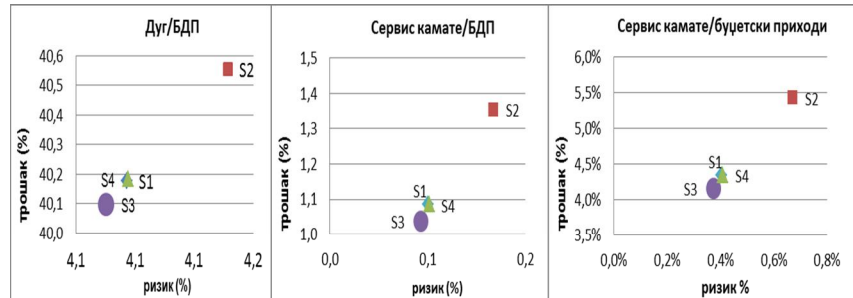
Posmatrane strategije su analizirane primjenom osnovnog i alternativnih scenarija pod uticajem primijenjenih šokova. Ključni indikatori troškova izračunati su kako bi se utvrdila osjetljivost strategija na primijenjene šokove. Odnos duga i BDP-a je važan pri analiziranju onih promjena u stanju duga koje 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 2019. 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 posmatranih strategija na kraju 2019. godine

	2015	S1	S2	S3	S4
Nominalni iznos duga u odnosu na BDP (%)	48,3	40,2	37,5	40,1	40,2
Sadašnja vrijednost duga u odnosu na BDP (%)	41,1	35,5	36,2	35,1	35,8
Trošak zaduživanja					
Iznos kamate u odnosu na BDP (%)	1,1	1,1	1,4	1,0	1,1
Prosječna ponderisana kamatna stopa, u % (WAIR)	2,2	2,6	3,2	2,5	2,6
Rizik refinansiranja					
Dug koji dospijeva u roku od godinu dana (% od ukupnog)	12,1	8,6	8,0	9,1	12,3
Dug koji dospijeva u roku od godinu dana (% BDP-a)	5,8	3,5	3,0	3,6	4,9
Prosječno vrijeme do dospijeća spoljnog duga, u god. (ATM)	7,6	6,7	5,7	6,7	6,7
Prosječno vrijeme do dospijeća unutrašnjeg duga, u god. (ATM)	3,2	4,1	3,0	4,2	3,0
Prosječno vrijeme do dospijeća ukupnog duga, u god. (ATM)	6,1	5,8	5,4	6,0	5,3
Rizik kamatne stope					
Prosječno vrijeme do refiksiranja, u godinama (ATR)	4,1	4,5	4,3	4,5	4,2
Dug koji se refiksira u roku od godinu dana (% od ukupnog)	45,4	29,7	24,0	34,3	29,6
Dug sa fiksnom kamatnom stopom (% od ukupnog)	62,5	76,5	81,5	72,4	80,3
Valutni rizik					
Spoljni dug (% od ukupnog)	68,0	65,2	89,1	70,2	61,6
Spoljni dug, isključujući dug u EUR (% od ukupnog)	32,6	29,9	25,8	32,7	26,3
Kratkoročni spoljni dug (u % deviznih rezervi)	7,4	5,6	5,6	5,6	5,6

Izvor: MF RS

U pogledu troškova kamata i stanja duga, najniže nivoe troškova pokazuje strategija 3, strategije 1 i 4 približno isti viši, dok najviši nivo troškova pokazuje strategija 2. Troškovi su veći u strategiji 2, tj. strategijama 1 i 4 zbog povećanog oslanjanja na skuplje spoljne, tj. domaće izvore finansiranja, respektivno. Veći udio multilateralnih izvora u strategiji 3 smanjuje troškove, a time i rizike (refinansiranja i refiksiranja). Sadašnja vrijednost duga je najmanja u strategiji 3, usljed manjeg

korištenja komercijalnih instrumenata, kako iz spoljnih (u poređenju sa strategijama 1, 2 i 4), tako iz domaćih izvora (u poređenju sa strategijama 1 i 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 najveće prosječno vrijeme do dospeljeća portfolija unutrašnjeg i ukupnog duga, i nešto niže prosječno vrijeme do dospeljeća spoljnog duga, u odnosu na strategiju 4 koja u tom pogledu daje najbolji rezultat, a usljed većeg korištenja spoljnih izvora finansiranja sa kraćim rokom dospeljeća. Kod unutrašnjeg duga, duža ročnost odraz je usmjeravanja domaćeg portfolija prema dugoročnim obveznicama. Primjenom strategija 2 i 4 prosječno vrijeme do dospeljeća (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 2 i 4, što je odraz većeg učešća instrumenata sa kraćim rokom dospeljeća na domaćem i spoljnom tržištu u okviru ovih strategija, u poređenju sa strategijama 1 i 3.

Pojedine strategije pokazuju značajno povećanje valutnog rizika. U poređenju sa portfolijom u 2015. godini, na kraju 2019. godine udio duga denominovanog u stranim valutama u ukupnom duhu značajno se povećava u okviru strategija 2 i 3, dok u okviru strategija 1 i 4 opada. Ovo je odraz ciljeva strategija u smislu povećanog korištenja spoljnih komercijalnih izvora finansiranja, odnosno domaćih izvora, respektivno, kao i nižeg nominalnog iznosa ukupnog duga u 2019. 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.

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 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 dospeljeća unutrašnjeg i ukupnog duga je najduže, troškovi finansiranja su najniži, dok su 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 2023-2025. godine, što je rezultat dospeljeća 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 postojećeg ustavnog uređenja BiH rezultirala je uspostavljanjem višestrukog zakonodavnog i institucionalnog okvira za upravljanje dugom na svim nivoima vlasti u BiH.

- Procedure ugovaranja novih vanjskih državnih zajmova sadržane su u članu 39. (nosilac obaveze BiH) Zakona o zaduživanju, dugu i garancijama Bosne i Hercegovine („Službeni glasnik BiH“ br. 52/05, 103/09 i 90/16), a procedure otplate vanjskog državnog duga u članu 50. navedenog Zakona;
- Zakon o zaduživanju, dugu i garancijama Bosne i Hercegovine daje ovlaštenja entitetima i Distriktu (FBiH, RS i DB) da sklapaju ugovore o zaduživanju s vanjskim kreditorima po osnovu direktnog duga što je, u skladu sa uslovima iz Ustava BiH, predmetom prethodne saglasnosti Parlamentarne skupštine BiH (član 49.);
- 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“) FBiH se može zaduživati u zemlji i u inostranstvu u domaćoj ili stranoj valuti. Za provođenje procedure zaduživanja, izdavanja garancija i upravljanje dugom FBiH nadležno je FMF. Garancije odobrene od strane Parlamenta Federacije BiH potpisuje federalni ministar finansija/finansija (član 52. Zakona).
- Zakonom o dugu u FBiH su utvrđeni i limiti zaduživanja u FBiH (član 7.).
- Zakonom o dugu u FBiH propisano je u koje svrhe se FBiH može zadužiti na vanjskom (član 38.) ili unutrašnjem tržištu (član 19.), te izdati garancije (član 53.).

2. CILJEVI I OBUHVAT STRATEGIJE UPRAVLJANJA DUGOM

2.1. Ciljevi upravljanja dugom

Ključni ciljevi upravljanja dugom Vlade FBiH u periodu 2017.-2019. 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

Srednjoročna strategija upravljanja dugom Vlade Federacije BiH za period 2017.-2019. godine obuhvata portfolio duga kojim upravlja Vlada Federacije BiH, a koji je odobrio Parlament Federacije BiH, odnosno ukupni vanjski dug FBiH, uključujući i onaj dio vanjskog duga koji je ugovoren radi proslijeđivanja krajnjim korisnicima (finansijskim institucijama, javnim kompanijama, kantonima, gradovima i općinama) i ukupan unutrašnji dug Vlade Federacije BiH. U periodu koji je obuhvaćen Strategijom ne očekuje se aktiviranje garancija Federacije BiH, te stoga nisu uključene u njen obuhvat.

3. PORTFOLIO DUGA VLADE FEDERACIJE BIH

Vanjski dug FBiH na dan 31.12.2016. godine iznosi 5.250,05 mil. BAM (2.829,53 mil.USD) ili 83,77 % ukupnog portfolija duga, a preostalih 16,23 % čini unutrašnji dug i iznosi 1.016,99 mil. BAM (548,11 mil. USD), što ukupno iznosi 6.267,04 mil. BAM (3.377,64 mil. USD) ili 32,68% BDP-a FBiH.

Tabela 1. Ukupan dug FBiH na dan 31.12.2016. godine

Opis	Vanjski dug	Unutrašnji dug	Ukupni dug
Iznos (u mil BAM)	5.250,05	1.016,99	6.267,04
Iznos (u mil. USD)	2.829,53	548,11	3.377,64
Nominalni dug kao % BDP-a ¹⁸	27,38	5,30	32,68

3.1. Struktura vanjskog duga FBiH

Slika 1. Struktura vanjskog duga FBiH prema kreditorima, na dan 31.12.2016. godine

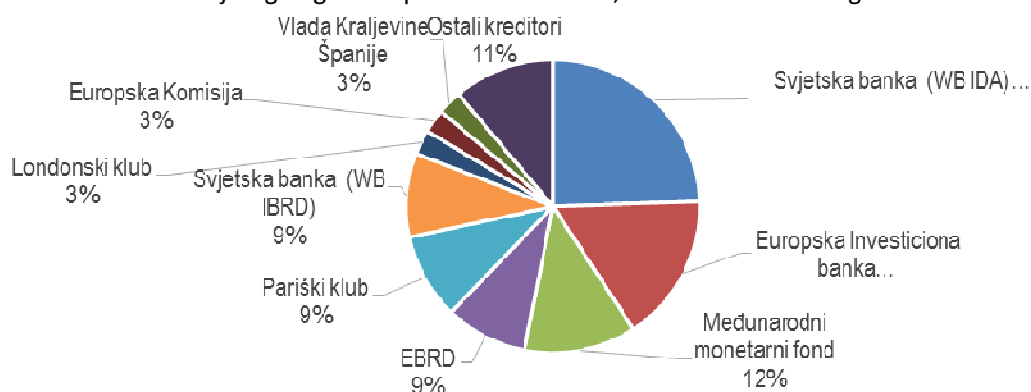


Tabela 2. Pregled stanja vanjskog duga FBiH po kreditorima

Kreditor	u USD	u BAM
Svjetska banka (WB IDA)	693.631.951	1.286.999.403
Europska Investiciona banka	461.120.835	855.586.653
Međunarodni monetarni fond	349.326.125	648.157.159
EBRD	256.044.342	475.077.475
Pariški klub	266.835.416	495.099.773
Svjetska banka (WB IBRD)	261.277.650	484.787.615
Londonski klub	76.846.268	142.584.408
Europska Komisija	74.489.739	138.211.987
Vlada Kraljevine Španije	74.698.805	138.599.897
Ostali kreditori	315.256.574	583.776.943
TOTAL	2.829.527.705	5.250.047.181

¹⁸ Izvor podatka za BDP u 2016. godini, Dokument okvirnog budžeta za Federaciju Bosne i Hercegovine za razdoblje 2017. -2019. godine (19.176 mil. BAM)

3.2. Struktura unutrašnjeg duga

Ukupan unutrašnji dug FBiH se sastoji od:

- duga koji je nastao u skladu sa zakonom¹⁹ (obaveze prema uposlenicima i dobavljačima bivšeg Federalnog ministarstva odbrane i Vojske Federacije BiH, te obaveze po osnovu stare devizne štednje i ratnih potraživanja) i
- duga nastalog emisijom tržišnih vrijednosnih papira.

Dug nastao u skladu sa Zakonom (stara devizna štednja i ratna potraživanja) izmiruje se gotovinskim isplatama i emisijom netržišnih vrijednosnih papira.

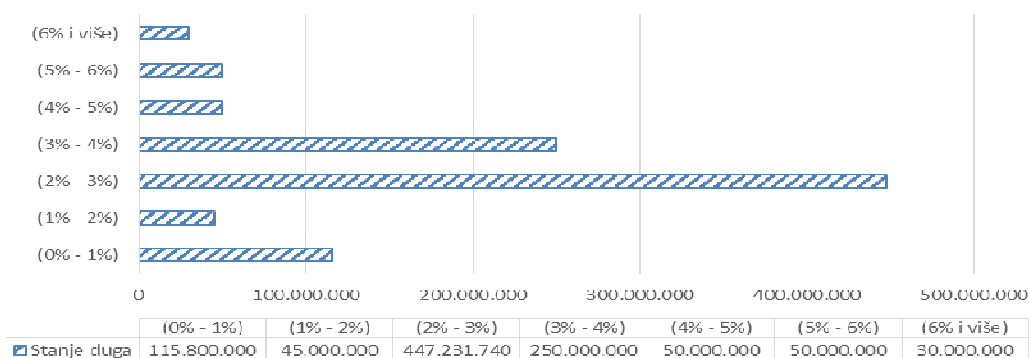
Ukupan unutrašnji dug FBiH u obliku vrijednosnih papira (tržišnih i netržišnih) na dan 31.12.2016. godine iznosi 988.031.740 BAM ili 532.502.487 USD.

Za izmirenje obaveza po osnovu stare devizne štednje verifikovanih u 2016. godini će u toku 2017. godine biti izdane obveznice.

Tabela 3. Struktura unutrašnjeg FBiH duga prema stanju duga na dan 31.12.2016.godine

	u USD	u BAM
Dug u vrijednosnim papirima po vrstama vrijednosnih papira, od čega	532.502.487	988.031.740
Trezorski zapisi	65.105.500	120.800.000
Trezorske obveznice	334.150.745	620.000.000
Obveznice za ratna potraživanja	105.320.952	195.417.760
Obveznice za staru deviznu štednju	27.925.290	51.813.980
Verificirani dug²⁰, od čega	15.607.651	28.959.216
Dug bivšeg FMO	6.551.836	12.156.604
Obaveze za staru deviznu štednju	8.781.350	16.293.355
Obaveze za ratna potraživanja po sudskim presudama	274.465	509.257
Ukupan unutrašnji dug Vlade Federacije BiH	548.110.138	1.016.990.956

Slika 2. Struktura unutrašnjeg duga u obliku vrijednosnih papira po visini kamatne stope, prema stanju duga na dan 31.12.2016. godine - (u BAM)



¹⁹ 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 i 65/09); Zakon o izmirenju obaveza na osnovu ratna stare devizne štednje u Federaciji Bosne i Hercegovine ("Službene novine Federacije BiH", br. 62/09, 42/11 i 91/13)

²⁰ Zakonom utvrđene obaveze prema uposlenicima i dobavljačima bivšeg Federalnog ministarstva odbrane i Vojske FBiH, sudske presude iz osnova ratnih potraživanja i verifikovane obaveze za staru deviznu štednju za koje nisu izdani vrijednosni papiri

Tabela 4. Kretanje unutrašnjeg duga FBiH u periodu 2011. - 2016. godine, u mil BAM

		2011	2012	2013	2014	2015	2016
I.	<i>Ukupan unutrašnji dug</i>	818,12	870,16	795,83	888,13	1.027,57	1.016,99
1.	<i>Netržišni instrumenti</i>	715,48	667,79	552,3	446,0	374,89	247,23
	<i>Obveznice SDŠ</i>	524,19	477,78	357,9	251,6	179,47	51,81
	<i>Obveznice RP</i>	191,29	190,01	194,4	194,4	195,42	195,42
2	<i>Tržišni instrumenti</i>	90,0	190,0	220,0	390,0	620,00	740,80
	<i>Trezorski zapisi</i>	90,0	60,0	50,0	100,0	100,00	120,80
	<i>Obveznice</i>	0,0	130,0	170,0	290,0	520,00	620,00
3.	<i>Obaveze bivšeg FMO</i>	12,64	12,37	12,37	12,2	12,16	12,16
	<i>Dobavljači</i>	7,36	7,36	7,33	7,28	7,28	7,28
	<i>Plaće</i>	5,28	5,01	5,04	4,92	4,88	4,88
4.	<i>Ostalo</i>	0,0	0,0	11,16	39,93	20,52	16,80

4. RIZICI PORTFOLIJA DUGA FEDERACIJE BiH

4.1. Karakteristike troškova i rizika portfolija duga Federacije BiH

Ukupan portfolio duga ima relativno nisku ponderisanu prosječnu kamatnu stopu od 1,6 % (Tabela 5.). Kod unutrašnjeg duga ponderisana prosječna kamatna stopa iznosi 2,8 %, i rezultat je omjera obveznica emitiranih za izmirenje obaveza iz osnova stare devizne štednje i ratnih potraživanja u iznosu od 247,2 mil. BAM, a koje imaju zakonom određenu kamatnu stopu (2,5 %), i tržišnih dugoročnih vrijednosnih papira u obliku trezorskih obveznica u ukupnom iznosu 740,8 mil. BAM.

Kod vanjskog duga, prosječna kamatna stopa je niska i iznosi 1,3 %, ali se može očekivati da će se u srednjoročnom periodu povećati, kako se bude smanjivala dostupnost koncesionalnog zaduživanja. Također se može očekivati da će se postojeći nizak nivo varijabilne kamate povećati.

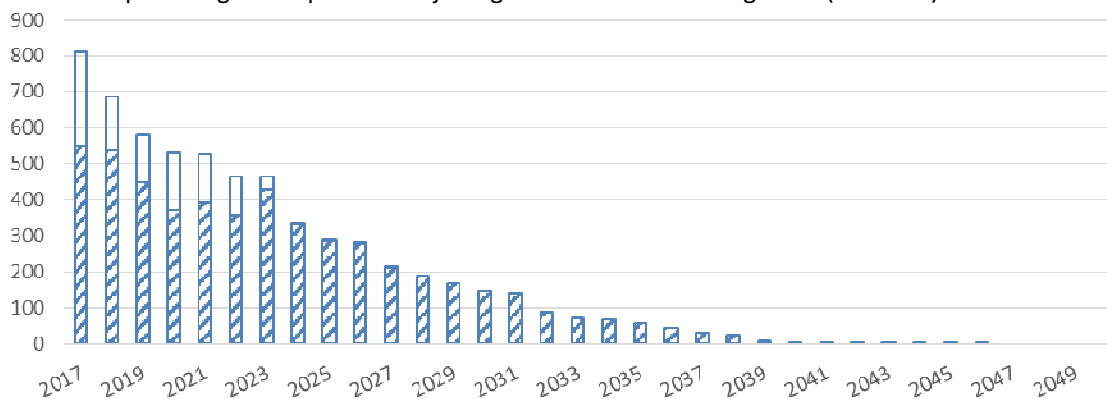
Tabela 5. Indikatori rizika portfolija duga FBiH prema stanju duga na dan 31.12.2016. godine

Indikatori rizika		Vanjski dug	Unutrašnji dug	Ukupni dug
Iznos duga (milioni BAM)		5.250,05	988,03	6.238,08
Iznos duga (milioni USD)		2.289,53	532,50	3.362,03
Nominalni dug u % BDP		27,4	5,2	32,5
Sadašnja vrijednost duga u % BDP		24,2	5,2	29,4
Troškovi duga	Kamata kao % BDP	0,4	0,2	0,5
	Prosječna ponderisana kamata (%)	1,3	2,8	1,6
Rizik refinansiranja	Prosječno vrijeme dospelja (godine)	6,7	2,7	6,0
	Dospjeće duga u sljedećoj godini (% ukupnog)	10,6	26,6	13,2
	Dospjeće duga u sljedeću godinu (% BDP)	2,8	1,4	4,2
Kamatni rizik	Prosječno vrijeme refiksiranja (godine)	4,1	2,7	3,9
	Dug koji se refiksira u sljedećoj godini (% ukupnog)	49,4	26,6	45,7
	Dug sa fiksnom kamatnom stopom (% ukupnog)	53,6	100,0	61,2
Valutni rizik	Devizni dug (% ukupnog duga)			83,7
	Kratkoročni devizni dug (% rezervi)			6,5

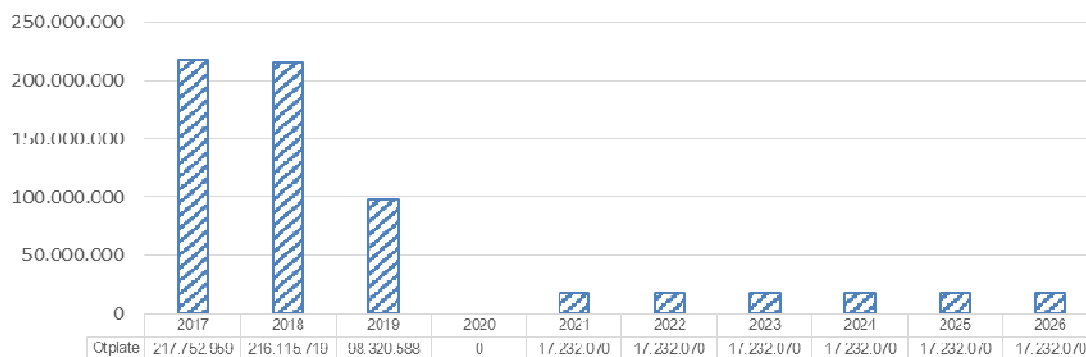
4.2 Rizik refinansiranja

Rizik refinansiranja je relativno veliki i za unutrašnji i za vanjski dug i koncentriran je na kratki i srednji rok. Profil otplate (Slika 3.) naginje ka kratkom i srednjem roku. Prosječno vrijeme dospjeća (ATM) za unutrašnji dug je 2,7 godina, a 6,7 godina za vanjski dug. Kraće prosječno vrijeme dospjeća unutrašnjeg duga se objašnjava učešćem T-zapisa, obveznica s kratkim rokom dospjeća (2-3 godine) i obveznica s dužim dospijećem, ali s amortizacionom otplatom u ukupnom unutrašnjem dugu.

Slika 3. Profil otplate duga FBiH prema stanju duga na dan 31.12.2016. godine (mil.BAM)



Slika 4. Profil otplate duga FBiH prema MMF-u, prema stanju duga na dan 31.12.2016. godine (u BAM)



4.3 Kamatni rizik

Oko polovine vanjskog duga (49,4 %) i preko četvrtine unutrašnjeg duga (26,6 %) potrebno je refiksirati unutar 1 godine (Tabela 5.). Razlog tako visokog procenta vanjskog duga koji se refiksira je u tome što je gotovo pola portfolija vanjskog duga ugovoreno sa varijabilnom kamatnom stopom. Povećanje referentne kamatne stope za jedan procentni poen, povećalo bi otplatu duga za cca 14 mil. USD godišnje. Prosječno je potrebno 4,1 godina za refiksiranje kamatne stope za vanjski dug, a 2,7 godina za unutrašnji dug.

Tabela 6. Struktura duga FBiH sa fiksnom kamatnom stopom (u BAM),

Visina kamate	Unutrašnji dug	Vanjski dug	Ukupno
0-1 %	115.552.185	730.666.243	846.218.428
1 - 2 %	45.000.001	759.286.802	804.286.802
2 - 3 %	447.231.740	948.705.716	1.395.937.456
3 - 4 %	250.000.001	212.767.899	462.767.900
4 - 5 %	50.000.000	44.610.467	94.610.467
5 - 6 %	50.000.000	6.540.296	56.540.296
6 i više %	30.000.000	67.483.018	97.483.018
UKUPNO	988.031.740	2.770.060.439	3.757.844.365

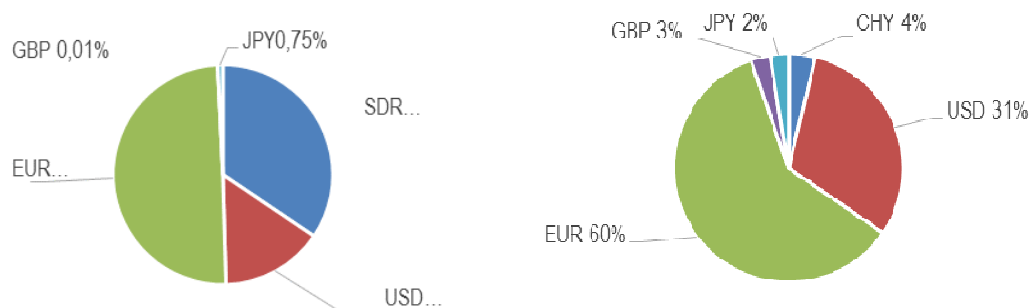
Tabela 7. Struktura vanjskog duga FBiH sa promjenjivom kamatnom stopom

Referentna kamatna	Stanje duga kraj 2016 (USD)	Stanje duga kraj 2016 (BAM)
3M USD LIBOR	2.053.333	3.809.857
3M EURIBOR	438.769	814.114
6M EURIBOR	664.044.146	1.232.126.591
6M EUR LIBOR	237.894.314	441.401.005
6M USD LIBOR	75.148.391	139.434.082
6M CIBOR	138.035	256.116
6M STIBOR	251.015	465.745
6M GBP LIBOR	260.424	483.203
KfW kamatna stopa	7.027.335	13.038.869
MMF kamatna stopa	349.326.125	648.157.159
UKUPNO	1.336.581.886	2.479.986.742

4.4 Valutni rizik

Glavne strane valute u strukturi vanjskog duga FBiH su: EUR (49,70%), Specijalna prava vučenja-SDR (34,45%) i USD (15,09 %). Dekompozicijom SDR-a²¹ na valute iz kojih je sastavljen, udio EUR valute raste na 60 % ukupnog vanjskog duga, dok udio USD u tom slučaju iznosi 31 %. Valutni rizik portfolija vanjskog duga FBiH je dosta izražen, odnosno približno 40 % vanjskog duga je osjetljivo na oscilacije deviznih kurseva.

Slika 5. Valutna struktura vanjskog duga FBiH prema stanju duga na dan 31.12.2016. godine, prije i poslije dekompozicije SDR-a



²¹ Obračunska valuta MMF-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).

4.5 Potencijalne obaveze

Potencijalne obaveze su finansijske obaveze koje bi mogle postati obaveza budžeta FBiH po osnovu izdatih garancija ili odluka Parlamenta FBiH o eventualnom preuzimanja obaveza kantona, lokalnih zajednica ili javnih kompanija koje su od strateškog interesa za FBiH.

4.5.1 Garancije

Vlada FBiH je 2010. godine izdala garanciju za JP Željeznice FBiH po osnovu sindiciranog kredita u iznosu od 78,9 BAM (stanje duga na 31.12.2016. godine po garanciji iznosi 27,77 mil. BAM).

Pored navedene, izdata je i vanjska podgarancija za JKP Vodovod i kanalizacija doo Tuzla na iznos od 5,8 mil EUR (vanjska garancija Bosne i Hercegovine). Neotplaćeni dug po ovoj podgaranciji na kraju 2016. godine iznosio je 1,16 mil EUR. U periodu na koji se odnosi ova Strategija ne očekuje se aktiviranje garancija, te stoga nisu uključene u njen obuhvat.

4.5.2 Preuzimanje obaveza krajnjih korisnika kredita

Iako Zakon o dugu u FBiH propisuje da dug kantona, gradova, općina i javnih kompanija predstavlja njihovu apsolutnu i bezuvjetnu obavezu i ne predstavlja ni direktnu ni indirektnu obavezu FBiH, trenutna finansijska pozicija nekoliko kantona, općina i javnih kompanija, kojima je FBiH prosljedila kredite, ukazuje na moguće teškoće u servisiranju njihovih obaveza. S tim u vezi, FMF može, na osnovu Zakona o dugu u FBiH, izvršiti reprogram, a Vlada FBiH, ukoliko to ocijeni potrebnim donijeti propise o načinu preuzimanja tih obaveza.

5. MAKROEKONOMSKI OKVIR²²

Prema ocjenama Federalnog zavoda za programiranje razvoja očekuje se da će realan rast BDP-a u FBiH u 2015. godini iznositi 2,2%. Očekivanja su da će BDP zabilježiti realan rast u 2016. godini od 3,9%, u 2017. godini 4,9%, da bi u 2018., odnosno 2019. godini procijenjeni rast iznosio 6,5%, odnosno 4,6%. Glavni rizici za ostvarenje ovih projekcija su vezani za (ne)ostvarivanje pretpostavki iz vanjskog sektora vezano za ekonomski rast u okruženju, kretanje svjetskih cijena, vremenske prilike i sl.

Tabela 8. Makroekonomski pokazatelji za FBiH za period 2017.-2019. godine (u mil BAM)

Indikator	2017	2018	2019
Javni prihodi (uključujući grantove) ²³	2.002,57	2.046,64	2.100,63
Primarni rashodi javnog sektora	2.239,34	2.162,48	1.756,17
Rashodi javnog sektora	2.386,35	2.265,60	1.862,50
Izdaci za kamate	147,00	103,12	106,32
Devizne rezerve (mil.USD) ²⁴	5.049	5.161	5.196
BDP (Nominalni)	20.265	21.522	22.942

²² Dokument okvirnog budžeta Federacije BiH 2017.-2019.godine, Federalno ministarstvo finansija/financija, Sarajevo juni/lipanj 2016. godine

²³ Odnosi se na porezne i neporezne prihode Budžeta FBiH

²⁴ Izvor 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 mogli 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. Štaviše, 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 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	Sadašnja deflacija, ako ne dođe do preobrata tog trenda, može uzrokovati dalje probleme s već velikom stopom nezaposlenosti. 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 i temelj za očuvanje njegove sigurnosti i stabilnosti.

6. IZVORI FINANSIRANJA

6.1. Vanjski izvori finansiranja

Vanjska finansijska sredstva koja stoje na raspolaganju BiH u periodu 2017-2019 procjenjuju se na 2.404,6 mil. BAM (1.379,56 mil. USD²⁵). Uzimajući u obzir troškove i rizike ugovaranja ovakvih zajmova, Vlada FBiH će nastaviti sa politikom zaduživanja putem BiH kod multilateralnih institucija, a procjene ukazuju da bi se 59% potreba moglo zadovoljiti finansiranjem iz multilateralnih izvora. Međutim, zbog prestanka pristupa BiH IDA sredstvima, vanjsko finansiranje će se pomjeriti prema manje koncesionalnom.

Procijenjena ugovorena a neangažovana sredstva na kraju decembra 2016. godine iznosila su 894,0 mil.BAM: Pored toga, u postupku odobravanja, od identificiranih multilateralnih i bilateralnih kreditora su zajmovi u iznosu oko 2.404 mil. BAM, namijenjeni za finansiranje određenih infrastrukturnih projekata, kao što su projekti izgradnje cesta, autocesta i energetske objekata. Kod budžetske podrške, MMF i Svjetska banka i dalje ostaju primarni izvori finansiranja.

²⁵ Preračun izvršen po kursu BAM:USD na dan 31.12.2016. godine (1USD=1,85545 BAM)

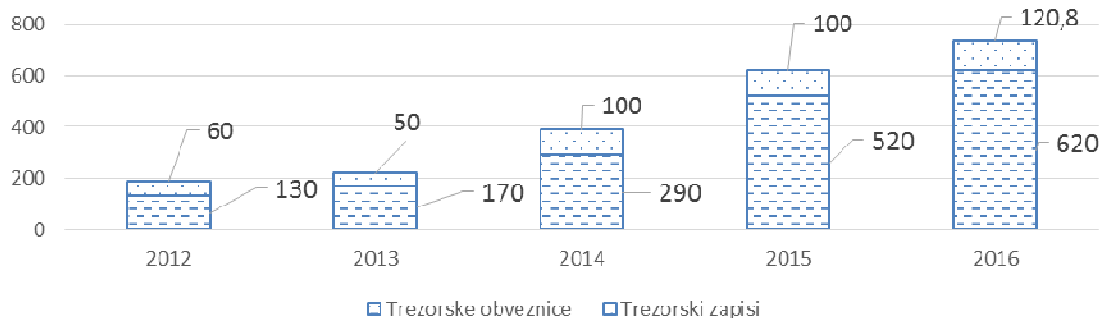
Tabela 10. FBiH: Pregled procijenjenog finansiranja u periodu 2017.-2019. godina iz vanjskih izvora

Naziv kreditora	Kamatna stopa	Grace period	Rok otplate	Valuta	Isplata mil. USD	%	Rizici
IBRD	Fiksna ili varijabilna	5-10	18-30	EUR	4,50	0,33	Rizik refiksiranja za varijabilnu
EIB	Fiksna ili varijabilna	4-5	25	EUR	370,61	26,86	Rizik refiksiranja za varijabilnu
MMF ²⁶	Varijabilna	4	10	SDR	354,67	25,71	Rizik refiksiranja, refinansiranja, i valutni rizik
EBRD	Fiksna ili varijabilna, 6MEURIBOR+1%	3-5	12-15	EUR	150,89	10,94	Rizik refiksiranja za varijabilnu
Kuvajtski fond	Fiksna, 2%	5	25	KWD	47,44	3,44	Valutni rizik
Saudijski fond	Fiksna, 1% - 2%	5	25	SAR	2,43	0,18	Valutni rizik
OPEC fond	Fiksna, 2%	10	20	USD	93,55	6,78	Valutni rizik
CEDB	Fiksna ili varijabilna	5	10	EUR	40,88	2,96	Rizik refiksiranja za varijabilnu
IFAD	Fiksna, 0,75%	10	30	SDR	3,76	0,27	Rizik refiksiranja, refinansiranja, i valutni rizik
IDA	Fiksna	5	25	SDR	37,46	2,72	Rizik refinansiranja
KfW	Fiksna	2,5 - 10	12 - 20	EUR	267,21	19,37	Rizik refinansiranja
Ostala sredstva	Fiksna ili varijabilna	3-5	10-15	EUR	6,16	0,45	Rizik refinansiranja i refiksiranja za varijabilnu
UKUPNO					1.379,56	100,00	

6.2. Domaći izvori finansiranja

Domaće tržište vladinih vrijednosnih papira je relativno malo i nerazvijeno, ali trend pokazuje da ono ipak raste, prilagođavajući se finansijskim potrebama Vlade FBiH. Domaće komercijalne banke su najveći investitori u trezorske zapise i tržišne obveznice Vlade FBiH. Vrijednosne papire kupljene na primarnom tržištu banke uglavnom čuvaju do dospelja, ali je u posljednje vrijeme zabilježeno trgovanje ovim papirima i na sekundarnom tržištu.

Slika 6. Stanje duga Federacije BiH po osnovu tržišnih vrijednosnih papira 2012-2016 (mil.BAM)



²⁶ Navedeno se odnosi na Prošireni aranžman MMF-a (Extended Fund Facility)

U namjeri da osigura dalji razvoj domaćeg tržišta vrijednostnih papira i transparentnost zaduživanja, Vlada Federacije BiH će nastaviti sa redovnim mjesečnim aukcijama trezorskih zapisa i periodičnim izdanjima trezorskih obveznica.

Mjesečno izdanje trezorskih zapisa (ročnosti tri, šest, devet i 12 mjeseci) će varirati zavisno od finansijskih 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 FBiH održavaju se u skladu sa godišnjim indikativnim kalendarom aukcija, koji FMF objavljuje na svojoj internet stranici. Podaci o održanim aukcijama se redovno objavljuju na internet stranici FMF. Struktura, troškovi i rizici domaćih izvora finansiranja su rezimirani u tabeli 11.

Tabela 11. Domaći izvori 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

FMF pripremiло je četiri scenarija, osnovni i tri alternativna scenarija sa pretpostavkama visine kamatnih stopa i kursa za period 2017. – 2019. godina. Analizirana su također i tri scenarija rizika: po jedan odvojeni kamatni i valutni i jedan kombinovani kamatno-valutni.

Pretpostavke o budućim kretanjima kamatnih stopa na spoljni dug zasnovane su na postojećim krivuljama prinosa u EUR i USD polovinom juna 2016. godine. Za projekcije 6M LIBOR²⁷ i 6M EURIBOR²⁸ pretpostavljeno je da će razlika između vrijednosti 6M EURIBOR (6M LIBOR) i prinosa na njemačke jednogodišnje obveznice (američke jednogodišnje obveznice) biti jednaka kroz cijeli period. Ove kamatne stope predstavljaju referentne kamatne stope za kredite sa promjenjivim kamatama, dok su za instrumente sa fiksnom kamatnom prilikom procjena visine kamata uzeta u obzir postojeća zaduženja.

²⁷ London Interbank Offered Rate

²⁸ Euro Interbank Offered Rate

Tabela 12. Procjenjene visine kamata na zajmove u periodu 2017. – 2019. godina, koje su korištene u MTDS AT

Naziv instrumenta	Kamata			
	2016	2017	2018	2019
Koncesionalni USD Fiksni	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%
Koncesionalni EUR Fiksni	2,85%	2,86%	3,08%	3,20%
Koncesionalni USD Varijabilni	1,43%	1,62%	1,88%	2,15%
Koncesionalni EUR Varijabilni	-0,11%	-0,10%	0,12%	0,24%
MMF EFF ²⁹ USD Varijabilni	0,49%	0,68%	0,94%	1,21%
5y Eurobond	5,70%	6,37%	7,66%	8,21%

Tabela 13. Procjenjeni spread (margina) na instrumente sa varijabilnom kamatnom stopom u periodu 2017. – 2019. godina

Naziv instrumenta	Spread			
	2016	2017	2018	2019
Koncesionalni USD Varijabilni	1,55%	1,55%	1,55%	1,55%
Koncesionalni EUR Varijabilni	1,40%	1,40%	1,40%	1,40%
MMF EFF USD Varijabilni	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%

BiH ima kreditni rejting B od S&P³⁰ i B3 od Moody's³¹. 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 zemlju u probleme servisiranja 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
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 uobičajna praksa u regiji, BiH još uvijek nije emitovala vrijednosne papire na međunarodnom finansijskom tržištu. Iako je izgledno da FBiH, neće izlaziti na međunarodno finansijsko tržište u periodu koji pokriva srednjoročna strategija, ipak je urađena procjena troškova i

²⁹ Extended Fund Facilities

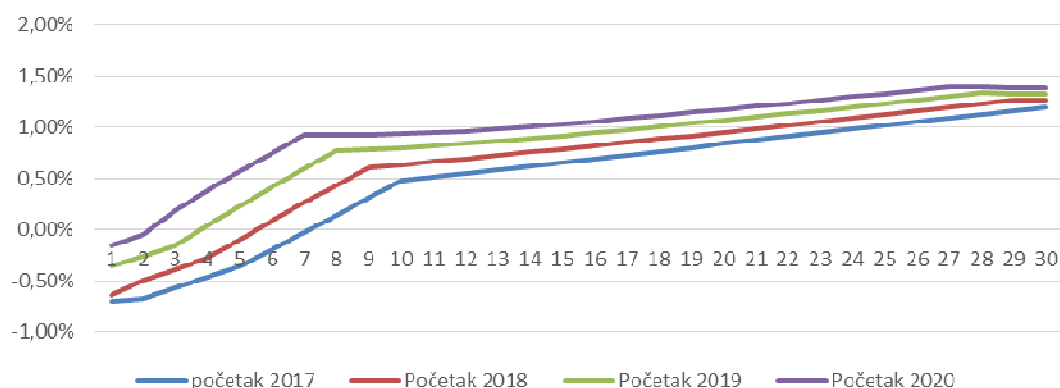
³⁰ Standard and Poor's – agencija za procjenu kreditnog rejtinga

³¹ Moody's Investors Service - agencija za procjenu kreditnog rejtinga

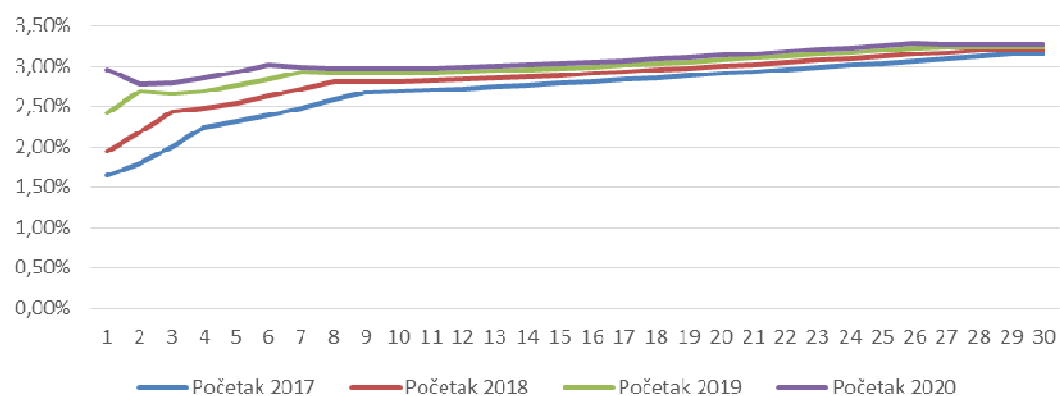
rizika za jednu takvu emisiju za slučaj da preostali izvori finansiranja ne obezbjeđe zadovoljenje finansijskih potreba Vlade FBiH.

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

Slika 7. Prinos na Njemačke obveznice različitih ročnosti - (sredina 2016.)³²



Slika 8. Krivulja prinosa na Američke obveznice različitih ročnosti - (sredina 2016.)³³

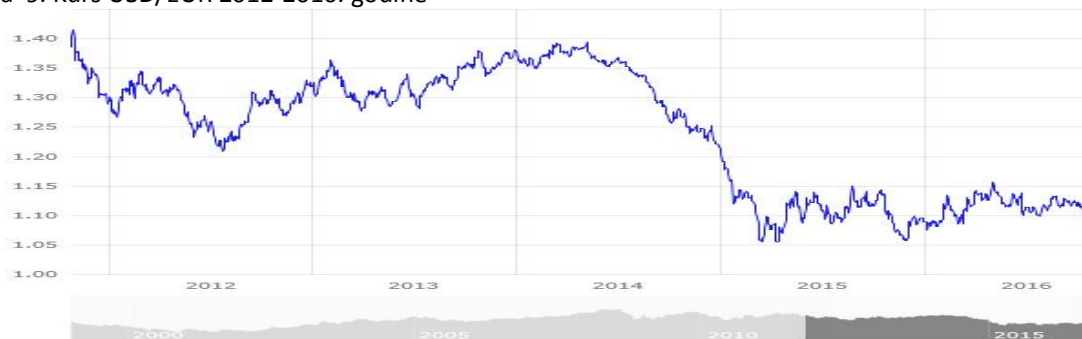


Kako je valuta BiH vezana za EUR putem aranžmana valutnog odbora, glavni valutni rizik u portfoliju duga predstavlja nestabilnost EUR u odnosu na ostale strane valute, uglavnom USD. Kurs USD/EUR je istorijski relativno nestabilan (Slika 9).

³² Izrađ un FMF

³³ Izrađ un FMF

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



Izvor: Bloomberg

Vezano za projekcije kretanja kursa EUR i BAM u odnosu na USD pretpostavka je da će odnos EUR/USD, odnosno BAM/USD od početka 2017. godine pa do kraja posmatranog perioda (2019. godina) ostati na istom nivou kao što je bio krajem decembra 2016. godine.

7.1. Scenario nepredviđenih događaja (Šok scenario)

Ovaj odjeljak analizira četiri strategije koje su izložene šokovima (kamatni i valutni šok) kako bi se odredio odnos troškova i rizika za svaku strategiju.

Šokovi za valutni kurs:

- manji šok sa padom vrijednosti BAM od 20% u odnosu na USD u drugoj godini,
- veliki šok sa padom vrijednosti BAM od 30% u odnosu na USD u drugoj godini.

Šokovi kamatnih stopa:

- manji šok uz povećanje kamatnih stopa od 2% na dugoročne spoljne i domaće instrumente i kratkoročne domaće i 1% na srednjoročne domaće u drugoj godini. Instrumenti u koje je uključena stara devizna štednje i ratna potraživanja ostaju nepromjenjeni;
- veći šok uz povećanje kamatnih stopa od 4% na dugoročne domaće i spoljne instrumente i kratkoročne domaće i 2% na srednjoročne domaće instrumente u drugoj godini. Instrumenti u koje je uključena stara devizna štednje i ratna potraživanja ostaju nepromjenjeni.

Scenariji šoka:

- *Šok deviznog kursa*: 30% deprecijacije kursa BAM/USD u drugoj godini;
- *Šok kamatne stope*: 4% rast kamatne stope na kratkoročne domaće i dugoročne spoljne instrumente i 2% na srednjoročne domaće instrumente u drugoj godini, što doprinosi izravnavanju krive prinosa. Instrumenti u koje je uključena stara devizna štednje i ratna potraživanja ostaju nepromjenjeni;
- *Kombinovani šok*: 20% deprecijacije kursa BAM/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 štednje 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	Dospijeće (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	MMF EFF USD	Varijabilni	Koncesionalni	10	4,5	Strana	USD
BAM_6	T zapis	Fiksni	Tržišni	1	0	Domaća	BAM
BAM_7	1-2y FCSB T obveznica	Fiksni	Tržišni	2	1	Domaća	BAM
BAM_8	2-3y T obveznica	Fiksni	Tržišni	5	4	Domaća	BAM
BAM_9	5-7y T obveznica	Fiksni	Tržišni	6	5	Domaća	BAM
BAM_10	5y WCB T obveznica	Fiksni	Tržišni	5	1	Domaća	BAM
BAM_11	5y Eurobond	Fiksni	Tržišni	5	4	Strana	EUR

Korištenjem podataka iz portfolija duga FBiH, makroekonomskih pretpostavki za posmatrani period kao i potencijalnih izvora finansiranja FMF je napravilo nekoliko alternativnih scenaria i strategija zaduživanja, te definisalo poželjnu strategiju zaduživanja u periodu koji obuhvata ova Strategija. Indikatori rizika izabrane strategije prikazani su u tabeli 16.

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

		Trenutni portfolio	Izabrana strategija
Nominalni duga (% BDP-a)		32,5	30,1
Sadašnja vrijednost (% BDP-a)		29,4	27,3
Ponderisana prosječna kamata (%)		1,7	1,7
Rizik refinansiranja	ATM Vanjski dug (godine)	6,7	7,4
	ATM Unutrašnji dug (godine)	2,7	1,8
	ATM Ukupni dug (godine)	5,7	6,7
Kamatni rizik	ATR (godine)	3,8	4,3
	Dug koji se refiksira u 1 g (% ukupnog duga)	43,3	46,0
	Dug po fiksnoj kamati (% ukupnog duga)	65,9	60,7
Valutni rizik	Devizni dug (% ukupnog duga)	85,6	89,1
	Kratkoročni devizni dug (% rezervi)	6,5	3,7

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. U tom kontekstu su razrađene četiri strategije, kako slijedi:

Strategija 1 (S1) (Zaduživanje FBiH u skladu sa DOB 2017-2019, PJI 2017-2019 i potpisanim sporazumom sa MMF-om -EFF-Extended Fund Facilities) Zaduživanje FBiH u skladu sa PJI 2017–2019, i potpisanim sporazumom sa MMF-om, te refinansiranjem vrijednosnih papira Vlade FBiH na domaćem tržištu. Finansiranje razvojnih projekata do 2019. godine procijenjeno je na 1.787 mil. BAM. Vanjski izvori finansiranja su uglavnom okvirno identificirani. Uslovi pod kojima bi se Federacija trebala zadužiti za finansiranje razvojnih projekata bi trebali pretežno uključivati fiksne kamatne stope uz preferiranu valutu EUR. Budžetska podrška će se finansirati iz tekućih sredstava, MMF-a, emisijom trezorskih zapisa, te emisijom trogodišnjih i petogodišnjih tržišnih obveznica u obimu koji osigurava dalji razvoj domaćeg tržišta.

Strategija 2 (S2) (Izostanak sredstava MMF-a u 2017. godini) Zaduživanje FBiH u skladu sa PJI 2017–2019, potpisanim sporazumom sa MMF-om--EFF-extended fund facilities, te refinansiranjem vrijednosnih papira Vlade FBiH na domaćem tržištu. Obzirom da su sredstva MMF-a uslovljena reformama, u ovoj alternativnoj strategiji predviđen je izostanak planiranih sredstava MMF-a u 2017. godini, uslijed čega je nedostajući iznos nadoknađen na domaćem tržištu emisijama tržišnih obveznica Vlade Federacije BiH (trogodišnje i petogodišnje obveznice u ukupnom iznosu 270 mil.BAM). Nastavak provođenja reformi u 2018. godini te ponovno otvorena mogućnost angažovanja sredstava MMF-a.

Strategija 3 (S3) (Izostanak sredstava MMF-a, emitovanje petogodišnje Euroobveznice) Zaduživanje FBiH u skladu sa PJI 2017–2019, te refinansiranjem vrijednosnih papira Vlade Federacije BiH na domaćem tržištu. U ovoj alternativnoj strategiji predviđen je zastoj u provođenju reformi u 2017. i 2018. godini kao i nedostatak planiranih budžetskih sredstava, uslijed čega je nedostajući iznos nadoknađen emisijom petogodišnje euroobveznice u visini koja odgovara planiranom iznosu sredstava od međunarodnog monetarnog fonda (cca 500 mil.BAM).

Strategija 4 (S4) (Izostanak sredstava MMF-a u 2017 i 2018. godini) Zaduživanje FBiH u skladu sa PJI 2017–2019, potpisanim sporazumom sa MMF-om -EFF-extended fund facilities), te refinansiranjem vrijednosnih papira Vlade FBiH na domaćem tržištu. U slučaju izostanka sredstava od MMF-a planirana sredstva u ovoj alternativnoj strategiji nadoknađena su sa domaćeg tržišta emisijama tržišnih obveznica Vlade Federacije BiH različitih ročnosti (3, 5 i 7 godina). Nastavak provođenja reformi u 2019. godini te ponovno otvorena mogućnost angažovanja sredstava MMF-a.

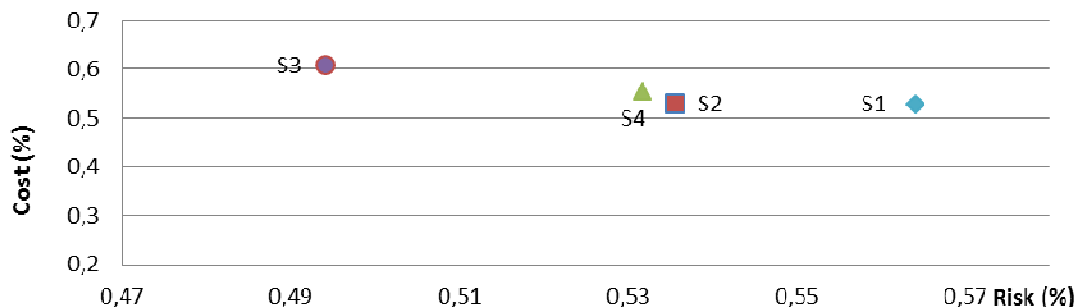
7.3. Analiza troškova i rizika alternativnih strategija zaduživanja

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 scenarij šoka u odnosu na osnovni (bazni) scenarij.

U vezi omjera kamata/BDP, 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. Bazni scenario strategije S1 ima najmanje troškove (Slika 10.) zbog strukture duga u kojoj dominira vanjsko zaduživanja po varijabilnim kamatnim stopama. Strategija S3

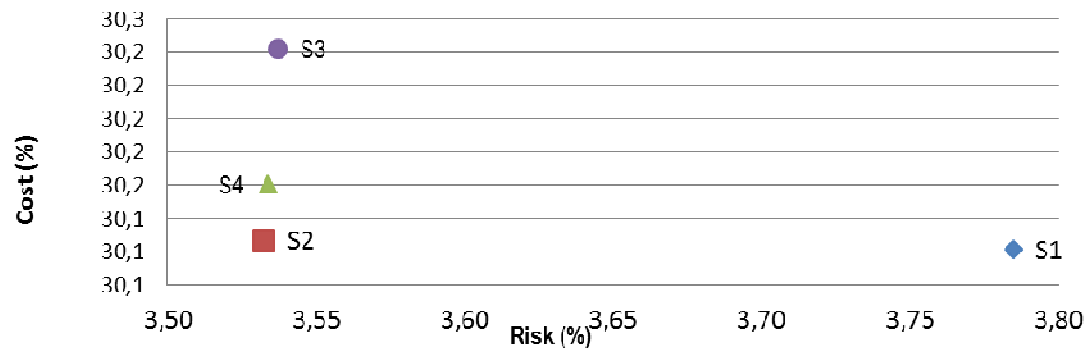
je najskuplja jer predviđa intenzivno zaduživanje na vanjskom tržištu kapitala emisijom euroobveznica po tržišnim kamatnim stopama. S2 i S4 su jednako rizične strategije i imaju neznatno veće troškove u odnosu na S1. Najveći rizik za sve alternativne strategije u pogledu omjera kamata/BDP predstavlja šok kamatne stope u 2. godini strategije te se u tom primjeru odstupanje od baznog scenarija kreće u iznosu od 0,48-0,57%. Najmanji rizik odnosi se na strategiju S3 (odstupanje šok scenarija od baznog) koja je podrazumjevala zaduživanje izdavanjem petogodišnje euroobveznice sa fiksnom kamatnom stopom te domaćim zaduženjem radi refinansiranja unutrašnjeg duga. Ostale tri strategije jednako su rizične u pogledu šoka kamatne stope u 2. godini strategije.

Slika 10. Učeeće troškova kamata u BDP-u (kraj 2019. godine)



Najveći rizik portfolia duga za sve četiri strategije, u pogledu omjera dug/BDP predstavlja valutni rizik, u slučaju da se poveća kurs USD u odnosu na BAM (šok od 30% u 2. godini strategije). Portfolio koji ima veći udio ne-eurskih valuta u stanju neotplaćenog vanjskog duga je rizičniji. S2 je najmanje rizična strategija zbog visokog udjela domaćeg zaduživanja po fiksnim stopama i EUR valute u vanjskom dugu. Kao i u slučaju prethodnog indikatora kada posmatramo bazni scenarij, strategija S1 je najjeftinija ali i najrizičnija zbog većeg udijela neeurske valute u vanjskom dugu i zaduženja po varijabilnim kamatnim stopama. S2 i S4 su neznatno skuplje od strategije S1, dok je strategija S3 najskuplja iz razloga većeg omjera vanjskog finansiranja u odnosu na unutrašnje. Uticajem valutnog šoka u drugoj godini strategije, odstupanje risk scenarija u odnosu na bazni scenarij kreće se u iznosu od 3,26-3,61%, s tim da je najmanje odstupanje kod strategije S3, obzirom da je posuđivanje na vanjskom tržištu uglavnom u EUR valuti.

Slika 11. Učeeće duga u BDP-u (kraj 2019. godine)



7.4. Indikatori rizika alternativnih strategija

Budući da odnosi *dug/BDP* i *kamata/BDP* nisu dovoljni za procjenu rizika analizirani je također drugi indikator kao što su rizik refinansiranja, kamatni rizik i valutni rizik (Tabela 17.).

Tabela 17. Indikatori rizika po strategijama na kraju 2019. godine

		Trenutno	S1	S2	S3	S4
Nominalni dug u % BDP		32,5	30,1	30,1	30,2	30,2
Sadašnja vrijednost duga u % BDP		29,4	27,3	27,3	27,4	27,3
Troškovi kamata u % BDP		0,5	0,5	0,5	0,6	0,6
Implicirana kamatna stopa (%)		1,6	1,7	1,8	2,0	1,8
Rizik refinansiranja	Dug koji dospjeva u 1. godini (% ukupnog)	13,2	9,0	10,8	9,1	9,7
	Dug koji dospjeva u 1. godini (% BDP)	4,2	2,7	3,2	2,7	2,9
	Prosječno dospjeće portfolija (godine)	6,7	7,4	7,4	7,1	7,5
	Prosječno dospjeće domaći dug (godine)	2,7	1,8	1,6	1,8	2,0
	Prosječno dospjeće vanjski dug (godine)	6,0	6,7	6,6	6,5	6,5
Kamatni rizik	Prosječno vrijeme refiksiranja (godine)	3,9	4,3	4,3	4,5	4,4
	Refiksiranje duga u 1. godini (godine)	45,7	46,0	45,1	38,2	40,8
	Dug sa fiksnom kamatom (% ukupnog duga)	61,2	60,7	63,5	68,7	66,7
Devizni rizik	Devizni dug u % ukupnog duga	83,7	89,1	86,4	88,8	83,1
	Kratkoročni devizni dug u % rezervi	6,5	3,7	3,7	3,7	3,7

Poredeći indikatore rizika predloženih strategija sa rizicima trenutnog portfolija duga, vidi se smanjenje udjela duga prema BDP-u, iako se izlazi iz pozajmljivanja po uslovima IDA što bi trebalo dovesti do povećanja učešća umjesto smanjenja³⁴. Prosječna kamatna stopa u svim strategijama je viša od trenutne iz pomenutih razloga (nemogućnost posuđivanja po uslovima IDA-e i smanjen pristup 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 ima najduže prosječno vrijeme do dospijeca (ATM) za vanjski dug, zbog toga što su uslovi MMF instrumenta produženi. S3 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. S3 smanjuje procenat visine duga koji treba refiksirati u narednoj godini (sa 45,7 % na 38,2 %) dok je kod ostalih znatno veći.

Visina duga sa fiksnom stopom bi se povećala na preko 60 % u strategijama S2, S3 i S4 dok bi kod strategije S1 ostati neznatno iznad 60 %. Obzirom da se Bosna i Hercegovina (Federacija BiH), nalazi u reformskom procesu, te da je sporazum sa MMF-om jedan od glavnih izvora finansiranja u sklopu reformi,

Vlada FBiH je izabrala strategiju S1 koju će provoditi u periodu 2017-2019. Izabrana strategija, odnosno indikatori izabrane strategije S1 u 2019. godini su u potpunosti u skladu sa smjernicama za upravljanje dugom. U tabeli 18. prikazano je ukupno bruto finansiranje potreba Vlade FBiH, dok je u tabeli 19. prikazano neto finansiranje po izabranim instrumentima.

³⁴ Projekcija BDP-a u dokumentu okvirnog budžeta Federacije BiH je možda preoptimističn

Tabela 18. Potrebe za finansiranjem u Strategiji 1 u mil. BAM po instrumentima

Ukupno povlačenje po instrumentima		2017	2018	2019
Koncesionalni USD Fiksni	Vanjsko	248	76	79
Koncesionalni EUR Fiksni	Vanjsko	381	291	105
Koncesionalni USD Varijabilni	Vanjsko	0	0	0
Koncesionalni EUR Varijabilni	Vanjsko	275	282	131
MMF EFF USD Varijabilni	Vanjsko	188	220	129
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	0	120	0
5-7y T obveznica DX Fiksni	Domaće	0	0	90
5y WCB T obveznica DX Fiksni	Domaće	0	0	0
5y Euro obveznica DX Fiksni	Vanjsko	0	0	0
		1.192	1.089	635

Tabela 19. Neto finansiranje predviđeno u Strategiji 1 u mil. BAM po instrumentima

Ukupno povlačenje po instrumentima		2017	2018	2019
Koncesionalni USD Fiksni	Vanjsko	149	-30	-39
Koncesionalni EUR Fiksni	Vanjsko	327	235	35
Koncesionalni USD Varijabilni	Vanjsko	-15	-16	-16
Koncesionalni EUR Varijabilni	Vanjsko	128	155	2
MMF EFF USD Varijabilni	Vanjsko	-34	0	29
T zapis DX Fiksni	Domaće	-21	0	1
1-2y FCSB T obveznica DX Fiksni	Domaće	-23	-29	0
2-3y T obveznica DX Fiksni	Domaće	-90	0	-40
5-7y T obveznica DX Fiksni	Domaće	-30	0	40
5y WCB T obveznica DX Fiksni	Domaće	0	0	-46
5y Euro obveznica DX Fiksni	Vanjsko	0	0	0

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 FBiH 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 BAM i EUR valuti iznad 60% ukupnog portfolija duga
- Održanje udjela duga s fiksnom kamatnom stopom preko 50% ukupnog portfolija duga

- Vrijeme prosječnog dospijeca ukupnog duga produžiti na 6,5 godina³⁵

8.2 Smjernice za zaduživanje

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

8.3 Kvantitativne strateške mete

Na osnovu trenutno važećeg makroekonomskog okvira (DOB 2017-2019) praćenjem ovakve strategije zaduživanja na kraju 2019. godine mogao bi se očekivati slijedeće stanje indikatora rizika.

- prosječno vrijeme dospelja kredita (ATM) ne bi trebalo biti manje od 6,5 godina
- prosječno vrijeme refiksiranja kredita (ATR) ne bi trebalo biti manje od 4 godine
- učešće servisiranja kamata po osnovu duga u prihodima će iznositi manje od 10%.

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

9. KOMUNIKACIJA SA TRŽIŠTEM

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

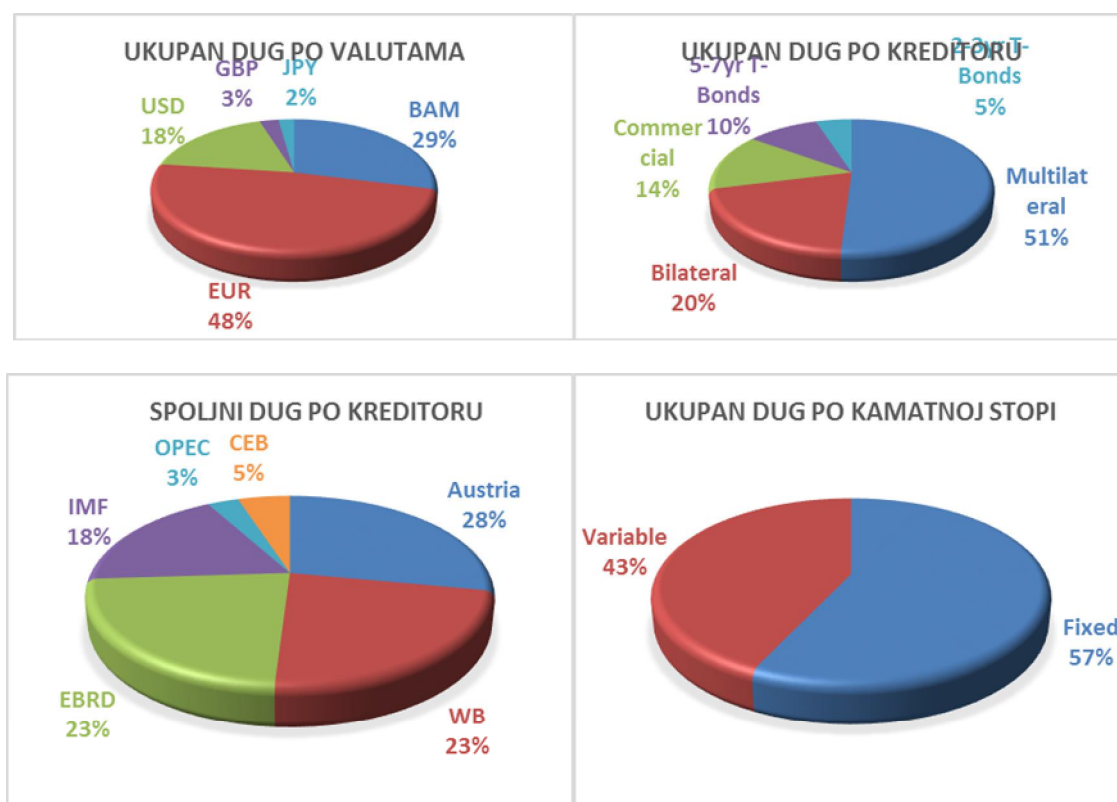
Informacije o kreditnom rejtingu BiH i finansijskom sektoru u BiH mogu se naći na internet stranici Centralne banke Bosne i Hercegovine <http://www.cbbh.ba>, a dodatne informacije i podaci o javnom duhu u BiH na internet stranici Ministarstva finansija i trezora BiH <http://www.mft.gov.ba>.

³⁵ Smjernica iz Strategije upravljanja dugom 2016 i 2018 je bila: održavati prosječno vrijeme dospelja ukupnog duga iznad 6,5 godina. Obzirom da plan angažovanja sredstva za infrastrukturne projekte predviđen Strategijom 2016 i 2018 nije realizovan, došlo je do smanjenja oba indikatora: ATM i ATR-a.

C. Srednjoročna strategija upravljanja dugom Brčko Distrikta

Na kraju 2015.godine ukupni dug Distrikta Brčko (DB) je iznosio 18,20 miliona USD ili 4,5 procenata BDP-a Distrikta, od čega je vanjski dug iznosio 12,9miliona USD (3,2 procenata BDP-a Distrikta), a domaći dug 5,3 miliona USD (1,3 procenata BDP-a Distrikta). Udio vanjskog duga u ukupnom dugu je 71 procenat, a domaćeg 29 procenata. Vlada DB na kraju 2015.g. nije imala izdatih garancija. U valutnoj strukturi najveći procenat se odnosi na EURO valutu 48, % zatim slijedi BAM, USD, Britan. funta, Japanski jen. Vanjski dug se sastoji od duga ugovorenog putem BiH (države) i duga kojeg su direktno ugovorile vlasti DB. Oko 51 % ukupnog duga odnosi se na multilateralne kreditore (EBRD, WB, IMF, CEB, OPEC-a) i jednog bilateralnog kreditora (Austrija) koji čini 20 % vanjskog duga. Polovinu domaćeg duga čine obveznice (s dospeljećem od 2-3 i 5 godina) koje se koriste za isplatu stare devizne štednje. Te obveznice su stigle na naplatu u 2016. godini, dok drugu polovinu čini jedan zajam komercijalne banke po varijabilnoj kamatnoj stopi.

Slika 1. Distrikt Brčko: Struktura postojećeg duga na kraju 2015.g.



Izvor: Vlasti DB, MTDS tim

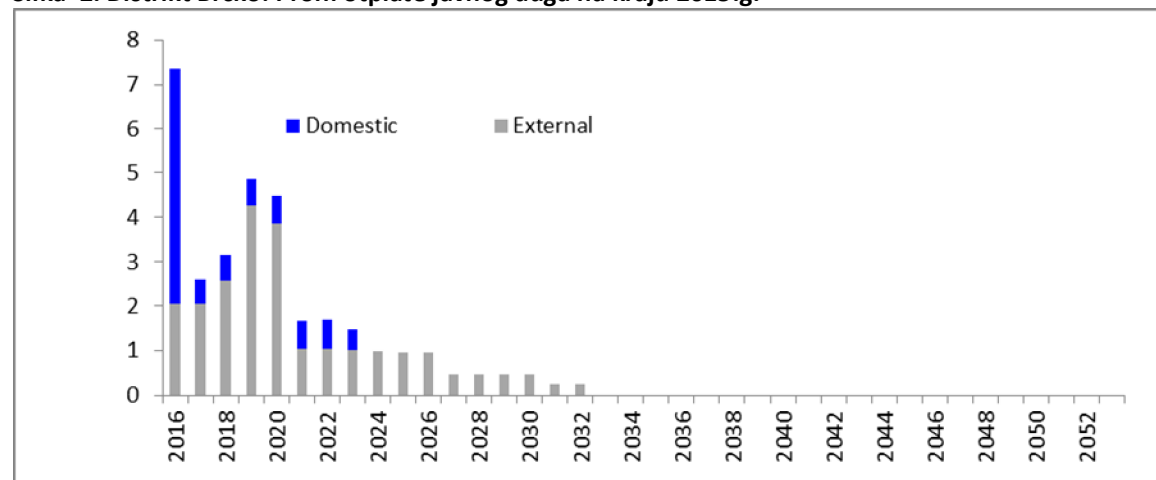
Obzirom na nizak omjer duga i BDP-a, glavni rizici postojećeg portfelja duga su rizik refinanciranja i kamatni rizik kod domaćeg duga, gdje preko 56,5 procenata domaćeg duga dospeljeva u 1 godini, a kamate u 100% iznosu domaćeg duga će se refiksirati unutar 1 godine (Tabela 1). Pored toga, prosječno vrijeme dospeljća domaćeg duga od 2,2 godine je kraće u poređenju sa 5,3 godine za vanjski dug. Razlog tome je u unutrašnjem dugu najveće učešće obveznica stare devizne štednje sa rokom dospeljća od 2 i 1 godine. Profil otplate (Slika 2.) naginje prema kraćem roku s vrhuncem otplate glavnice na domaći dug u 2016. godini. Portfelj se sastoji uglavnom od zajmova s fiksnom

kamatnom stopom (57 procenata) i ima relativno malu ponderisanu prosječnu kamatnu stopu (1,6 procenata za vanjski dug i 3 procenata za domaći dug).

Tabela 1 . Distrikt Brčko : Indikatori troškova i rizika na kraju 2015 . g.

Risk Indicators		External debt	Domestic debt	Total debt
Amount (in millions of BAM)		23,1	9,4	32,5
Amount (in millions of USD)		12,9	5,3	18,2
Nominal debt as % GDP		3,2	1,3	4,5
PV as % of GDP		2,8	1,3	4,2
Cost of debt	Interest payment as % GDP	0,1	0,0	0,1
	Weighted Av. IR (%)	1,6	3,2	2,1
Refinancing risk	ATM (years)	5,3	2,2	4,4
	Debt maturing in 1yr (% of total)	8,8	56,5	22,7
	Debt maturing in 1yr (% of GDP)	0,3	0,7	1,0
Interest rate risk	ATR (years)	3,6	0,5	2,7
	Debt refixing in 1yr (% of total)	47,9	100,0	63,0
	Fixed rate debt (% of total)	58,8	50,9	56,5
FX risk	FX debt (% of total debt)			71,0
	ST FX debt (% of reserves)			

Slika 2. Distrikt Brčko: Profil otplate javnog duga na kraju 2015.g.



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.g.“. 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. Distrikt Brčko: Glavni ekonomski indikatori, 2016.-2019.g.

Godina	2016	2017	2018	2019
u mil KM				
Javni prihodi (uključujući grantove)	198	192	196	194
Primarni rashodi javnog sektora	197	191	196	194
Kamata	1	1	1	1
Rashodi	198	192	196	194
BDP	732	760	790	815
Potrebna zaduženja za investicije	6	38	34	15

IZVORI FINANCIRANJA

Glavni vanjski multilateralni kreditori su EBRD, Svjetska banka, MMF, OPEC, CEB i jedan bilateralni kreditor Austrija. U periodu MTDS-a (2016.-2019.g), DB planira ići na diversificiranje financiranja od multilateralnih kreditora, npr. EBRD, 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 omogućiti.³⁶

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

³⁶ Po sadašnjem zakonu, DB ne smije izdavati garancije niti dug u formi tržišnih vrijednosnica ili bilo kojeg drugog oblika tržišnog sporazuma.

ANALIZA SCENARIJA

Alternativne strategije zaduživanja

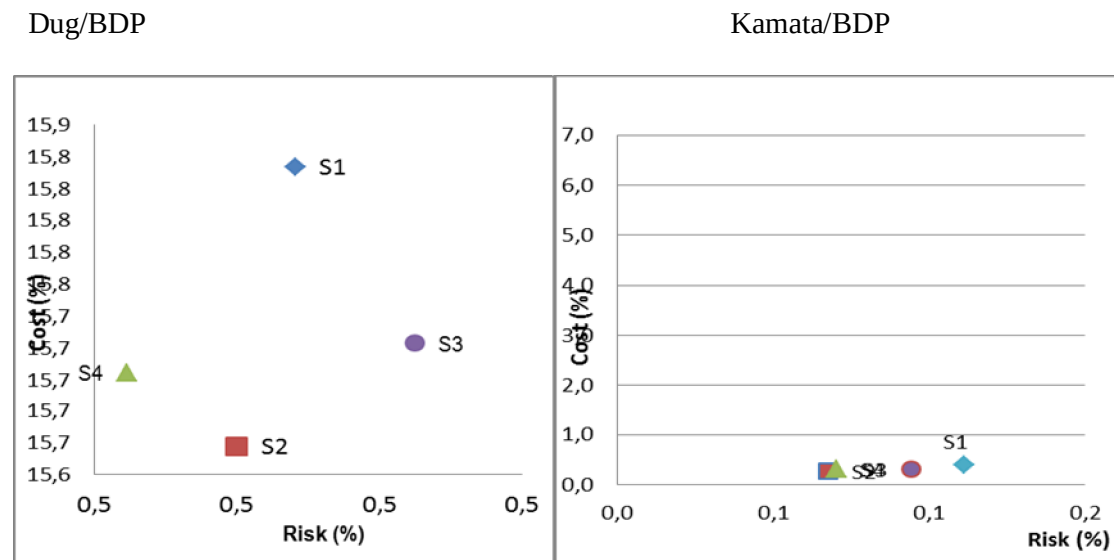
U skladu s postojećim ciljevima upravljanja dugom Distrikta Brčko, urađene su sljedeće 4 strategije za MTDS analizu:

- **S1:** Razvoj domaćeg tržišta
- **S2:** Strategija preferiranja multilateralnih kreditora (sva nova zaduživanja iz vanjskih izvora od multilateralnih kreditora u valuti 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 2019. godine S2: Strategija preferiranja multilateralnih kreditora (nova zaduživanja u EUR sa fiksnom kamatnom stopom tamo gdje je moguće) je poželjna strategija zaduživanja, obzirom da ona nosi najniži trošak i rizik mjereno omjerima dug/BDP i kamata/BDP (Slika 3). Po ovoj strategiji se očekuje povećanje nominalnog duga kao procenta BDP-a na 15,7 procenata do kraja 2019.g. u poređenju sa sadašnjih 4,5 procenata na kraju 2015.g. (Tabela 4). U međuvremenu, implicirana kamatna stopa se neznatno smanjila s 2,1 procenta u 2015.g. na 2,0 procenat u 2019.g. Što se tiče rizika, rizik refinanciranja se smanjuje obzirom da se ATM za cijeli portfelj povećava s 4,4 na 9,0 godine, dok se kamatni rizik nešto povećao do kraja 2019.g. u poređenju sa sadašnjim nivoom. Razlog tome je povećanje zaduživanja u formi vanjskih varijabilnih instrumenata u eurima s 3 mil USD na 31 mil USD po Strategiji 2 (Tabela 5). Kao rezultat toga, procenat fiksnog duga u ukupnom dugu se smanjuje s 57 procenata (2015.g.) na 51,3 procenata (2019.g.), dok se procenat duga u stranoj valuti povećava s 71 procenata (2015.g.) na 98,1 procenata do kraja 2019.g. Na sve indikatore rizika utiče drastično povećanje ukupnog iznosa duga s 32,5 miliona KM na 127,6 miliona KM do kraja perioda.

Slika 3. Distrikt Brčko: Balans troškova i rizika alternativnih strategija na kraju 2019.g.



Izvor: Vlasti DB i MTDS tim

Tabela 4. Distrikt Brčko: Indikatori rizika i troškova različitih strategija na kraju 2019.g.

Risk Indicators		2015	As at end 2019			
		Current	S1	S2	S3	S4
Nominal debt as % of GDP		4,5	15,8	15,658	15,723	15,705
Present value debt as % of GDP		4,2	14,6	13,0	13,6	13,5
Interest payment as % of GDP		0,1	0,4	0,3	0,3	0,3
Implied interest rate (%)		2,1	2,9	2,0	2,3	2,2
Refinancing risk	Debt maturing in 1yr (% of total)	22,7	6,8	3,5	4,8	5,0
	Debt maturing in 1yr (% of GDP)	1,0	1,1	0,5	0,8	0,8
	ATM External Portfolio (years)	5,3	8,0	9,1	9,0	8,8
	ATM Domestic Portfolio (years)	2,2	3,3	1,9	2,8	3,0
	ATM Total Portfolio (years)	4,4	6,0	9,0	7,9	7,8
Interest rate risk	ATR (years)	2,7	4,8	6,1	5,7	5,0
	Debt refixing in 1yr (% of total)	63,0	39,3	50,1	41,7	51,0
	Fixed rate debt (% of total)	56,5	64,8	51,3	61,1	51,8
FX risk	FX debt as % of total	71,0	56,5	98,1	82,3	82,3
	ST FX debt as % of reserves					

Izvor: Vlasti DB i MTDS tim

Tabela 5. Distrikt Brčko: Stanje duga po instrumentima alternativnih strategija na kraju 2019.g.

U mil USD	2015	kraj 2019			
Stanje duga po instrumentima	Trenutno	S1	S2	S3	S4
Concessional FX Fixed EUR	4	14	30	11	24
Concessional FX Variable EUR	3	9	31	25	28
Concessional FX Fixed USD	3	10	6	20	3
Concessional FX Variable USD	0	0	0	0	0
IMF SBA FX Variable USD	2	7	1	1	1
Commercial DX Variable BAM	3	9	1	1	4
T-Bills DX Fixed BAM	0	1	0	0	0
T-Bonds 2-3yr DX Fixed BAM	1	3	0	3	3
T-Bonds 5-7yr DX Fixed BAM	2	17	0	8	5
T-Bonds 10yr DX Fixed BAM	0	0	0	0	0
External	13	39	68	57	57
Domestic	5	30	1	12	12
Total	18	70	69	69	69

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 na postoji zakonski okvir koji omogućava emisiju trezorskih dugoročnih obveznica.

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