

**BOSNA I HERCEGOVINA**  
MINISTARSTVO FINANSIJA/  
FINANSIJA I TREZORA



**БОСНА И ХЕРЦЕГОВИНА**  
МИНИСТАРСТВО ФИНАНСИЈА  
И ТРЕЗОРА

**BOSNIA AND HERZEGOVINA**  
MINISTRY OF FINANCE  
AND TREASURY

**Srednjoročna strategija upravljanja dugom Bosne i Hercegovine  
za period 2018-2021. godina**

*Sarajevo, maj 2019. godine*

## SADRŽAJ

SADRŽAJ .....	1
I SREDNJOROČNA STRATEGIJA UPRAVLJANJA DUGOM BOSNE I HERCEGOVINE .....	2
UVOD.....	2
1. PRAVNI OKVIR .....	2
2. CILJEVI STRATEGIJE BIH .....	3
3. OBUHVAT STRATEGIJE BIH .....	3
4. PREGLED STRUKTURE, TROŠKOVA I RIZIKA POSTOJEĆEG DUGA .....	4
4.1. STRUKTURA POSTOJEĆEG DUGA .....	4
4.2. TROŠKOVI I RIZICI POSTOJEĆEG DUGA .....	5
4.3. IMPLEMENTACIJA STRATEGIJE BIH U 2017. GODINI .....	7
5. MAKROEKONOMSKI OKVIR.....	8
6. IZVORI FINANSIRANJA .....	8
6.1. VANJSKI IZVORI FINANSIRANJA .....	8
6.2. UNUTRAŠNJI IZVORI FINANSIRANJA .....	9
7. ANALIZA STRATEGIJE BIH .....	9
7.1. OPIS SREDNJOROČNIH STRATEGIJA UPRAVLJANJA DUGOM ENTITETA I BRČKO DISTRIKTA.....	9
7.2. ANALIZA TROŠKOVA I RIZIKA STRATEGIJE BIH .....	11
8. SMJERNICE .....	12
II SREDNJOROČNE STRATEGIJE UPRAVLJANJA DUGOM ENTITETA I BRČKO DISTRIKTA .....	13
A. STRATEGIJA UPRAVLJANJA DUGOM REPUBLIKE SRPSKE .....	13
B. STRATEGIJA UPRAVLJANJA DUGOM FEDERACIJE BIH .....	27
C. SREDNJOROČNA STRATEGIJA UPRAVLJANJA DUGOM BRČKO DISTRIKTA .....	49

# I SREDNJOROČNA STRATEGIJA UPRAVLJANJA DUGOM BOSNE I HERCEGOVINE

## Uvod

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

Srednjoročna strategija upravljanja dugom BiH se priprema u skladu sa Kalendarom razmjene podataka potrebnih za pripremu Srednjoročne strategije upravljanja dugom BiH, koji je usvojilo Vijeće ministara BiH na 101. sjednici, održanoj 12.05.2017. godine. S tim u vezi, Srednjoročna strategija upravljanja dugom BiH se priprema na bazi srednjoročnih strategija upravljanja dugom Republike Srpske (RS), Federacije BiH (FBiH) i Brčko distrikta BiH (DB), uključujući i vanjski dug Institucija BiH. Naime, izrada Srednjoročne strategije upravljanja dugom BiH je zasnovana na procesu „odozdo prema gore“, gdje entiteti i DB pripreme i usvoje svoje strategije upravljanja dugom na osnovu svojih bruto finansijskih potreba i izvora finansiranja i makroekonomskih pokazatelja, pri čemu se koriste isti scenariji šoka i zajedničke početne projekcije, u smislu kamatnih stopa na vanjski dug i valutnog kursa, dok se koriste različite projekcije kretanja kamatnih stopa na unutrašnji dug entiteta.

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

U skladu sa navedenim, Strategija upravljanja dugom BiH za period 2018-2021. godina (Strategija BiH) prezentuje strukturu duga, procjenu stanja zaduženosti, te definiše srednjoročne ciljeve upravljanja dugom i smjernice za dostizanje postavljenih ciljeva.

## 1. Pravni okvir

Pravni okvir kojim se reguliše oblast duga Bosne i Hercegovine utvrđen je Zakonom o zaduživanju, dugu i garancijama BiH („Službeni glasnik BiH”, br. 52/05, 103/09 i 90/16), te Zakonom o izmirenju obaveza po osnovu računa stare devizne štednje („Službeni glasnik BiH”, br. 28/06, 76/06, 72/07, 97/11 i 100/13).

Dug entiteta i DB regulisan je kroz sljedeći pravni okvir:

- Zakon o zaduživanju, dugu i garancijama Republike Srpske („Službeni glasnik Republike Srpske”, br. 71/12 i 52/14 i 114/17);
- Zakon o uslovima i načinu izmirenja obaveza po osnovu računa stare devizne štednje emisijom obveznica u Republici Srpskoj („Službeni glasnik Republike Srpske”, broj: 1/08);
- Zakon o dugu, zaduživanju i garancijama u Federaciji Bosne i Hercegovine („Službene novine Federacije Bosne i Hercegovine”, br. 86/07, 24/09, 44/10 i 30/16);
- Zakon o uslovima i postupku verifikacije opštih obaveza Republike Srpske („Službeni glasnik Republike Srpske”, broj: 109/12);
- Zakon o ostvarivanju prava na naknadu materijalne i nematerijalne štete nastale u periodu ratnih dejstava od 20. maja 1992. do 19. juna 1996. godine („Službeni glasnik Republike Srpske”, br. 103/05, 1/09, 49/09 i 118/09);

- Zakon o izmirenju obaveza po osnovu računa stare devizne štednje u Federaciji Bosne i Hercegovine („Službene novine Federacije Bosne i Hercegovine“, br. 62/09, 42/11 i 91/13)
- 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 i 35/17);
- 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, 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. Članom 5. stav (3) tačka b) Zakona o zaduživanju, dugu i garancijama Bosne i Hercegovine definirana je priprema srednjoročne strategije upravljanja državnim dugom, koja će sadržavati i dug entiteta i Distrikta.

## 2. Ciljevi Strategije BiH

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

## 3. Obuhvat Strategije BiH

Stanje javne zaduženosti Bosne i Hercegovine na kraju 2017. godine iznosilo je 11.007,5 mil KM. Strategija BiH obuhvata dug<sup>1</sup> koji predstavlja direktnu ili indirektnu obavezu Institucija BiH, entiteta i DB, a što predstavlja 10.308,0 mil KM, odnosno 93,6% javne zaduženosti BiH.

U skladu sa navedenim, Strategija BiH obuhvata:

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

Strategija BiH ne obuhvata:

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

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

- Vanjski dug jedinica lokalne samouprave nastao direktnim zaduženjem jedinica lokalne samouprave i koji predstavlja direktnu obavezu istih,
- Unutrašnji dug entiteta nastao direktnim zaduženjem opština, gradova, kantona, javnih preduzeća i fondova socijalne sigurnosti (osim duga Fonda PIO RS).

#### 4. Pregled strukture, troškova i rizika postojećeg duga

##### 4.1. Struktura postojećeg duga

Ukupan dug uključen u Strategiju BiH iznosi 10.308,0 mil KM na kraju 2017. godine, što predstavlja 31,9% BDPa i isti je prikazan u narednoj tabeli.

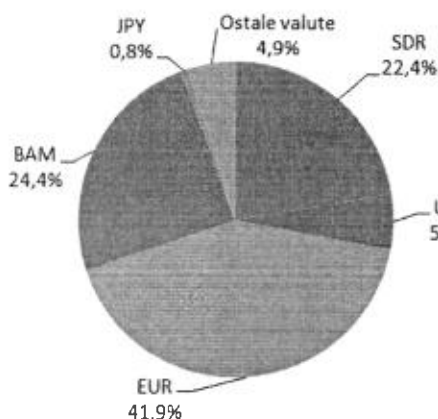
Tabela 1.: Ukupni dug BiH u 2017. godini

Opis	Dug (u mil KM)				Ukupno	Nominalni iznos duga kao % BDP <sup>2</sup>
	Federacija BiH	Republika Srpska	Distrikt Brčko	Institucije BiH		
Vanjski dug	4.739,4	2.937,4	38,2	75,0	7.790,0	24,1%
Unutrašnji dug	866,2	1.648,2	3,6	0,0	2.518,0	7,8%
<b>Ukupni dug</b>	<b>5.605,6</b>	<b>4.585,6</b>	<b>41,8</b>	<b>75,0</b>	<b>10.308,0</b>	<b>31,9%</b>

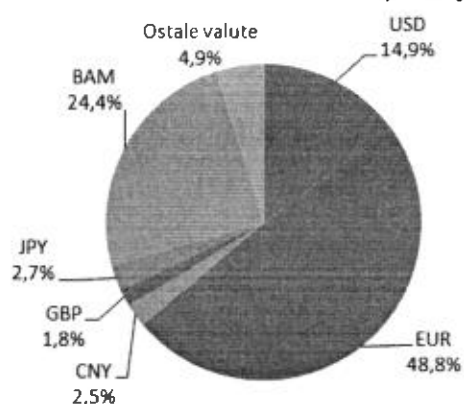
U ukupnom dugu, vanjski dug učestvuje sa 75,6%, a unutrašnji dug sa 24,4%. Udio duga sa fiksnom kamatnom stopom u ukupnom stanju duga iznosi 65,4%, dok je udio duga sa varijabilnom kamatnom stopom 34,6%. Valutna struktura ukupnog duga BiH obuhvaćenog Strategijom data je u Slici 1., uključujući i valutnu strukturu nakon dekompozicije SDR valute.

Slika 1. Valutna struktura ukupnog duga BiH na dan 31.12.2017. godine

Valutna struktura bez dekompozicije SDRa



Valutna struktura nakon dekompozicije SDRa

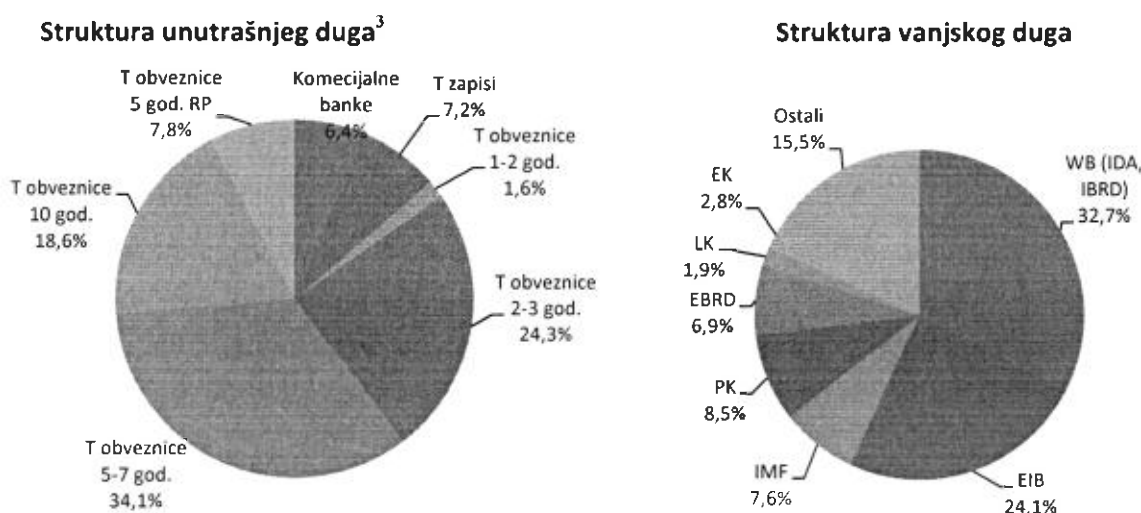


Vanjski dug uglavnom čine obaveze prema multilateralnim kreditorima (77,9%), a gotovo polovina portfelja vanjskog duga je sa varijabilnom kamatnom stopom (43,7%). Unutrašnji dug čine tržišni i netržišni instrumenti: trezorske obveznice (T-obveznice), trezorski zapisi (T-zapisi), krediti od

<sup>2</sup> BDP = 32.299 mil KM, Direkcija za ekonomsko planiranje, Dokument okvirnog budžeta, Makroekonomski pokazatelji za period 2017.-2022. godina, septembar 2018. godine.

komercijalnih banaka u zemlji, te obveznice emitovane za izmirenje obaveza nastalih po osnovu stare devizne štednje i ratnih potraživanja. FBiH emituje T-zapise i T-obveznice na Sarajevskoj berzi, a RS na 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 31.12.2017. godine



#### 4.2. Troškovi i rizici postojećeg duga

Ukupan dug BiH karakteriše relativno niska prosječna ponderisana kamatna stopa (Tabela 2.). Ponderisana prosječna kamatna stopa ukupnog duga je 1,9%, vanjskog duga je 1,5%, a unutrašnjeg duga 3,2%. Ovo je u najvećoj mjeri rezultat vanjskog koncesionalnog zaduživanja i značajnog učešća vanjskih kredita sa varijabilnom kamatnom stopom, te niske kamatne stope koje nose obveznice emitovane za staru deviznu štednju i ratna potraživanja.

Tabela 2. BiH: Indikatori troškova i rizika postojećeg duga na kraju 2017. godine

BOSNA I HERCEGOVINA				
Indikatori troškova i rizika		Vanjski dug	Unutrašnji dug	Ukupni dug
Iznos duga (mil KM)		7.790,0	2.518,0	10.308,0
Iznos duga (mil USD)		4.776,8	1.544,0	6.320,8
Nominalni iznos duga u % BDP		24,1	7,8	31,9
Sadašnja vrijednost duga u % BDP		20,7	7,8	28,5
Troškovi duga	Iznos kamate u odnosu na BDP (%)	0,4	0,2	0,6
	Prosječna ponderisana kamata (%)	1,5	3,2	1,9
Rizik refinansiranja	ATM (godine)	7,2	3,1	6,2
	Dospjeće duga u sljedećoj godini (% ukupnog)	10,2	28,1	14,6
	Dospjeće duga u sljedećoj godini (% BDP)	2,5	2,2	4,7
Kamatni rizik	ATR (godine)	4,6	3,0	4,2
	Dug koji se refiksira u sljedećoj godini (% ukupnog)	46,8	32,1	43,2
	Dug sa fiksnom kamatnom stopom (% ukupnog)	56,3	93,6	65,4
Valutni rizik	Vanjski dug (% ukupnog duga)			75,6
	Vanjski dug, isključujući dug u EUR (% od ukupnog)			33,7
	Kratkoročni vanjski dug (% rezervi)			7,6

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

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

**Rizik refinansiranja** je veći za unutrašnji dug. Profil otplate (Slika 3.) ukazuje na značajan servis vanjskog i unutrašnjeg duga u 2018. godini, s obzirom da se 10,2% trenutnog vanjskog duga i 28,1% trenutno unutrašnjeg duga treba otplatiti u 2018. godini. Prosječno vrijeme do dospjeća (ATM) za unutrašnji dug je 3,1 godina, dok je za vanjski dug 7,2 godina. Relativno kraće prosječno vrijeme do dospjeća unutrašnjeg duga se objašnjava većim učešćem T-obveznica s kratkim rokom dospjeća (2-3 godine) i obveznica s dužim rokom dospjeća (T-obveznica 5-7 godina i obveznica emitovanih za izmirenje ratnih potraživanja i stare devizne štednje), ali s amortizacionom otplatom.

**Rizik kamatne stope** je veći za vanjski dug. Oko polovine vanjskog duga i skoro trećine unutrašnjeg duga imaju kamatnu stopu koja se refiksira u roku od godinu dana. Rezultat ovako visokog procenta vanjskog duga koji se refiksira u roku od godinu dana je značajno učešće varijabilne kamatne stope u potfelju vanjskog duga (43,7%). Učešće duga sa fiksnom kamatnom stopom u ukupnom dugu iznosi 65,4%.

**Valutni rizik** je znatno manji u odnosu na učešće vanjskog duga u ukupnoj strukturi duga zbog valutne klauzule (povezanost KM sa EUR), zbog čega je valutnom riziku izloženo 33,7% ukupnog duga iako je učešće vanjskog duga u ukupnom dugu 75,6%.

Slika 3. Profil otplate postojećeg ukupnog duga



### 4.3. Implementacija Strategije BiH u 2017. godini

Uporedni pregled indikatora troškova i rizika duga u 2016. i 2017. godini, daje se u narednoj tabeli.

Tabela 3. BiH: Uporedni pregled indikatora troškova i rizika duga na kraju 2016. i 2017. godine

Indikatori troškova i rizika		2016.	2017.
		BiH	BiH
Nominalni iznos duga u odnosu na BDP (%)		35,9	31,9
Sadašnja vrijednost duga u odnosu na BDP (%)		31,6	28,5
Iznos kamate u odnosu na BDP (%)		0,7	0,6
Prosječna ponderisana kamatna stopa (%)		1,9	1,9
Rizik refinansiranja	Dospijeće duga u sljedećoj godini (% ukupnog)	13,3	14,6
	Dospijeće duga u sljedećoj godini (% BDP-a)	4,8	4,7
	ATM vanjski dug (godine)	7,1	7,2
	ATM unutrašnji dug (godine)	3,1	3,1
	ATM ukupni dug (godine)	6,2	6,2
Kamatni rizik	ATR (godine)	4,2	4,2
	Dug koji se refiksira u sljedećoj godini (% ukupnog duga)	44,5	43,2
	Dug po fiksnoj kamati (% ukupnog duga)	62,7	65,4
Valutni rizik	Vanjski dug (% ukupnog duga)	76,7	75,6
	Vanjski dug, isključujući dug u EUR (% ukupnog duga)	37,1	33,7
	Vanjski dug, isključujući dug u EUR (% vanjskog duga)	48,4	44,54
	Kratkoročni vanjski dug (% rezervi)	8,9	7,6

Analizom uporednih indikatora primjetno je da su se nominalni dug u odnosu na BDP, sadašnja vrijednost u odnosu na BDP i udio kamate u BDP-u smanjili u 2017. godini, dok je prosječna ponderisana kamatna stopa ostala na istom nivou kao i 2016. godine.

Rizik refinansiranja u 2017. godini nije se značajnije promjenio u odnosu na 2016. godinu, imajući u vidu da su indikatori koji se odnose na prosječno vrijeme do dospelja duga (unutrašnji i ukupni) nepromijenjeni, dok se ostali indikatori nisu značajnije promijenili.

Rizik kamatne stope je smanjen u 2017. godini u odnosu na prethodnu godinu jer je smanjen udio duga koji se refiksira unutar jedne godine na 43,2%, te je povećan udio duga po fiksnoj kamatnoj stopi na 65,4%.

Indikatori koji se odnose na valutni rizik su smanjeni u 2017. godini s obzirom da je smanjeno učešće duga u neEUR valutama u ukupnom i vanjskom dugu, kao i učešće vanjskog duga u ukupnom dugu i kratkoročni vanjski dug u odnosu na devizne rezerve.

U 2017. godini ugovoreno je 10 novih kreditnih aranžmana u iznosu od 588,1 mil KM, od čega u valuti EUR 98,3% i fiksnom kamatnom stopom 5,9%.

Ukoliko se posmatraju ukupno angažirana vanjska sredstva u 2017. godini, 68,4% je u EUR valuti, a sa fiksnom kamatnom stopom 84,7%.

Imajući u vidu navedeno, upravljanje dugom u 2017. godini vršeno je u skladu sa smjernicama definisanim Srednjoročnom strategijom upravljanja dugom Bosne i Hercegovine i entitetskim i DB



strategijama upravljanja dugom. Takođe, i dalje je potrebno aktivnosti upravljanja dugom usmjeravati ka tome da nivo troškova i rizika bude na prihvatljivom nivou.

## 5. Makroekonomski okvir

Makroekonomske pretpostavke<sup>4</sup> korištene u analizi izrade Srednjoročne strategije upravljanja dugom BiH su prikazane u Tabeli 4..

Tabela 4.: Makroekonomske pretpostavke

	2017.	2018.	2019.	2020.	2021.
Nominalni BDP (u mil. KM)	32.299	33.800	35.346	37.044	39.020
Nominalni rast (u %)	4,1	4,6	4,6	4,8	5,3
BDP deflator (preth.godina=100)	100,9	101,3	101,1	101,1	101,5
Realni rast (u %)	3,1	3,3	3,5	3,7	3,8
Inflacija mjerena indeksom potrošačkih cijena u %	1,3	1,3	1,2	1,4	1,5
Budžetski prihodi <sup>5</sup> (u mil. KM)	5.691	5.863	6.032	6.119	6.285
Budžetski rashodi <sup>6</sup> (u mil. KM)	5.178	5.385	5.537	5.560	5.608

## 6. Izvori finansiranja

### 6.1. Vanjski izvori finansiranja

Vanjsko finansiranje u posmatranom periodu vršice se uglavnom 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 Strategijom BiH su navedeni u Tabeli 5..

Tabela 5.: Vanjski izvori finansiranja

Naziv kreditora	Kamatna stopa	Grejs period	Rok otplate	Valuta	Rizik
IBRD	Fiksna ili varijabilna	5-10	18-35	EUR	Rizik refiksiranja za varijabilnu
IMF <sup>7</sup>	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

<sup>4</sup> BDP, nominalni rast, realni rast, BDP deflator i inflacija mjerena indeksom potrošačkih cijena su projekcije Direkcije za ekonomsko planiranje BiH iz septembra 2018. godine.

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

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

<sup>7</sup> Navedeno se odnosi na Prošireni aranžman IMF-a (Extended Fund Facility)

IFAD	Fiksna ili varijabilna	3-10	18-30	SDR	Rizik refiksiranja za varijabilnu, refinansiranja i valutni rizik
EBRD	Fiksna ili varijabilna	3-5	12-15	EUR	Rizik refiksiranja za varijabilnu i refinansiranja
OPEC FOND	Fiksna	10	20	USD	Valutni rizik
KfW	Fiksna	2,5-10	12-20	EUR	Rizik refinansiranja
IDA	Fiksna	5	25	SDR	Valutni rizik
SAUDIJSKI FOND	Fiksna	5	25	SAR	Valutni rizik
KUVAJTSKI FOND	Fiksna	5	25	KWD	Valutni rizik
Vlada Japana	Fiksna	10	30	JPY	Valutni rizik
Euroobveznica	Fiksna	4	5	EUR	Rizik refinansiranja

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

## 6.2. Unutrašnji izvori finansiranja

RS planira da izdaje obveznice ročnosti 5, 7 i 10 godina sa „bullet“ otplatom. FBiH planira izdavanje trezorskih zapisa i obveznica ročnosti 3, 5, 7 i 10 godina sa „bullet“ otplatom, dok DB ne planira izdavati domaće hartije od vrijednosti.

## 7. Analiza Strategije BiH

U cilju određivanja preferiranih strategija entiteta i DB korišteni su scenariji šoka kako bi se sagledao uticaj rasta kamatnih stopa na unutrašnji i vanjski dug i deprecijacije valutnih kurseva<sup>8</sup>. 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 srednjoročnih strategija upravljanja dugom entiteta i Brčko distrikta

FBiH je odabrala strategiju<sup>9</sup> po kojoj bi zaduživanje FBiH bilo u skladu sa Nacrtom budžeta za 2019. godinu i Programom javnih investicija (PJI) 2019-2021. Strategija podrazumjeva implementaciju PJI 2019-2021. godine u skladu sa preporukama iz Strategije emitovanje vrijednosnih papira na domaćem tržištu u cilju budžetske podrške i refinansiranja postojećeg duga. Vanjski izvori finansiranja su okvirno identifikirani. Budžetska podrška će se finansirati sredstvima prikupljenim

<sup>8</sup> deprecijacija KM u odnosu na USD

<sup>9</sup> Identifikovana kao strategija S1 u Strategiji upravljanja dugom FBiH

emisijama trezorskih zapisa i trogodišnjih, petogodišnjih, sedmogodišnjih i desetogodišnjih obveznica u obimu koji osigurava i razvoj domaćeg tržišta. Strukturom portfolija duga nastojat će se minimizirati sveukupni rizici i nastaviti sa razvojem domaćeg tržišta vladinog duga.

**Strategija diverzifikacije instrumenata i izvora finansiranja je preferirana i usvojena strategija Vlade RS<sup>10</sup>.** Prema ovoj strategiji, tokom datog perioda udio finansiranja iz vanjskih izvora se smanjuje u korist finansiranja iz domaćih izvora. Za finansiranje investicionih projekata koriste se vanjski izvori finansiranja, kao rezultat maksimalnog iskorištavanja pristupa koncesionim izvorima tj. dostupne podrške multilateralnih kreditora (WB, EIB, EBRD, Razvojna banka Vijeća Evrope, itd.), što doprinosi smanjenju rizika refinansiranja i smanjenju troška. Za finansiranje budžetske potrošnje koriste se kako vanjski (IMF, WB, euroobveznice), tako i domaći izvori finansiranja, dok se u narednim godinama postepeno povećava udio finansiranja putem srednjoročnih domaćih instrumenata, da bi do kraja posmatranog perioda to bio jedini oblik finansiranja. Korištenje vanjskih koncesionih i komercijalnih izvora finansiranja, kao i izdavanje srednjoročnih obveznica na domaćem tržištu, sa „bullet“ otplatom, doprinosi smanjenju rizika refinansiranja i rizika kamatne stope (imajući u vidu da se radi pretežno o fiksnim instrumentima), uz prihvatljiv nivo troškova.

**DB je odabrao Strategiju preferiranja multilateralnih kreditora (nova zaduživanja u EUR po mogućnosti sa fiksnom kamatnom stopom) čiji je cilj obezbjeđenje izvora finansiranja sa namjenom isključivo finansiranja investicionih projekata od ključnog značaja za poticanje ekonomskog rasta i razvoja DB, a koji osiguravaju prihvatljivi nivo troškova i rizika finansiranja.** Ova strategija<sup>11</sup> omogućava najniži trošak finansiranja uz smanjenje rizika refinansiranja uz prihvatljiv nivo rizika kamatne stope i valutnog rizika. Po ovoj strategiji svo buduće zaduživanje u posmatranom periodu vršiće se iz vanjskih izvora finansiranja. Preferiraju se vanjski izvori finansiranja u valuti EUR po fiksnoj kamatnoj stopi, tamo gdje je moguće, sa dužim rokovima dospijeaća, a u cilju smanjenja rizika refinansiranja, valutnog rizika, te povećanja prosječnog vremena promjene kamatne stope u cilju smanjenja izloženosti kamatnom riziku. Kao potencijalni vanjski izvori finansiranja definisani su multilateralni kreditori (EBRD, OPEC, IBRD).

U skladu sa navedenim, entiteti i DB preferiraju zaduživanje kod multilateralnih kreditora u valuti EUR, s tim što RS preferira i izdavanje obveznice na međunarodnom finansijskom tržištu. Vezano za unutrašnje zaduženje, FBiH i RS namjeravaju da razvijaju domaće tržište izdavajući trezorske zapise i trezorske obveznice dužeg roka dospijeaća, a DB ne planira izdavanje domaćih hartija od vrijednosti jer im to ne dozvoljava zakonski okvir.

**Trenutna struktura duga Institucija BiH** pokazuje da je cjelokupni dug Institucija BiH vanjski dug, od čega 93,1% je u EUR valuti. Učešće fiksne kamatne stope je 86,1%, prosječno vrijeme do dospijeaća 7,8 godina, dok 4,6% duga dospijeva u narednoj godini. Analiza strukture duga Institucija BiH je pokazala da je 13,9% od ukupnog duga izloženo na promjene kamatne stope i 6,9% valutnom riziku. Institucije BiH u posmatranom periodu ne planiraju nova zaduženja osim povlačenja po već postojećim ugovorenim kreditima, a u slučaju potrebe za novim vanjskim finansiranjem primjenjivat će smjernice definisane Strategijom BiH.

<sup>10</sup> Identifikovana kao strategija S3 u Strategiji upravljanja dugom RS

<sup>11</sup> Identifikovana kao strategija S2 u Srednjoročnoj strategiji upravljanja dugom DB

## 7.2. Analiza troškova i rizika Strategije BiH

U Tabeli 6. su prikazani indikatori troškova i rizika Strategije BiH na kraju 2021. godine, kao i indikatori troškova i rizika duga BiH na kraju 2017. godine.

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

Indikatori troškova i rizika		2017.	2021.
		BiH	Strategija BiH
Nominalni iznos duga u odnosu na BDP (%)		31,9	27,9
Sadašnja vrijednost duga u odnosu na BDP (%)		28,5	25,1
Iznos kamate u odnosu na BDP (%)		0,6	0,6
Prosječna ponderisana kamatna stopa (%)		1,9	2,0
Rizik refinansiranja	Dospijeće duga u sljedećoj godini (% ukupnog)	14,6	10,9
	Dospijeće duga u sljedećoj godini (% BDP)	4,7	3,0
	ATM vanjski dug (godine)	7,2	7,0
	ATM unutrašnji dug (godine)	3,1	3,3
	ATM ukupni dug (godine)	6,2	6,2
Kamatni rizik	ATR (godine)	4,2	4,2
	Dug koji se refiksira u sljedećoj godini (% ukupnog duga)	43,2	40,9
	Dug po fiksnoj kamati (% ukupnog duga)	65,4	67,7
Valutni rizik	Vanjski dug (% ukupnog duga)	75,6	78,8
	Vanjski dug, isključujući dug u EUR (% od ukupnog duga)	33,7	27,6
	Kratkoročni vanjski dug (% rezervi)	7,6	4,4

Analiza pokazuje da će na kraju posmatranog perioda nominalni iznos duga (10.876 miliona KM), se povećati u odnosu na stanje duga na kraju 2017. godine (10.308 miliona KM), dok će zbog većeg rasta BDP-a, odnos duga i BDP-a i odnos sadašnje vrijednosti duga i BDPa se smanjiti. Prosječna ponderisana kamatna stopa neće se značajnije povećati.

Na kraju 2021. godine prosječno vrijeme refiksiranja (ATR) i prosječno vrijeme do dospelja (ATM) ukupnog duga ostaje na istom nivou kao u 2017. godini. Udio duga sa uslovima fiksnih kamatnih stopa povećava se na 67,7% prema strategiji u odnosu na trenutni nivo zbog većeg vanjskog zaduživanja po fiksnoj kamatnoj stopi, kao i planiranog izdavanja domaćih instrumenata sa fiksnim kamatnim stopama.

Do povećanja učešća vanjskog duga u ukupnom dugu dolazi zbog ograničenja domaćeg tržišta koje dovodi do potrebe za mobilizacijom finansijskih sredstava iz vanjskih izvora usljed dalje potrebe za zaduživanjem zbog servisiranja postojećeg duga koji dopijeva i finansiranja investicionih i razvojnih projekata u entitetima i DB. Učešće vanjskog duga u neEUR valutama u ukupnom dugu se smanjuje iz razloga što se preferira zaduživanje u valuti EUR. Iako se povećava udio vanjskog duga u ukupnom dugu smanjuje se izloženost valutnom riziku s obzirom da se smanjuje učešće neEUR valuta u ukupnom dugu. Učešće kratkoročnog vanjskog duga u državnim rezervama prema strategiji će imati manji ratio u odnosu na trenutno stanje, uglavnom, kao rezultat povećanja državnih rezervi.

## 8. Smjernice

Analiza ukazuje da odabrana strategija obezbjeđuje trošak finansiranja na približno istom nivou i smanjenje rizika refinansiranja, valutnog rizika i rizika kamatne stope u odnosu na trenutno stanje. Smanjenje navedenih rizika može se ostvariti na način da se vanjski krediti ugovaraju sa dužim rokom dospijeća, fiksnim kamatnim stopama i u valuti EUR gdje god uslovi kreditora to omogućavaju, uz uvažavanje troška finansiranja. S tim u vezi, za vanjski državni dug operativne smjernice do 2021. godine su:

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

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

## II SREDNJOROČNE STRATEGIJE UPRAVLJANJA DUGOM ENTITETA I BRČKO DISTRIKTA

### A. STRATEGIJA UPRAVLJANJA DUGOM REPUBLIKE SRPSKE

#### 1. Ciljevi i pretpostavke

Srednjoročna strategija upravljanja dugom Republike Srpske (u daljem tekstu: Strategija) utvrđuje srednjoročne ciljeve i plan aktivnosti u oblasti upravljanja dugom koje Vlada Republike Srpske (u daljem tekstu: Vlada RS) namjerava da provede u toku srednjoročnog perioda da bi se postigla željena struktura portfolija duga, uzevši u obzir Vladine preferencije troškova i rizika. Implementacija Strategije se kontinuirano prati i o njenom izvršenju se godišnje izvještava Vlada Republike Srpske.

**Strategija obuhvata dug koji predstavlja direktnu ili indirektnu obavezu Republike Srpske (budžeta RS), uz određene izuzetke.**

Podaci o vanjskom 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.

Dug (vanjski i unutrašnji) 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 plana reformi prezentovanih Programom ekonomskih reformi Republike Srpske za period 2018-2020 (u daljem tekstu: ERP RS 2018-2020), kako bi se obezbijedila dugoročna fiskalna održivost i transparentnost (kao što je utvrđeno Zakonom o fiskalnoj odgovornosti);

- 2) Projekcijama makroekonomskih pokazatelja i fiskalnog okvira u skladu sa dokumentom DOB RS 2019-2021<sup>12</sup> (prikazanim u Tabelama 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;
- 5) Verifikacija i izmirenje obaveza regulisanih Zakonom u unutrašnjem dugu Republike Srpske vršiće se u skladu sa projekcijama uključenim u DOB RS 2019-2021;
- 6) Centralna Banka Bosne i Hercegovine (u daljem tekstu: CB BiH) nastaviće da održava monetarnu stabilnost u skladu sa aranžmanom valutnog odbora, prema odredbama Zakona o Centralnoj Banci, i neće izdavati hartije od vrijednosti na domaćem tržištu;
- 7) Kreditni rejting Bosne i Hercegovine neće biti snižen u srednjem roku<sup>13</sup>;
- 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 banke<sup>14</sup>;
- 10) Zajmodavci će nuditi sredstva po prihvatljivim uslovima.

Tabela 1. Pregled makroekonomskih pokazatelja za period 2014-2016. godine, procjena za 2017 i 2018. godinu i projekcije za period 2019-2021. godine

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
<b>BDP</b>								
<b>BDP nominalni, u mil. KM</b>	<b>8.887,3</b>	<b>9.205,0</b>	<b>9.630,6</b>	<b>10.075,7</b>	<b>10.500,3</b>	<b>10.989,6</b>	<b>11.514,9</b>	<b>12.074,5</b>
Broj stanovnika – u mil.	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,1	1,1	1,1
BDP po stanovniku u KM	7.615,0	7.920,6	8.320,0	8.739,0	9.118,7	9.568,5	10.052,2	10.568,4
% rasta BDP-a, nominalno	1,1	3,6	4,6	4,6	4,2	4,7	4,8	4,9
Inflacija mjerena indeksom potrošačkih cijena (CPI), prosječna god. stopa (%)	-1,2	-1,4	-1,2	0,5	1,3	1,1	1,0	1,2
<b>realne stope rasta %</b>								
<b>Realni rast BDP-a</b>	<b>0,3</b>	<b>2,8</b>	<b>3,5</b>	<b>3,5</b>	<b>3,7</b>	<b>3,8</b>	<b>4,0</b>	<b>4,0</b>
Uvoz	11,5	0,1	14,9	11,0	10,5	8,5	7,9	7,1
Izvoz	5,7	-4,3	18,8	19,2	16,5	11,8	9,8	9,4
Privatna potrošnja	1,6	2,7	2,3	2,0	2,5	2,0	2,1	2,0
Potrošnja države	2,5	-1,9	2,1	0,2	1,2	0,8	0,9	0,6
Bruto investicije u stalna sredstva	4,9	-0,1	3,8	0,5	3,5	3,1	3,7	3,0
<b>nominalne stope rasta %</b>								
Prosječne neto plate u KM	825,0	831,0	836,0	831,0	840,0	846,0	854,0	861,0
Uvoz roba u mil. KM	4.946,1	4.369,2	4.426,9	4.857,6	5.430,8	5.952,1	6.481,9	7.019,9
Uvoz roba, godišnji rast u %	8,5	-11,7	1,3	9,7	11,8	9,6	8,9	8,3
Izvoz roba u mil. KM	2.692,0	2.613,9	2.869,1	3.476,9	4.095,8	4.624,1	5.123,5	5.666,6
Izvoz roba, godišnji rast u %	3,4	-2,9	9,8	21,2	17,8	12,9	10,8	10,6
Pokrivenost uvoza izvozom u %	54,4	59,8	64,8	71,6	75,4	77,7	79,0	80,7
Stopa nezaposlenosti %	25,7	25,2	24,8	21,0	20,0	19,2	18,6	18,2

Izvor: DOB RS 2019-2021. godine, MF RS, RZS RS

<sup>12</sup> Dokumentom DOB RS 2019-2021 predstavljene su detaljne pretpostavke makroekonomskih projekcija i fiskalnog okvira i rizici njihovog ostvarivanja.

<sup>13</sup> Aktuelni kreditni rejting BiH je „B sa stabilnim izgledima“ (prema ocjeni kreditne agencije Standard and Poors), te „B3 sa stabilnim izgledima“ (prema ocjeni kreditne agencije Moody's).

<sup>14</sup> Evropska centralna banka; Saopštenje za javnost od 14.06.2018. godine

Tabela 2: Fiskalni okvir za period 2018-2021<sup>15</sup>

	Rebalans budžeta 2018	DOB 2019	DOB 2020	DOB 2021
<b>A. BUDŽETSKI PRIHODI (I+II+III+IV)</b>	<b>2.757,6</b>	<b>2.802,5</b>	<b>2.875,1</b>	<b>2.972,0</b>
I Poreski prihodi	2.549,6	2.593,4	2.695,0	2.749,0
II Neporeski prihodi	207,7	208,9	215,9	222,8
III Grantovi	0,0	0,0	0,0	0,0
IV Transferi između budžetskih jedinica	0,3	0,3	0,3	0,3
<b>B. BUDŽETSKI RASHODI (I+II+III)</b>	<b>2.520,9</b>	<b>2.630,1</b>	<b>2.669,4</b>	<b>2.713,3</b>
I Tekući rashodi	2.367,7	2.438,3	2.468,8	2.497,8
II Transferi između budžetskih jedinica	149,8	175,5	174,7	174,3
III Budžetska rezerva	3,4	16,3	25,9	41,1
<b>C. BRUTO BUDŽETSKI SUFICIT/DEFICIT (A-B)</b>	<b>236,6</b>	<b>172,4</b>	<b>205,7</b>	<b>258,7</b>
D.NETO IZDACI ZA NEFINANSIJSKU IMOVINU	-97,4	-97,8	-96,7	-96,6
<b>E. BUDŽETSKI SUFICIT/DEFICIT (C+D)</b>	<b>139,2</b>	<b>74,6</b>	<b>109,0</b>	<b>162,1</b>
<b>F. NETO FINANSIRANJE (G+H)</b>	<b>-139,2</b>	<b>-74,6</b>	<b>-109,0</b>	<b>-162,1</b>
G. NETO PRIMICI OD FINANSIJSKE IMOVINE	80,9	59,8	60,4	61,6
H. NETO ZADUŽIVANJE	-185,4	-128,1	-163,1	-217,5
I. OSTALI NETO PRIMICI	-34,7	-6,3	-6,2	-6,2

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 vanjskog finansiranja po koncesionim uslovima. Stoga portfolio duga, koji je analiziran u okviru Strategije, karakteriše visok udio vanjskog duga sa relativno dugim rokom dospijea i niskom prosječnom kamatnom stopom na nivou od 1,4%.

Dug koji je obuhvaćen Strategijom iznosi 4,6 milijardi KM (2,8 milijardi USD) tj. 45,5% BDP-a, na dan 31.12.2017. godine. Vanjski dug iznosi 64,1% ukupnog posmatranog duga (2,9 milijardi KM ili 1,8 milijardi USD, što čini 29,2% BDP-a), dok unutrašnji dug iznosi 35,9% ukupnog posmatranog duga (1,6 milijardi KM ili 1,0 milijardi USD, što čini 16,4% BDP-a).

**Vanjski dug obuhvaćen Strategijom sastoji se od:**

- 1) relevantnog vanjskog duga, tj. zajmova ugovorenih posredstvom Ministarstva finansija i trezora BiH, te alociranog starog vanjskog duga (dug nastao do 02.04.1992. godine);  
Stanje relevantnog vanjskog duga sa 31.12.2017. godine iznosi 2.889,0 miliona KM (1.771,5 miliona USD).

<sup>15</sup> Prezentovani fiskalni okvir obuhvata budžet Republike Srpske u užem smislu riječi, tj. opšti fond 01 (prihodi, rashodi, te finansiranje budžeta Republike).



- 2) direktnog vanjskog duga (dug direktno ugovoren sa vanjskim kreditorima);

Stanje direktnog vanjskog duga sa 31.12.2017. godine iznosi 51,0 milion KM (31,3 miliona USD). Vanjski dug je prvenstveno ugovoren sa multilateralnim kreditorima (81,1% ukupnog vanjskog duga). Najveći iznos duga prema multilateralnim kreditorima predstavljaju obaveze prema Svjetskoj banci - IDA i IBRD (u daljem tekstu: WB), Evropskoj investicionoj banci (u daljem tekstu: EIB), Međunarodnom monetarnom fondu (u daljem tekstu: IMF), te Evropskoj banci za obnovu i razvoj (u daljem tekstu: EBRD).

**Unutrašnji dug obuhvaćen Strategijom sastoji se od:**

- 1) trezorskih zapisa i srednjoročnih obveznica;

Stanje duga po trezorskim zapisima sa 31.12.2017. godine iznosi 82,0 miliona KM (50,3 miliona USD). Originalna ročnost ovih hartija od vrijednosti je 6 i 12 mjeseci. Stanje duga po srednjoročnim obveznicama sa 31.12.2017. godine iznosi 852,8 miliona KM (522,9 miliona USD). Rok dospijea obveznica emitovanih sa amortizacionom otplatom je 4 i 5 godina, dok je rok dospijea obveznica emitovanih sa jednokratnom otplatom 3, 5, 7 i 10 godina.

- 2) obveznica emitovanih za izmirenje obaveza definisanih Zakonom o unutrašnjem dugu RS, i to:

- i) obveznice za izmirenje obaveza po osnovu ratne štete sa rokom 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 31.12.2017. godine iznosi 289,8 miliona KM (177,7 miliona USD).

- 3) komercijalnih kredita kod domaćih banaka;

Stanje duga po ovim kreditima na dan 31.12.2017. godine iznosi 292,3 miliona KM (179,2 miliona USD). Ovi krediti otplaćuju se uz fiksnu ili varijabilnu kamatnu stopu, sa rokom dospijea od 3-12 godina i grejs periodom od 0-3 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 31.12.2017. godine, iznosi 98,3 miliona KM (60,3 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 i gotovinskim isplatama (prema procijenjenoj dinamici verifikacije), što se odražava na potrebe za finansiranjem. Ipak, Republika Srpska ovaj dug prikazuje u stanju duga prilikom izvještavanja, u skladu sa postojećom zakonskom regulativom. Stanje duga po osnovu ovih obaveza, na dan 31.12.2017. godine, iznosi 347,0 miliona KM (212,8 miliona USD).

## **2.2. Implementacija strategije u 2017. godini i evaluacija identifikovanih indikatora strukture duga**

U 2017. godini upravljanje dugom vršeno je u skladu sa smjernicama definisanim Strategijom upravljanja dugom za period 2016-2019. godine, koju je Vlada Republike Srpske usvojila u decembru 2016. godine.

U svrhu ispunjenja osnovnog cilja upravljanja dugom, definisanog dokumentom Strategija upravljanja dugom za period 2016-2019. godine tj. obezbjeđenja potrebnih finansijskih sredstava, u 2017. godini investicioni projekti su finansirani najvećim dijelom iz vanjskih koncesionih izvora, dok je finansiranje budžetske potrošnje bilo obezbijeđeno na domaćem tržištu.

Naime, drugu godinu za redom Vlada se suočila sa nedostupnošću izvora finansiranja budžetske potrošnje predviđenih strategijom i budžetom za 2017. godinu, zbog čega je od planiranog finansiranja putem vanjskih varijabilnih instrumenata 48,8% zamijenjeno domaćim fiksnim instrumentima, a 51,2% finansiranja, planiranog pomenutim instrumentom, nije realizovano. Sredstva za finansiranje budžetske potrošnje u 2017. godini pribavljena su u cjelini putem domaćih fiksnih instrumenata. Učešće kratkoročnih domaćih instrumenata u budžetskom finansiranju u 2017. godini iznosilo je 20,3%, a u ukupnom finansiranju 13,3%.

Od ukupnog finansiranja realizovanog u 2017. godini po osnovu investicionih projekata, 96,8% je pribavljeno putem fiksnih instrumenata (od čega se na vanjske instrumente odnosi 89,3%), 65,8% u valuti EUR, te 7,5% u domaćoj valuti. U 2017. godini, mogućnost izbora uslova prilikom povlačenja tranši postojala je kod 6 tranši, realizovanih po osnovu 5 ranije odobrenih kredita (što predstavlja 70,5% ukupno povučenih ino kreditnih sredstava u datoj godini), od kojih je kod 5 tranši povučenih po osnovu 4 kredita (što predstavlja 95,1% povučenih sredstava koja su imala pomenutu mogućnost), odabrana fiksna kamatna stopa, a koja je u prosjeku iznosila 1,8%.

U 2017. godini su od strane Narodne skupštine Republike Srpske prihvaćena tri nova vanjska zaduženja i sva tri su denominovana u EUR, sa promjenljivom kamatnom stopom, uz mogućnost fiksiranja kamatne stope po povlačenju. Uticaj ovih zaduženja na strukuru duga ostvariće se u narednom periodu prilikom povlačenja sredstava.

Narednom tabelom prikazani su indikatori strukture duga identifikovani strategijom, njihove ciljane veličine i evaluacija istih na kraju 2015, 2016. i 2017. godine.

Tabela 3. Identifikovani indikatori strukture duga i njihove vrijednosti na kraju 2015, 2016. i 2017. godine

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

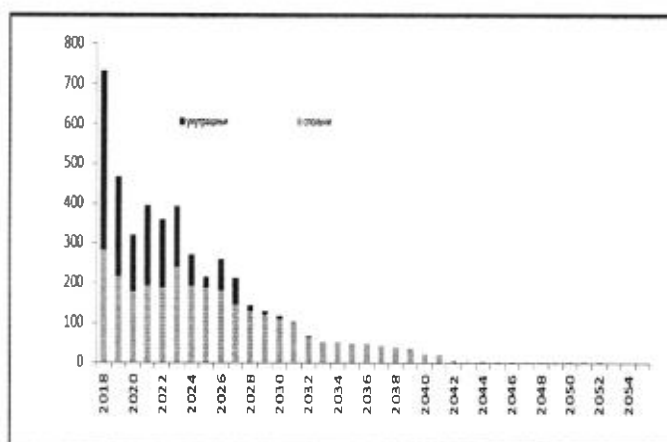
Izvor: MF RS

**Uopšteno gledajući, postojeći portfolio karakteriše nizak nivo troškova. Ponderisana prosječna kamatna stopa ukupnog duga je 2,2%, vanjskog duga 1,4%, a unutrašnjeg duga 3,6%.** Ovo je u najvećoj mjeri rezultat vanjskih 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, 35,9% je denominovano u konvertibilnim markama, dok je 37,5% denominovano u evru. S obzirom na važeći aranžman valutnog odbora, kojim je domaća valuta vezana za EUR, samo je 26,5% ukupnog portfolija izloženo valutnom riziku (tj. 20,7% ukoliko se SDR dekomponuje na sastavne valute i isključi dio zasnovan na EUR-u). U USD je denominovano 2,5% portfolija (tj. 10,4% ukoliko se SDR dekomponuje na sastavne valute), što nosi određen nivo rizika, imajući u vidu fluktuacije USD u proteklom, a i procjene za naredni period.

**Rizik refinansiranja je umjeren.** Od ukupnog portfolija, 71,9% je ugovoreno sa fiksnim uslovima. Prosječno vrijeme do dospijeca posmatranog portfolija je 6,4 godine. Prosječno vrijeme do dospijeca vanjskog duga je 8,0 godina, što je rezultat dugoročnih koncesionih zajmova, a prosječno vrijeme do dospijeca unutrašnjeg duga je 3,4 godine. Grafikonom 1 predstavljen je profil otplate postojećeg duga, iz kojeg su vidljivi značajni iznosi otplate unutrašnjeg (27,1% od ukupnog posmatranog duga) i vanjskog duga (9,7% od ukupnog posmatranog duga) u 2018. godini, kao rezultat dospijeca značajnih iznosa obaveza po osnovu domaćih srednjoročnih obveznica i dugoročnih kredita, te dospijeca 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

	Vanjski dug	Unutrašnji dug	Ukupan dug
Iznos (u milionima KM)	2.937,4	1.648,2	4.585,6
Iznos (u milionima USD)	1.801,2	1.010,6	2.811,8
Nominalni iznos duga u odnosu na BDP (%)	29,2	16,4	45,5
Sadašnja vrijednost duga u odnosu na BDP (%)	22,8	16,4	39,2
<b>Trošak zaduživanja</b>			
Iznos kamate u odnosu na BDP (%)	0,4	0,6	1,0
Prosječna ponderisana kamatna stopa, u % (WAIR)	1,4	3,6	2,2
<b>Rizik refinansiranja</b>			
Prosječno vrijeme do dospijea, u godinama (ATM)	8,0	3,4	6,4
Dug koji dospijeva u roku od godinu dana (% od ukupnog)	9,7	27,1	16,0
Dug koji dospijeva u roku od godinu dana (% BDP-a)	2,8	4,4	7,3
<b>Rizik kamatne stope</b>			
Prosječno vrijeme do refiksiranja, u godinama (ATR) <sup>16</sup>	5,7	3,3	4,8
Dug koji se refiksira u roku od godinu dana (% od ukupnog)	41,1	33,1	38,2
Dug sa fiksnom kamatnom stopom (% od ukupnog)	61,6	90,4	71,9
<b>Valutni rizik</b>			
Vanjski dug (% od ukupnog)			64,1
Kratkoročni vanjski dug (u % deviznih rezervi)			8,1

Izvor: MF RS

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

<sup>16</sup> Average time to refixing, ATR

### 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 zaduživanja na domaćem tržištu na kontituiranoj osnovi, te pristupiti međunarodnom finansijskom tržištu;
- 2) minimizirati troškove, uz prihvatljiv nivo rizika, imajući u vidu razvoj domaćeg tržišta hartija od vrijednosti.

U narednom srednjoročnom periodu (2018-2021), prethodno pomenuti ciljevi će biti ostvareni kroz strategiju *diverzifikacije izvora finansiranja i instrumenata*, koja je, od ukupno četiri analizirane, izabrana kao preferirana strategija<sup>17</sup>. Ova strategija obezbjeđuje niske troškove, uz prihvatljiv nivo rizika, što je posljedica nastavka korištenja dostupne podrške multilateralnih kreditora i omogućava unapređenje pozicije Republike Srpske u pogledu budućih izvora finansiranja, i to kroz razvoj domaćeg finansijskog tržišta i izlazak na međunarodno finansijsko tržište po prvi put. Na kraju posmatranog perioda, u odnosu na stanje na kraju 2017. 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), smanjuje se rizik refinansiranja domaćeg duga (mjereno prosječnim vremenom do dospijeća), rizik kamatne stope (mjereno učešćem duga koji se refiksira u godini dana u ukupnom dugu, te učešćem duga sa fiksnom kamatnom stopom u ukupnom dugu), kao i valutni rizik (mjereno učešćem kratkoročnog vanjskog duga u deviznim rezervama, te učešćem vanjskog duga, isključujući dug u EUR, u ukupnom dugu).

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;

<sup>17</sup> Za više detalja o rezultatima analize pogledati Prilog 2.

- 2) izrada, i eventualno revidiranje, srednjoročnog plana zaduživanja i kalendara aukcija zasnovanog na gotovinskom toku kako bi se osigurao stabilan obrazac ukupnih gotovinskih priliva u budžet na mjesečnom nivou;
- 3) objavljivanje kalendara aukcija na kvartalnoj osnovi i, u skladu sa mogućnostima, obezbjeđenje informacija o planiranim aukcijama u dužem vremenskom periodu;
- 4) konstantno održavanje ponude srednjoročnih finansijskih instrumenata na domaćem finansijskom tržištu, osiguravajući da su instrumenti i procedure efikasni i povoljni za primarno trgovanje, kako bi se omogućio razvoj domaćeg tržišta hartija od vrijednosti;
- 5) identifikovanje indikatora strukture duga - profil dospjeća duga, struktura kamatnih stopa, troškovi zaduživanja, stanje unutrašnjeg duga, izloženost valutnom riziku (ne računajući dug iskazan u EUR-u zbog postojanja aranžmana valutnog odbora) i utvrđivanje ciljanih veličina indikatora troškova i rizika;
- 6) praćenje kretanja portfolija duga u odnosu na identifikovane indikatore duga i godišnje izvještavanje o vrijednostima istih.

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

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

## Prilog 1. Obuhvat strategije upravljanja dugom

		Uključeno (✓) / Isključeno (X)	Razlog uključivanja u srednjoročnu strategiju upravljanja dugom	Iznosi sa 31.12.2017.	
				u mil. KM	u mil. USD
<b>1</b>	<b>Ukupan dug u skladu sa Zakonom (1.1.+1.2.+2.a.)</b>		<b>100,0%</b>	<b>5.315,0</b>	<b>3.259,1</b>
<b>1.1.</b>	<b>Vanjski dug</b>		<b>55,8%</b>	<b>2.965,4</b>	<b>1.818,4</b>
<b>1.1.1.</b>	<b>Republike Srpske</b>			<b>1.748,9</b>	<b>1.072,4</b>
1.1.1.1.	Relevantan vanjskidug	✓	Direktna obaveza sa jasnom obavezom otplate	1.736,0	1.064,5
1.1.1.2.	Relevantan vanjski dug-PK Njemačka	X	Direktna obaveza ali nije utvrđen način otplate	9,1	5,6
1.1.1.3.	Direktan vanjskidug	✓	Direktna obaveza sa jasnom obavezom otplate	3,8	2,4
<b>1.1.2.</b>	<b>Jedinica lokalne samouprave</b>			<b>110,2</b>	<b>67,6</b>
1.1.2.1.	Relevantan vanjskidug	✓	Indirektna obaveza sa jasnom obavezom otplate	93,9	57,6
1.1.2.2.	Direktan vanjskidug	X	Nije direktna niti indirektna obaveza	16,3	10,0
<b>1.1.3.</b>	<b>Javnih preduzeća i IRB-a</b>			<b>1.106,3</b>	<b>678,4</b>
1.1.3.1.	Relevantan vanjskidug	✓	Indirektna obaveza sa jasnom obavezom otplate	1.059,1	649,4
1.1.3.2.	Direktan vanjskidug	✓	Indirektna obaveza sa jasnom obavezom otplate	47,1	28,9
<b>1.2.</b>	<b>Unutrašnji dug</b>		<b>44,1%</b>	<b>2.345,9</b>	<b>1.438,5</b>
<b>1.2.1.</b>	<b>Republike Srpske</b>			<b>1.886,1</b>	<b>1.156,5</b>
<b>1.2.1.1.</b>	<b>projektovani unutrašnji dug</b>			<b>768,6</b>	<b>471,3</b>
1.2.1.1.1.	Emitovane dužničke obveznice (SDŠ, RŠ, OO)	✓	Direktna obaveza sa jasnom obavezom otplate	289,8	177,7
1.2.1.1.2.	Planirane emisije dužničkih obveznica (RŠ)	✓	Direktna obaveza sa jasnom obavezom otplate	33,5	20,6
1.2.1.1.3.	Planirane emisije dužničkih obveznica (SDŠ, RŠ, OO)	X	Direktna obaveza koja zavisi od procesa verifikacije	314,2	192,7
1.2.1.1.4.	Gotovinske isplate (OO, RŠ, SDŠ)	✓	Direktna obaveza sa jasnom obavezom otplate	98,3	60,3
1.2.1.1.5.	Planirane gotovinske isplate (OO, RŠ, SDŠ)	X	Direktna obaveza koja zavisi od procesa verifikacije	32,8	20,1
1.2.1.2.	Likvidne dugoročne obveznice	✓	Direktna obaveza sa jasnom obavezom otplate	852,8	522,9
1.2.1.3.	Trezorski zapisi	✓	Direktna obaveza sa jasnom obavezom otplate	82,0	50,3
1.2.1.4.	Zajmovi kod komercijalnih banaka	✓	Direktna obaveza sa jasnom obavezom otplate	182,7	112,0
1.2.2.	Jedinica lokalne samouprave	X	Nije direktna niti indirektna obaveza	294,0	180,3
<b>1.2.3.</b>	<b>Fondova socijalne sigurnosti</b>			<b>165,8</b>	<b>101,7</b>
1.2.3.1.	Direktno zaduženje	X	Nije direktna niti indirektna obaveza	59,9	36,7
1.2.3.2.	Indirektno zaduženje	✓	Indirektna obaveza sa jasnom obavezom otplate	105,9	65,0
<b>2</b>	<b>Garancije (a+b+c)</b>			<b>317,0</b>	<b>194,4</b>
a	Aktivirane garancije RS	✓	Izdate garancije koje su aktivirane i konver- tovane u dug	3,7	2,3
b	Neaktivirane garancije RS	X	Izdate garancije RS koje nisu aktivirane	313,3	192,1
c	Implicitne garancije RS	X	Dug javnih preduzeća, jedinica lokalne samouprave i drugi oblici implicitnih gar- ancija	0,0	0,0
<b>3</b>	<b>Ukupan dug uključen u srednjoročnu strategiju upravljanja dugom</b>		<b>86,3%</b>	<b>4.588,6</b>	<b>2.813,7</b>
<b>4</b>	<b>Ukupan dug isključen iz srednjoročne strategije upravljanja dugom</b>		<b>13,7%</b>	<b>726,4</b>	<b>445,4</b>

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 dugoročne domaće i dugoročne vanjske instrumente i za dva procentna poena na kratkoročne domaće instrumente, što doprinosi izravnavanju krive prinosa;
- **Kombinovani šok:** depresijacija 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 dugoročne domaće i dugoročne vanjske instrumente i jednog procentnog poena na kratkoročne 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 rebalansom budžeta Republike Srpske), te struktura izvora finansiranja po osnovu odobrenih investicionih projekata (utvrđena za period 2018-2021. godine na osnovu posljednjih podataka dobijenih od implementatora ino projekata) i instrumenti za finansiranje tih potreba su unaprijed utvrđeni. Pored toga, sve strategije obuhvatile su istu dinamiku verifikacije i izmirenja obaveza unutrašnjeg duga (definisanih Zakonom o unutrašnjem dugu RS). Varijacije u strategijama odnose se prvenstveno na izvore potrebne za finansiranje budžetskih izdataka (uključujući izdatke za otplatu, tj. refinansiranje duga) za naredne 3 godine (2019-2021) - oko 37% ukupnih potreba za finansiranjem u čitavom posmatranom periodu (2018-2021).

**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 kontinuiranog 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 - Kontinuirano prisustvo na međunarodnom tržištu kapitala.** Potrebe za finansiranjem se zadovoljavaju isključivo izdavanjem evroobveznica ili sličnih vanjskih komercijalnih instrumenata, a što zbog ograničenja u vidu kreditnog rejtinga zemlje, te relativno skromnih potreba za finansiranjem, može dovesti do rasta troškova. Ova strategija ne predviđa korištenje domaćih instrumenata, niti vanjskih koncesionih izvora.
- **Strategija 3 - Diverzifikacija izvora finansiranja i instrumenata.** Tokom datog perioda udio finansiranja iz vanjskih izvora se smanjuje u korist finansiranja iz domaćih izvora. Za finansiranje investicionih projekata koriste se vanjski 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 u prvoj godini posmatranog perioda koriste se kako vanjski (IMF, WB, evroobveznice), tako i domaći izvori finansiranja, dok se u narednim godinama postepeno povećava udio finansiranja putem srednjoročnih domaćih instrumenata, da bi do kraja posmatranog perioda to bio jedini oblik finansiranja. Korištenje vanjskih koncesionih i komercijalnih izvora finansiranja, kao i izdavanje srednjoročnih obveznica na domaćem tržištu, sa „bullet“ otplatom, doprinosi smanjenju rizika refinansiranja i rizika kamatne stope (imajući u vidu da se radi pretežno o fiksnim instrumentima), uz prihvatljiv nivo troškova.
- **Strategija 4 - Intenzivniji razvoj domaćeg tržišta.** Strategija predviđa izostanak podrške multilateralnih kreditora i vanjskih izvora finansiranja budžetske potrošnje, što iziskuje oslanjanje samo na domaće tržište. Obim instrumenata na domaćem tržištu je povećan, uz preusmjeravanje na dugoročne instrumente, a što zbog ograničenja prisutnih u domaćem bankarskom sektoru (izloženost prema javnom sektoru, interne politike ograničenja rokova plasmana u obveznice javnog sektora, itd.) može dovesti do povećanja cijene korištenih instrumenata.

Tabela 5: Struktura instrumenata finansiranja u analiziranim strategijama

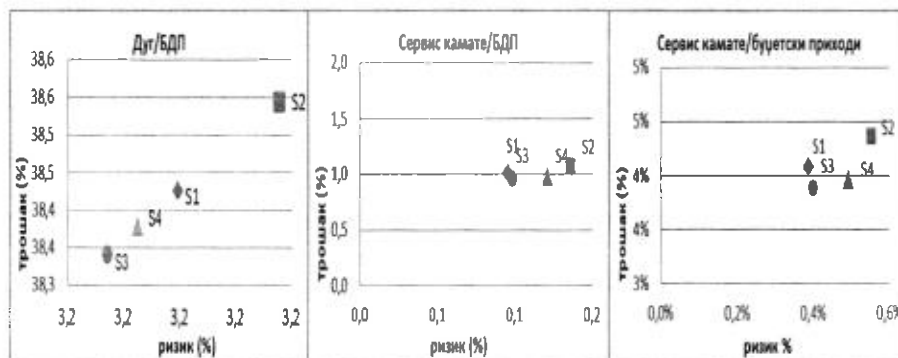
Instrumenti novog zaduživanja	S1	S2	S3	S4
Vanjski varijabilni USD	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Vanjski varijabilni EUR	17,0%	11,6%	13,0%	11,5%
Vanjski fiksni USD	10,4%	10,4%	10,5%	10,4%
Vanjski fiksni EUR	19,0%	19,0%	19,2%	18,9%
IMF varijabilni USD	5,5%	2,3%	6,8%	2,3%
Evroobveznice	36,9%	52,0%	15,6%	15,3%
Domaći krediti 5 g. fiksni	11,2%	4,7%	4,7%	4,7%
Domaći trezorski zapisi fiksni	0,0%	0,0%	0,0%	2,2%
Domaće obveznice 3 g. fiksne	0,0%	0,0%	0,0%	2,2%
Domaće obveznice 5 g. fiksne	0,0%	0,0%	9,1%	3,8%
Domaće obveznice 7 g. fiksne	0,0%	0,0%	12,5%	15,9%
Domaći krediti do 10 g. fiksni	0,0%	0,0%	8,5%	13,0%
Vanjski izvori	89%	95%	65%	58%
Domaći izvori	11%	5%	35%	42%

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.

Grafikon 2. Indikatori troškova i rizika posmatranih strategija



Rizik svake strategije je razlika između troškova koji proizlaze iz osnovnog scenarija i troškova koji nastaju nakon primjene 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 2021. godini. Standardni indikatori troškova i rizika za sve četiri strategije prikazani su Grafikonom 2 i Tabelom 6.

Tabela 6: Indikatori troškova i rizika na kraju 2015, 2016. i 2017. godine, te indikatori po posmatranim strategijama na kraju 2021. godine

	2015	2016	2017	S1	S2	S3	S4
Nominalni iznos duga u odnosu na BDP (%)	48,3	49,8	45,5	38,4	38,5	38,3	38,4
Sadašnja vrijednost duga u odnosu na BDP (%)	41,1	42,4	39,2	33,3	33,8	33,4	33,6
<b>Trošak zaduživanja</b>							
Iznos kamate u odnosu na BDP (%)	1,1	1,2	1,0	1,0	1,1	1,0	1,0
Prosječna ponderisana kamatna stopa, u % (WAIR)	2,2	2,3	2,2	2,5	2,7	2,4	2,4
<b>Rizik refinansiranja</b>							
Dug koji dospijeva u roku od godinu dana (% od ukupnog)	12,1	13,7	16,0	8,7	8,2	8,3	9,0
Dug koji dospijeva u roku od godinu dana (% BDP-a)	5,8	6,8	7,3	3,4	3,2	3,2	3,5
Prosječno vrijeme do dospijeća vanjskog duga, u god. (ATM)	7,6	7,8	8,0	6,7	6,3	7,0	7,0
Prosječno vrijeme do dospijeća unutrašnjeg duga, u god. (ATM)	3,2	3,4	3,4	2,4	2,5	4,0	4,3
Prosječno vrijeme do dospijeća ukupnog duga, u god. (ATM)	6,1	6,3	6,4	6,0	5,8	6,2	6,2
<b>Rizik kamatne stope</b>							
Prosječno vrijeme do refiksiranja, u godinama (ATR)	4,1	4,6	4,8	4,4	4,6	4,8	5,0
Dug koji se refiksira u roku od godinu dana (% od ukupnog)	45,4	42,0	38,2	31,0	26,5	29,2	27,4
Dug sa fiksnom kamatnom stopom (% od ukupnog)	62,5	66,0	71,9	76,1	80,0	77,4	79,9
<b>Valutni rizik</b>							
Vanjski dug (% od ukupnog)	68,0	66,6	64,1	83,2	85,9	72,5	69,9
Vanjski dug, isključujući dug u EUR (% od ukupnog)	32,6	30,6	26,5	23,0	21,6	23,6	21,7
Kratkoročni vanjski dug (u % deviznih rezervi)	7,4	9,2	8,1	5,9	4,5	4,5	4,5

Izvor: MF RS

**U pogledu troškova kamata i stanja duga, najniže nivoe troškova pokazuju strategije 3 i 4, strategija 1 nešto viši nivo, dok najviši nivo troškova pokazuje strategija 2.** Troškovi su najveći u strategiji 2, tj. strategiji 1, zbog potpunog tj. povećanog oslanjanja na skuplje vanjske izvore finansiranja. Veći udio vanjskih koncesionih i srednjoročnih domaćih izvora u strategiji 3, te domaćih kratkoročnih i srednjoročnih instrumenata, u strategiji 4, smanjuje troškove, a time i rizike (refinansiranja i refiksiranja). Sadašnja vrijednost duga je najmanja u strategijama 1 i 3, usljed većeg korištenja vanjskih koncesionih instrumenata, u odnosu na druge dvije posmatrane strategije. S druge strane, strategija 3 nosi nešto veći valutni rizik nego ostale strategije zbog većeg učešća vanjskih instrumenata koji su osjetljivi na promjene deviznih kurseva.

**Rizik refinansiranja najniži je kod strategija 3 i 4, rizik refiksiranja najniži je kod strategije 4 i 2, dok najlošije rezultate u pogledu pomenutih rizika pokazuje strategija 1.** Strategija 4 obezbjeđuje najduže prosječno vrijeme do dospijea portfolija unutrašnjeg, vanjskog, te ukupnog duga, a usljed većeg korištenja domaćih fiksnih instrumenata dužih ročnosti, kao i manjeg korišćenja vanjskih varijabilnih instrumenata, i onih sa kraćim ročnostima, u odnosu na ostale posmatrane strategije. Primjenom strategija 1 i 2 prosječno vrijeme do dospijea (unutrašnjeg, vanjskog i ukupnog duga) značajnije opada u poređenju sa strategijama 3 i 4, usljed oslanjanja na instrumente relativno kratke ročnosti na međunarodnom tržištu (u strategiji 2) i emitovanja instrumenata kraće ročnosti na domaćem tržištu (u strategiji 1). Prosječno vrijeme refiksiranja je najduže kod strategije 4, nešto niže kod strategije 3, te značajnije smanjenje kod strategija 1 i 2, što je odraz većeg učešća vanjskih varijabilnih instrumenata i domaćih fiksnih instrumenata kraćih ročnosti (u strategiji 1), te vanjskih fiksnih instrumenata sa kraćim ročnim dospelima (u strategijama 1 i 2).

**Pojedine strategije pokazuju značajno povećanje valutnog rizika.** U poređenju sa portfolijom u 2017. godini, na kraju 2021. godine udio duga denominovanog u stranim valutama u ukupnom dugu značajno se povećava u okviru svih posmatranih strategija, a posebno kod strategije 1 i 2. Ovo je odraz ciljeva strategija 1 i 2, u smislu povećanog korištenja vanjskih izvora finansiranja, te veće stope rasta vanjskog duga u odnosu na stopu rasta ukupnog duga u strategijama 3 i 4. Međutim, veoma je važno primijetiti da je valutni rizik značajno ublažen postojanjem aranžmana valutnog odbora kojim je domaća valuta fiksnim kursom vezana za EUR, te da je valutni rizik, izražen učešćem vanjskog duga u drugim valutama osim EUR u ukupnom dugu, primjenom svih strategija niži na kraju 2021. godine u odnosu na isti u 2017. godini.

**Imajući u vidu sve naprijed navedeno, za naredni period izabrana je strategija 3.** U poređenju sa drugim strategijama, ova strategija obezbjeđuje relativno niske troškove i prihvatljive rizike usljed korištenja dostupne podrške multilateralnih kreditora. Istovremeno, izabrana strategija obezbjeđuje dobru poziciju Republike Srpske u pogledu mogućih budućih izvora finansiranja, i to kroz podršku razvoju domaćeg tržišta i pristup međunarodnom tržištu kapitala. Troškovi finansiranja su najniži, kao i udio duga koji dospeluje u godini dana u BDP-u. Prosječno vrijeme do dospijea unutrašnjeg, vanjskog i ukupnog duga, prosječno vrijeme refiksiranja, kao i valutni rizik, su na prihvatljivom nivou. Profil otplate po odabranoj strategiji ujednačen je u poređenju sa ostalim strategijama, sa značajnim porastom 2023. godine, što je rezultat dospelja obaveza po osnovu emitovanih evroobveznica Republike Srpske.

## B. STRATEGIJA UPRAVLJANJA DUGOM FEDERACIJE BiH

### 1. PRAVNI I INSTITUCIONALNI OKVIR

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

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

Sve transakcije vezane za dug i garancije unutar FMF sprovodi Sektor za upravljanje dugom kojim rukovodi pomoćnik ministra, direktno je odgovoran ministru finansija. Sektor se sastoji iz tri odsjeka:

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

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

## 2. CILJEVI I OBUHVAT STRATEGIJE UPRAVLJANJA DUGOM

### 2.1. Ciljevi upravljanja dugom

Ciljevi upravljanja dugom Vlade Federacije BiH u periodu 2019.-2021. godine su:

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

### 2.2. Obuhvat Strategije

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

Tabela 1. Obuhvat Strategije

Vrsta duga	Uključen (v)/ Isključen (x)	Iznos (mil.KM)
<b>Vanjski dug FBiH, od čega:</b>		4.702,7
- Relevantni vanjski dug FBiH	v	4.623,7
- Direktni vanjski dug FBiH	v	79,0
<b>Unutrašnji dug FBiH, od čega:</b>		673,4
- Trezorski zapisi FBiH	v	40,0
- Trezorske obveznice FBiH	v	430,0
- Obveznice stare devizne štednje (SDŠ)	v	8,0
- Obveznice za ratna potraživanja (RT)	v	195,4
<b>GARANCIJE<sup>18</sup></b>	x	16,81
- Garancije FBiH <sup>19</sup>	x	16,81
- Garancije JP u vlasništvu FBiH	x	0,0
<b>UKUPAN dug obuhvaćen strategijom</b>		5.376,1

## 3. PORTFOLIO DUGA VLADE FEDERACIJE BIH

Ukupan portfolio duga za koji je odgovorna i kojim upravlja Vlada Federacije BiH na dan 31.12.2018. godine iznosi 5.376,1 mil.KM<sup>20</sup> (3.165,2 mil.USD ili 26,5% BDP-a Federacije BiH), a sastoji se od vanjskog duga u iznosu od 4.702,7 mil.KM (2.754,1 mil.USD ili 87,47% ukupnog duga) i unutrašnjeg duga u iznosu od 673,4 mil.KM (394,4 mil.USD ili 12,53% ukupnog duga).

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

19 Garancije FBiH obuhvataju: garancija na sindicirani kredit Željeznicama FBiH u iznosu od 78,92 mil.KM (stanje duga po ovoj garanciji na dan 31.12.2018. godine iznosi 16,81 mil.KM)

20 Kursna lista CBBH broj 256 od 29.12.2018. godine, vrijednost SDR-a na dan 28.12. 2018. godine 2,374847 KM

Tabela 2. Ukupan dug obuhvaćen Strategijom na dan 31.12.2018. godine

Opis	Vanjski dug	Unutrašnji dug	Ukupni dug
Iznos (u mil KM)	4.702,7	673,4	5.376,1
Iznos (u mil.USD)	2.754,1	394,4	3.148,5
Nominalni dug kao % BDP-a FBiH	23,3	3,3	26,5

### 3.1. Struktura vanjskog duga Federacije BiH na dan 31.12.2018. godine

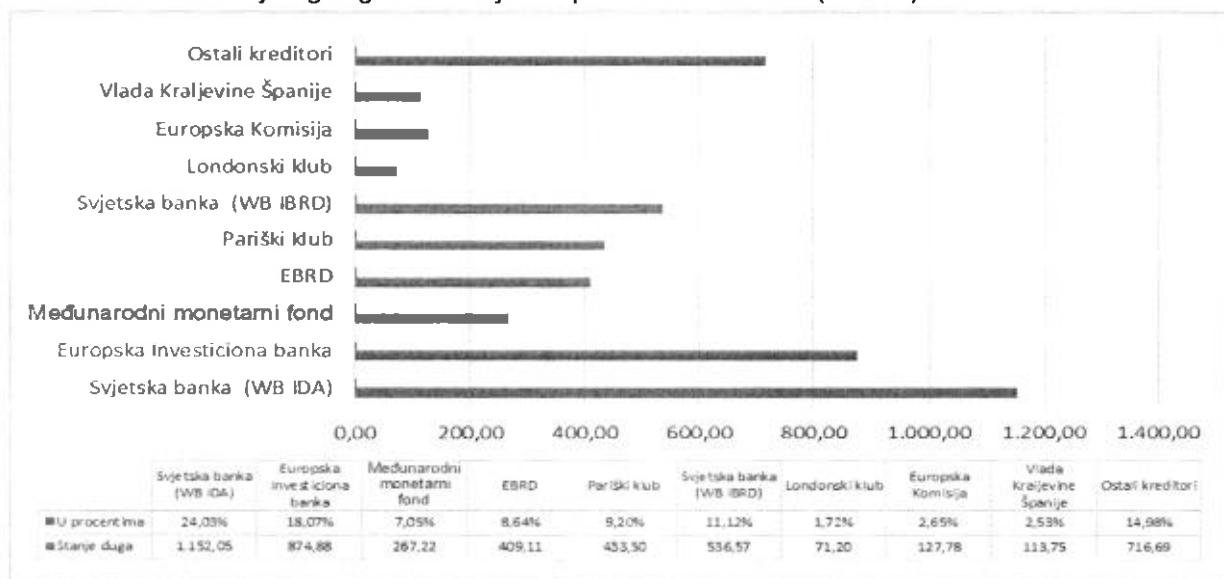
#### 3.1.1. Struktura vanjskog duga Federacije BiH po kreditorima

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

Tabela 3. Pregled vanjskog duga Federacije BiH po kreditorima

Kreditor	u USD	u KM
Svjetska banka (WB IDA)	674.677.986,9	1.152.047.745,9
Europska Investiciona banka	512.358.492,4	874.878.768,4
Međunarodni monetarni fond	156.494.464,6	267.222.436,0
EBRD	239.586.860,0	409.107.021,9
Pariški klub	253.872.481,8	433.500.464,0
Svjetska banka (WB IBRD)	314.233.941,0	536.570.794,4
Londonski klub	41.695.400,9	71.197.065,1
Europska Komisija	74.832.797,6	127.780.893,3
Vlada Kraljevine Španije	66.613.315,5	113.745.700,1
Ostali kreditori	419.717.346,1	716.689.193,9
Ukupno	2.754.083.086,8	4.702.740.083,0

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



### 3.1.2. Valutna struktura vanjskog duga Federacije BiH

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

Slika 2. Valutna struktura vanjskog duga Federacije BiH

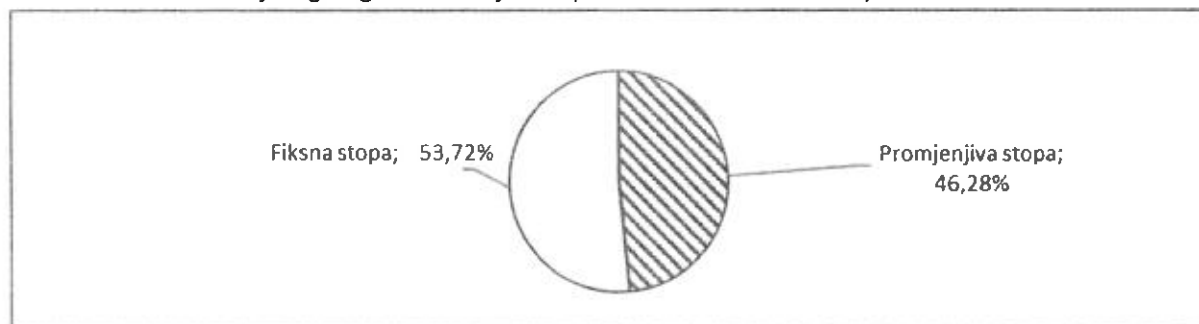


Dekompozicijom SDR-a<sup>21</sup>, udio EUR valute raste na 63,84%, a USD na 27,70% ukupnog vanjskog duga.

### 3.1.3. Kamatna struktura vanjskog duga Federacije BiH

Sa fiksnom kamatnom stopom ugovoreno je 2.526,43 mil.KM ili 53,72% vanjskog duga, a sa promjenjivom kamatnom stopom 2.176,31 mil.KM ili 46,28% vanjskog duga.

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



<sup>21</sup> Obračunska valuta IMF-a i nekih drugih kreditora. Sastoji se od 41.73% USD (američkog dolara), 30,93% EUR-a, Kineski Juan (Renminbi) CNY 10,92%, 8,33% JPY (japanski Yen) i 8,09% GBP (Funta Velike Britanije).

### 3.2. Struktura unutrašnjeg duga Federacije BiH na dan 31.12.2018. godine

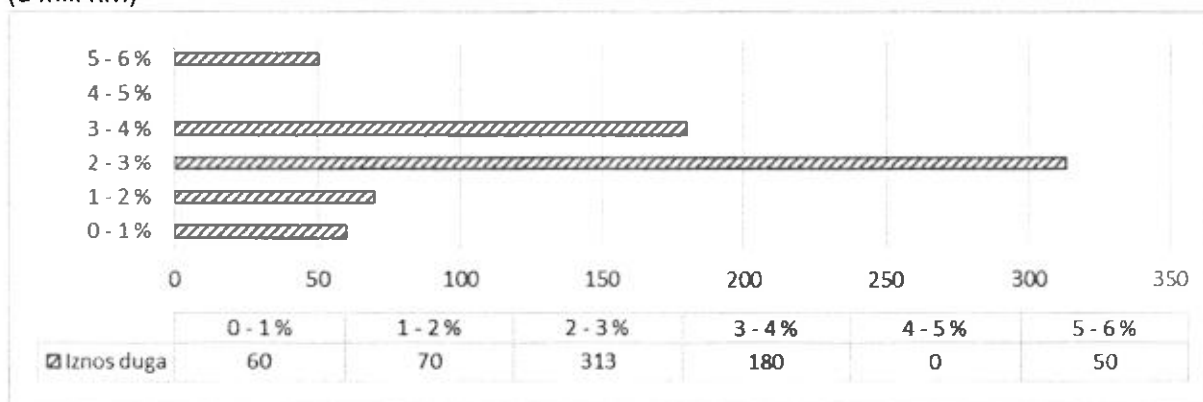
Unutrašnji dug koji je uključen u Strategiju sastoji se od duga u obliku vrijednosnih papira koji je nastao u skladu sa zakonom<sup>22</sup> i duga nastalog emisijom tržišnih vrijednosnih papira.

Tabela 4. Unutrašnji dug Federacije BiH uključen u Strategiju

Vrsta duga	Uključen (v)/ Isključen (x)	Iznos (mil.KM)
<b>Unutrašnji dug FBiH, od čega:</b>		673,4
- Trezorski zapisi FBiH	v	40,0
- Trezorske obveznice FBiH	v	430,0
- Obveznice stare devizne štednje (SDŠ)	v	8,0
- Obveznice za ratna potraživanja (RT)	v	195,4

#### 3.2.1. Kamatna struktura unutrašnjeg duga Federacije BiH

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



<sup>22</sup> Zakon o utvrđivanju i načinu izmirenja unutrašnjih obaveza Federacije Bosne i Hercegovine ("Službene novine Federacije BiH", br. 66/04, 49/05, 35/06, 31/08, 32/09, 65/09 i 42/11); Zakon o izmirenju obaveza na osnovu računa stare devizne štednje u Federaciji Bosne i Hercegovine ("Službene novine Federacije BiH", br. 62/09, 42/11, 91/13 i 101/16)



## 4. RIZICI PORTFOLIJA DUGA FEDERACIJE BiH

### 4.1. Karakteristike troškova i rizika portfolija duga Federacije BiH

Portfolio duga Federacije BiH ima relativno nisku ponderisanu prosječnu implicitnu kamatnu stopu od 1,7%. Prosječna ponderisana implicitna kamatna stopa za unutrašnji dug iznosi 2,7%, što je rezultat omjera obveznica emitovanih za izmirenje obaveza po osnovu stare devizne štednje i ratnih potraživanja koje imaju zakonom određenu kamatnu stopu 2,5% (217,4 mil.KM) i tržišnih dugoročnih vrijednosnih papira u obliku obveznica (430,0 mil.KM).

Prosječna ponderisana implicitna kamatna stopa za vanjski dug je nešto niža i iznosi 1,5%.

Tabela 5. Indikatori rizika portfolija duga Federacije BiH na dan 31.12.2018. godine

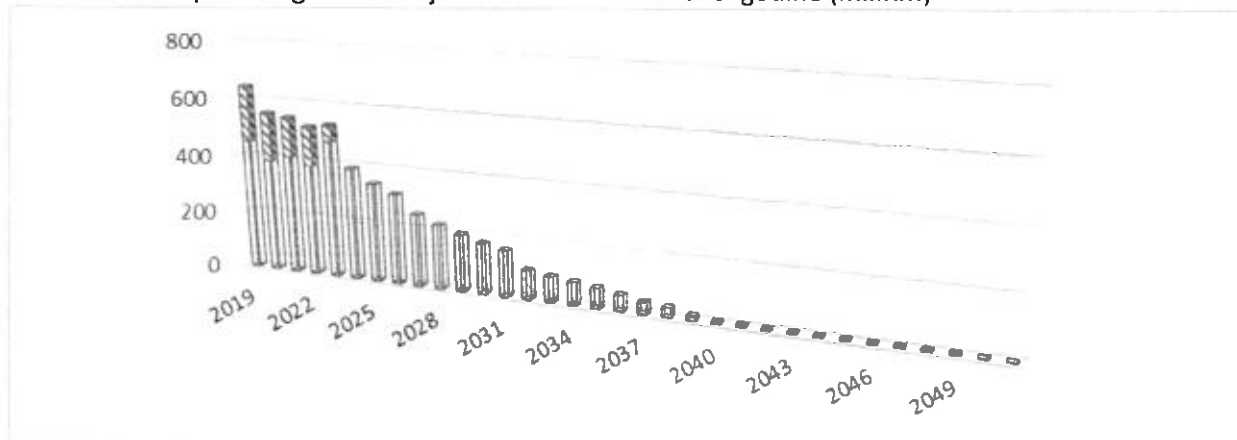
Indikatori rizika		Vanjski dug		Unutrašnji dug		Ukupni dug	
		2017.	2018.	2017.	2018.	2017.	2018.
Iznos duga (milioni KM)		4.739,4	4.702,7	866,2	673,4	5.605,6	5.376,1
Iznos duga (milioni USD)		2.906,1	2.754,1	522,9	394,4	3.437,3	3.148,5
Nominalni dug u % BDP		23,3	23,2	4,3	3,3	27,6	26,5
Sadašnja vrijednost duga u % BDP		21,2	21,0	4,3	3,3	25,4	24,4
Troškovi duga	Kamata kao % BDP	0,3	0,4	0,1	0,1	0,5	0,4
	Prosječna ponderisana kamata (%)	1,5	1,5	2,6	2,7	1,7	1,7
Rizik refinansiranja	Prosječno vrijeme dospjeća (godine)	6,7	6,8	2,4	2,1	6,0	6,2
	Dospjeće duga u sljedećoj godini (% ukupnog)	10,6	9,0	30,1	27,3	13,6	11,3
	Dospjeće duga u sljedećoj godini (% BDP)	2,5	2,1	1,3	0,9	3,8	3,0
Kamatni rizik	Prosječno vrijeme refiksiranja (godine)	3,8	3,7	2,4	2,1	3,6	3,5
	Dug koji se refiksira u sljedećoj godini (% ukupnog)	50,6	50,3	30,1	27,3	47,4	47,4
	Dug sa fiksnom kamatnom stopom (% ukupnog)	52,8	53,7	100,0	100,0	60,1	59,5
Valutni rizik	Devizni dug (% ukupnog duga)					84,5	87,5
	Kratkoročni devizni dug (% rezervi)					6,0	3,4

### 4.2 Rizik refinansiranja

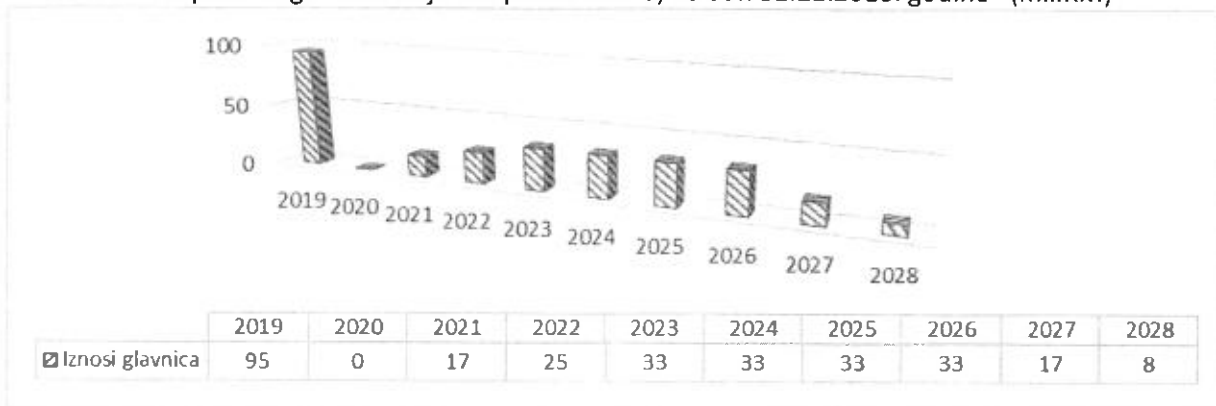
Rizik refinansiranja je relativno veliki i za unutrašnji i za vanjski dug i koncentriran je na kratki i srednji rok. Profil otplate naginje ka kratkom i srednjem roku. Prosječno vrijeme dospjeća (ATM) za unutrašnji dug je 2,1 godina, a 6,8 godina za vanjski dug. Kraće prosječno vrijeme dospjeća unutrašnjeg duga u odnosu na vanjski dug rezultat je obaveza po osnovu unutrašnjeg duga utvrđenih zakonom (obveznice izdane za izmirenje stare devizne štednje i ratnih potraživanja), i razvijenosti

domaćeg tržišta vrijednosnih papira s obzirom da na istom ne postoji značajniji tržišni potencijal za izdavanjem obveznica sa dužim rokom dospjeća).

Slika 3. Profil otplate duga Federacije BiH na dan 31.12.2018. godine (mil.KM)



Slika 4. Profil otplate duga Federacije BiH prema IMF-u, na dan 31.12.2018. godine (mil.KM)



### 4.3 Kamatni rizik

Udio portfolija duga koji se se refiksira unutar jedne godine iznosi 48,0% i rezultat je činjenice da je gotovo pola portfolija vanjskog duga ugovoreno sa varijabilnom kamatnom stopom (cca 47,0%) kao i kratkog roka dospjeća tržišnih vrijednosnih papira emitovanih na domaćem tržištu. Povećanje referentnih kamatnih stopa za jedan procentni poen povećalo bi otplatu duga za cca 14 mil.USD godišnje (cca 24 mil.KM).

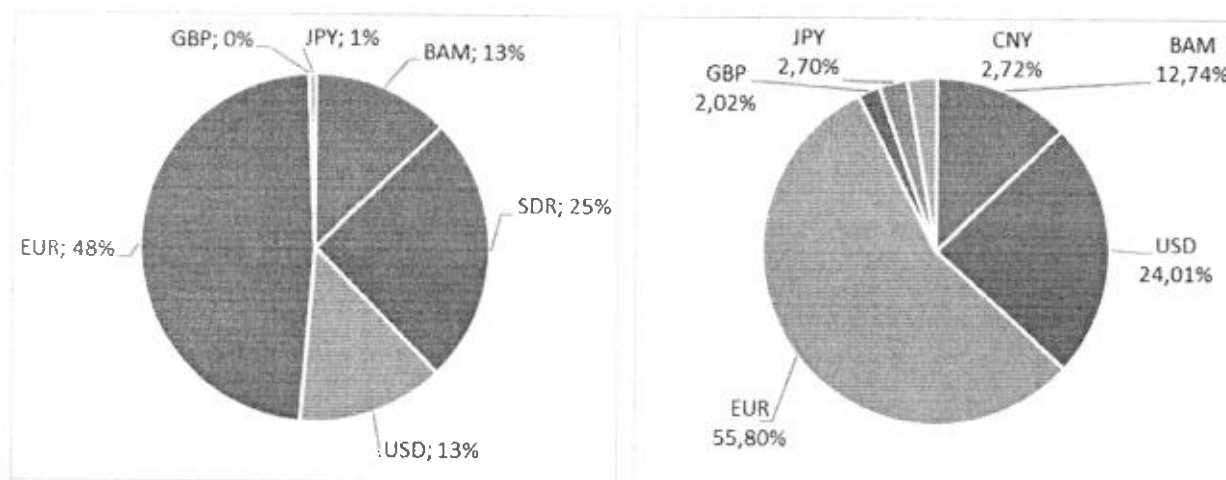
Za refiksiranje vanjskog duga prosječno je potrebno 3,7 godina, a 2,1 godina za refiksiranje unutrašnjeg duga.

### 4.4 Valutni rizik

Najzastupljenije valute u portfoliju duga Federacije BiH su EUR (48,8%), SDR (24,9%) i USD (13,6%) i KM (12,7%). Dekompozicijom SDR-a, udio EUR valute raste na 55,8% ukupnog duga a USD na 24,0%.

Valutni rizik portfolija duga Federacije BiH je dosta izražen. Približno 40% vanjskog duga je osjetljivo na promjene deviznih kurseva uzimajući u obzir njegovu valutnu strukturu (EUR – 55,1%, SDR – 28,6% i USD – 15,6%), u kojoj, nakon dekompozicije SDR-a, udio EUR valute u ukupnom vanjskom dugu iznosi 63,94% (Slika 2.).

Slika 5. Valutna struktura ukupnog duga Federacije BiH prema stanju duga na dan 31.12.2017. godine, prije i poslije dekompozicije SDR-a



#### 4.5 Potencijalne obaveze

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

##### 4.5.1 Garancije

Vlada Federacije BiH je 2010. godine izdala unutrašnju garanciju za JP Željeznice Federacije BiH po osnovu sindiciranog kredita u iznosu od 78,9 mil.KM (stanje duga na dan 31.12.2018. godine iznosi 16,81 mil.KM).

U periodu koji obuhvata ova Strategija ne očekuje se aktiviranje garancije, te stoga nije uključena u njen obuhvat.

#### 4.5.2 Preuzimanje obaveza krajnjih korisnika

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

### 5. MAKROEKONOMSKI OKVIR<sup>23</sup>

Projekcije rasta imaju uporište u očekivanom nastavku pozitivnih ekonomskih prilika u svijetu, kao i u neposrednom okruženju uz pojačani doprinos internih kretanja.

U Bosni i Hercegovini se u 2018. godini očekuje dodatno jačanje ekonomskog rasta, te se očekuje da bi stopa realnog rasta BDP-a mogla iznositi 3,2%, sa ključnim osloncem rasta u povećanju domaće tražnje, dok se u periodu od 2019. - 2021. godine očekuje nastavak rasta po prosječnoj stopi od 3,6%.

Makroekonomski scenarij za period obuhvaćen ovim dokumentom izrađen je od strane Ministarstva finansija-financija u junu tekuće godine, uvažavajući vanjske i unutrašnje faktore koji utiču na kretanja glavnih pokazatelja, kao i potencijalne rizike po projekcije.

Osnovni pokazatelji ekonomskih kretanja u Federaciji BiH u prvom kvartalu 2018. godine upućuju na nastavak inflacije, te pozitivna kretanja u sferi tržišta rada, industrijske proizvodnje i vanjskotrgovinske razmjene.

Tabela 6. Makroekonomski pokazatelji za Federaciju BiH za period 2019. – 2021. godine (u mil KM)

Indikator	2019	2020	2021
Javni prihodi (uključujući grantove) (u mil KM)	2.056,20	2.077,50	2.144,20
Primarni rashodi javnog sektora (u mil KM)	1.503,45	1.477,55	1.469,03
Rashodi javnog sektora (u mil KM)	1.624,54	1.616,49	1.615,74
Izdaci za kamate (u mil KM)	121,08	138,94	146,71
Devizne rezerve (mil.USD)	7.331,57	7.847,35	8.294,95
BDP (Nominalni) (u mil KM)	21,20	21,58	21,92
Nominalni rast u %	1,80	1,60	2,60
Realni BDP (u mil KM) (prethodna g. = 100)	21,47	22,22	23,00
Realni rast u %	3,30	3,50	3,80

<sup>23</sup>Dokument okvirnog budžeta Federacije BiH 2019.–2021.godine, Federalno ministarstvo finansija/financija, Sarajevo, juni/srpanj 2018. godine

Tabela 7. Makroekonomski rizici i implikacije po strategiju upravljanja dugom

<b>Realni sektor</b>		
- 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.
<b>Fiskalni sektor</b>		
- Održivost duga	Srednja	Pritisak na rastuće rashode i kapitalne investicije bi povećao finansijske potrebe. Potencijalne obaveze, bilo iz bankarskog sektora ili državnih preduzeća, bi mogle dovesti do povećanja bruto finansijskih potreba i troškova finansiranja i pogoršanja fiskalnog bilansa, što bi moglo rezultirati većim domaćim i vanjskim zaduženjem.
<b>Platni bilans</b>		
- 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.
<b>Inflacija</b>		
- Cijene roba/kurs valuta	Srednja do mala	U Bosni i Hercegovini je, nakon višegodišnjeg smanjenja ukupnog nivoa cijena, u 2017. godine registrovana inflacija (1,7% g/g). Pretpostavljeno kretanje inflacije u Bosni i Hercegovini u osnovnom scenariju za 2019-2021. godinu trebalo bi se zadržati na nivou iz 2017. godine. Veća inflacija bi mogla povećati troškove servisiranja duga.
<b>Finansijski sistem</b>		
- Sveukupno stanje	Srednja	Stopa adekvatnosti kapitala bankarskog sistema je znatno viša od zakonskog minimuma i predstavlja zadovoljavajuću kapitaliziranost ukupnog sistema za postojeći nivo izloženosti rizicima i jaku osnovu za očuvanje njegove sigurnosti i stabilnosti.

## 6. IZVORI FINANSIRANJA

### 6.1. Vanjski izvori finansiranja

Vanjska finansijska sredstva koja Federaciji BiH stoje na raspolaganju i planira ih angažovati u periodu 2019 – 2021. godine procjenjuju se na 1.790,7 mil.KM<sup>24</sup> (1.059,8 mil.USD<sup>25</sup>). Uzimajući u obzir ciljeve definisane ovom Strategijom, troškove i rizike ugovaranja zajmova, Federacija BiH će nastaviti sa politikom maksimiziranja zaduživanja kod multilateralnih finansijskih institucija, a procjene ukazuju da bi se 62,2% planiranih potreba moglo zadovoljiti finansiranjem iz ovih izvora. Obzirom da Bosni i Hercegovini više nisu dostupna sredstva pod IDA uslovima, vanjsko finansiranje će se pomjeriti prema manje koncesionalnom.

Tabela 8: Pregled procijenjenog finansiranja iz vanjskih izvora u periodu 2019.-2021. godina

Kreditor	Kamatna stopa	Grace period	Rok otplate	Valuta	Finansiranje mil.USD	%	Rizici
IBRD	Fiksna ili varijabilna	5-10	18-30	EUR	39,4	12,95	Rizik refiksiranja za varijabilnu
EIB	Fiksna ili varijabilna	4-5	25	EUR	348,9	32,92	Rizik refiksiranja za varijabilnu
IMF <sup>26</sup>	Varijabilna	4,5	10	SDR	137,3	12,95	Rizik refiksiranja, refinansiranja, i valutni rizik
EBRD	Fiksna ili varijabilna, 6MEURIBOR+1%	3-5	12-15	EUR	97,2	9,17	Rizik refiksiranja za varijabilnu
Kuvajtski fond	Fiksna, 2%	5	25	KWD	34,0	3,21	Valutni rizik
Saudijski fond	Fiksna, 1% - 2%	5	25	SAR	3,5	3,51	Valutni rizik
OPEC fond	Fiksna, 2%	10	20	USD	68,2	6,43	Valutni rizik
CEB	Fiksna ili varijabilna	5	10	EUR	30,8	2,90	Rizik refiksiranja za varijabilnu
IFAD	Fiksna, 0,75%	10	30	SDR	6,3	0,59	Rizik refiksiranja, refinansiranja, i valutni rizik
IDA	Fiksna	5	25	SDR	75,4	7,12	Rizik refinansiranja
KfW	Fiksna	2,5 - 10	12 - 20	EUR	214,7	20,26	Rizik refinansiranja
Ostala sredstva	Fiksna ili varijabilna	3-5	10-15	EUR	4,2	0,94	Rizik refinansiranja i refiksiranja za varijabilnu
UKUPNO					1.059,8	100,00	

<sup>24</sup> Prema podacima jedinica za implementaciju projekata

<sup>25</sup> Preračun izvršen po kursu KM:USD na dan 30.09.2018. godine (1USD=1,689556 KM)

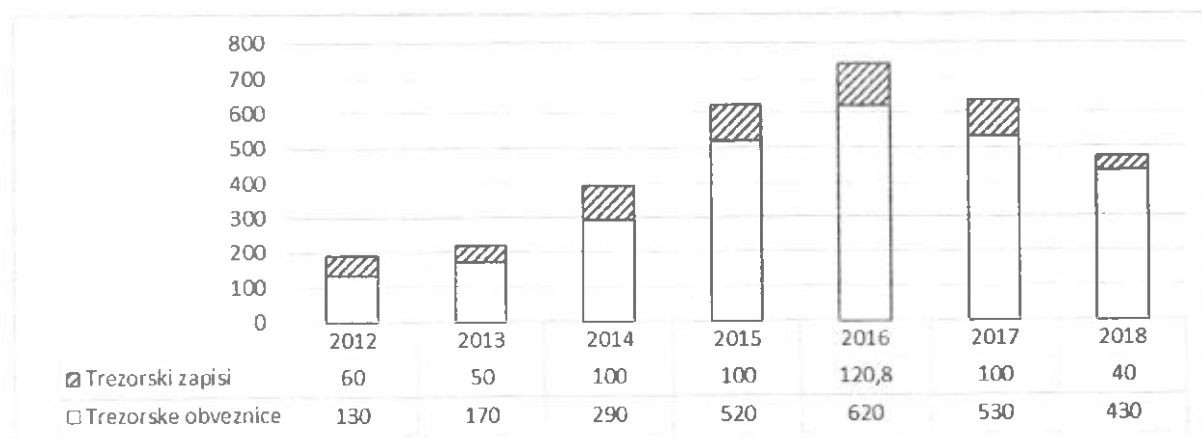
<sup>26</sup> Navedeno se odnosi na Prošireni aranžman IMF-a (Extended Fund Facility)

## 6.2. Domaći izvori finansiranja

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

Domaće komercijalne banke su najveći investitori u trezorske zapise i tržišne obveznice Vlade Federacije BiH i uglavnom ih čuvaju do dospelja, iako se, u manjem obimu, u posljednje vrijeme ovim vrijednosnim papirima trguje i na sekundarnom tržištu.

Slika 6. Kretanje visine unutrašnjeg duga Federacije BiH po osnovu tržišnih vrijednosnih papira u periodu 2012-2018 (mil.KM)



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

Broj emisija i visina ponude trezorskih zapisa (ročnosti tri, šest, devet i dvanaest mjeseci) će varirati zavisno od potreba trezora u procesu upravljanja likvidnošću. Za buduća izdanja obveznica, u skladu sa interesima investitora, nastojat će se produžiti ročnost vrijednosnih papira<sup>27</sup> izdavanjem obveznica sa dospeljem dužim od sedam godina, pored postojećih ročnosti od dvije, tri, pet i sedam godina. Sve aukcije tržišnih vrijednosnih papira Federacije BiH održavaju se u skladu sa godišnjim indikativnim kalendarom aukcija, koji Ministarstvo finansija objavljuje na svojoj web stranici.

Tabela 9. Struktura, troškovi i rizici domaćih izvora finansiranja

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

<sup>27</sup> Do sada su emitovane obveznice ročnosti tri, pet i sedam godina

## 7. PRETPOSTAVKE CIJENA I OPISI SCENARIJA ŠOKA

U ovom dijelu predstavljeni su osnovni scenarij i tri zamjenska scenarija finansiranja potreba Vlade Federacije BiH. Pretpostavke visine kamatnih stopa i procjenjeno kretanje vrijednosti deviznih kurseva za vanjski dug u periodu 2019. – 2021. godina preuzeti su od Ministarstva finansija i trezora BiH.

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

Pretpostavke o budućim kretanjima fiksnih kamatnih stopa na vanjski dug zasnovane su na krivuljama prinosa na njemačke i američke obveznice polovinom 2017. godine.

Za projekcije varijabilnih kamatnih stopa, 6M LIBOR<sup>28</sup> i 6M EURIBOR<sup>29</sup> pretpostavljeno je da će razlika između vrijednosti 6M EURIBOR (6M LIBOR) i prinosa na njemačke jednogodišnje obveznice (američke jednogodišnje obveznice) biti jednaka tokom posmatranog perioda.

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

Tabela 10. Procjenjene visine kamata na instrumente duga u periodu 2018. – 2021. godina korištene u MTDS AT

Naziv instrumenta	Kamata			
	2018	2019	2020	2021
Koncesionalni USD Fiksni	2,50%	2,90%	3,09%	3,15%
Koncesionalni EUR Fiksni	2,05%	2,07%	2,45%	2,87%
Koncesionalni USD Varijabilni	2,49%	2,89%	3,08%	3,14%
Koncesionalni EUR Varijabilni	-0,27%	-0,25%	0,13%	0,55%
IMF EFF <sup>30</sup> USD Varijabilni	0,96%	1,36%	1,55%	1,61%
5y Eurobond	4,75%	5,94%	6,30%	6,47%

Tabela 11. Procjenjeni spread (margina) na instrumente duga sa varijabilnom kamatnom stopom u periodu 2018. – 2021. godina korištene u MTDS AT

Naziv instrumenta	Spread			
	2018	2019	2020	2021
Koncesionalni USD Varijabilni	0,97%	0,97%	0,97%	0,97%
Koncesionalni EUR Varijabilni	0,97%	0,97%	0,97%	0,97%
IMF EFF USD Varijabilni	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%

<sup>28</sup> London Interbank Offered Rate

<sup>29</sup> Euro Interbank Offered Rate

<sup>30</sup> Extended Fund Facilities



Bosna i Hercegovina ima kreditni rejting B od S&P<sup>31</sup> i B3 od Moody's<sup>32</sup>. Oba kreditna rejtinga su nepovoljna i svrstavaju Bosnu i Hercegovinu u skupinu zemalja sa visokim kreditnim rizikom – neinvestitorski rejting, odnosno u grupu zemalja koja može da izmiruje trenutne dugoročne obaveze, ali nepovoljna ekonomska kretanja mogu dovesti do problema u servisiranju njenih obaveza. Od svih zemalja u regionu BiH ima najlošiji kreditni rejting.

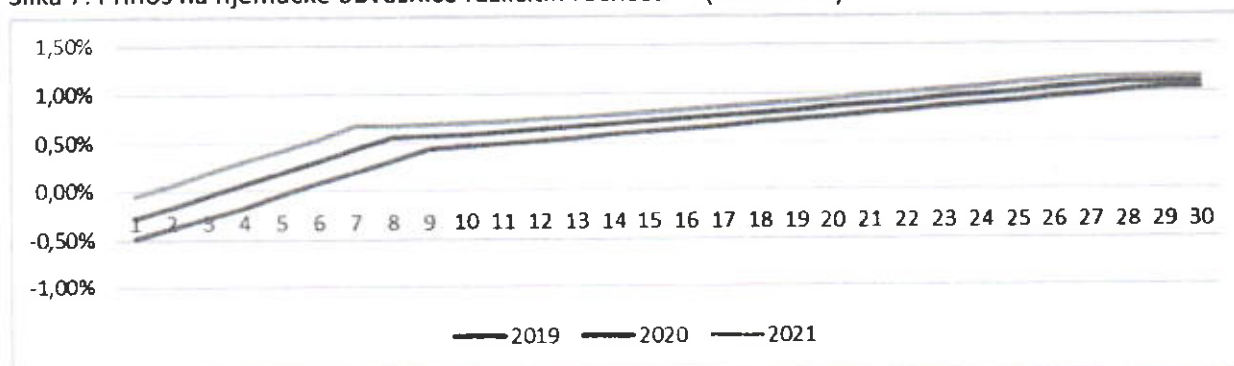
Tabela 12: Pregled dugoročnog rejtinga pojedinih zemalja iz šireg okruženja

Država	Moody's Investors Service	Standard & Poor's
	Dugoročni / izgled	Dugoročni / izgled
Albanija	B1 / stabilan	B+ / stabilan
<b>Bosna i Hercegovina</b>	<b>B3 / stabilan</b>	<b>B / stabilan</b>
Bugarska	Baa2 / stabilan	BBB- / pozitivan
Crna Gora	B1 / pozitivan	B+ / stabilan
Grčka	B3 / pozitivan	B+ / pozitivan
Hrvatska	Ba2 / stabilan	BB+ / pozitivan
Mađarska	Baa3 / stabilan	BBB- / pozitivan
Makedonija	-	BB- / stabilan
Rumunija	Baa3 / stabilan	BBB- / stabilan
Slovenija	Baa1 / stabilan	A+ / pozitivan
Srbija	Ba3 / stabilan	BB / stabilan

Izvor: Centralna banka Bosne i Hercegovine<sup>33</sup>

Mada je to postala uobičajna praksa u regiji, Federacija BiH još uvijek nije emitovala vrijednosne papire na međunarodnom finansijskom tržištu. Izgledno je da Federacija BiH, neće izlaziti na međunarodno finansijsko tržište u periodu na koji se Strategija odnosi.

Slika 7. Prinos na njemačke obveznice različitih ročnosti - (Nov 2018.)<sup>34</sup>



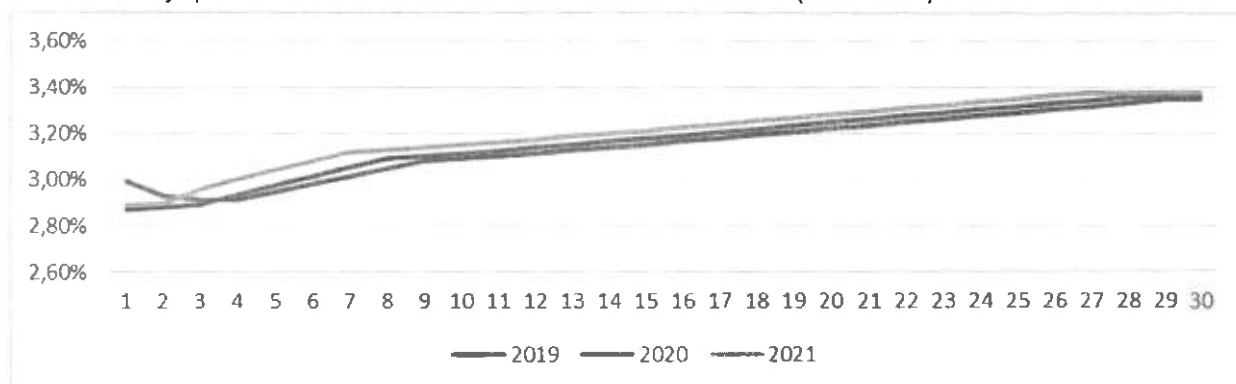
<sup>31</sup> Standard and Poor's – agencija za procjenu kreditnog rejtinga

<sup>32</sup> Moody's Investors Service - agencija za procjenu kreditnog rejtinga

<sup>33</sup> Bloomberg, podaci ažurirani 9.11.2018. godine

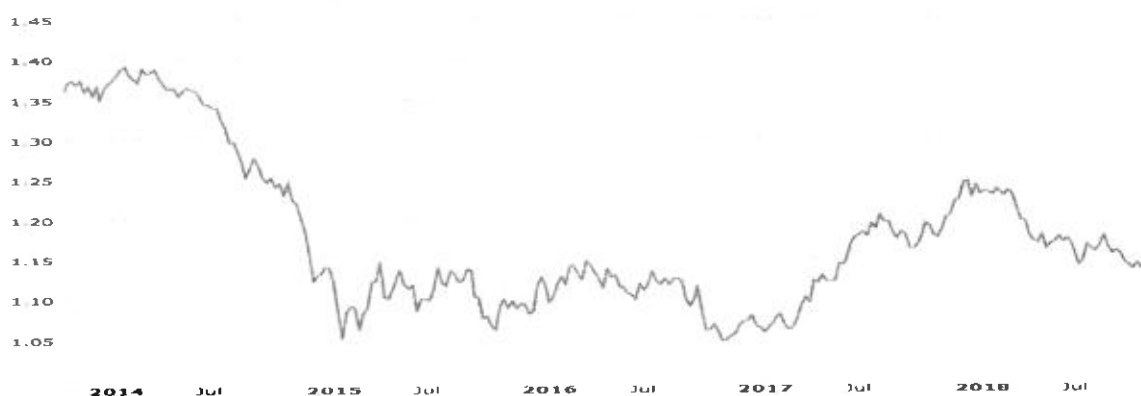
<sup>34</sup> Izračun FMF

Slika 8. Krivulja prinosa na američke obveznice različitih ročnosti - (Nov 2018.)<sup>35</sup>



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

Slika 9. Kurs EUR/USD 2014 -2018. godine



Izvor: Bloomberg

Pretpostavka je da će odnos EUR/USD, odnosno KM/USD u 2018. godini deprecirati za 1,4% u odnosu na njegovu vrijednost u decembru 2017. godine, a zatim u periodu 2019-2021. godine 1,3%, 0,8% i 0,3% respektivno.

### 7.1. Scenario nepredviđenih događaja (Šok scenario)

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

Ovaj odjeljak analizira četiri strategije finansiranja potreba Vlade Federacije BiH kako bi se odredio odnos troškova i rizika za svaku pojedinačnu strategiju.

<sup>35</sup> Izračun FMF

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

Šok valutnog (deviznog) kursa:

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

Šok kamatnih stopa:

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

Scenariji šokova:

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

Tabela 13. Stilizovani instrumenti portfolija duga Federacije BiH

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

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

Indikatori rizika		Portfolio duga		
		2017. godina	2018. godina	Izabrana strategija Kraj 2021. godine
Nominalni dug (% BDP-a)		27,6	26,5	27,8
Sadašnja vrijednost (% BDP-a)		25,4	24,4	25,6
Ponderisana prosječna kamata (%)		1,7	1,7	1,7
Rizik refinansiranja	ATM Vanjski dug (godine)	6,7	6,8	7,0
	ATM Unutrašnji dug (godine)	2,4	2,1	2,4
	ATM Ukupni dug (godine)	6,0	6,2	6,3
Kamatni rizik	ATR (godine)	3,6	3,5	3,8
	Dug koji se refiksira u 1 g (% ukupnog duga)	47,4	47,4	49,6
	Dug po fiksnoj kamati (% ukupnog duga)	60,1	59,5	60,7
Valutni rizik	Devizni dug (% ukupnog duga)	84,5	87,5	83,0
	Kratkoročni devizni dug (% rezervi)	6,0	3,4	2,8

## 7.2. Opis alternativnih strategija zaduživanja

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

**Osnovni scenario -Strategija (S1) zaduživanje Federacije BiH u skladu sa Nacrtom budžeta za 2019. godinu i PJI-a za period 2019-2021. godine** Finansiranje razvojnih projekata do 2021. godine procijenjeno je na 1.790,7 mil.KM. Vanjski izvori finansiranja su okvirno identificirani. Budžetska podrška će se finansirati sredstvima prikupljenim emisijama trezorskih zapisa i trogodišnjih, petogodišnjih, sedmogodišnjih i desetogodišnjih obveznica u obimu koji osigurava i razvoj domaćeg tržišta.

**Strategija 2 (S2) zaduživanje Federacije BiH u skladu sa Nacrtom budžeta za 2019. godinu i PJI-a za period 2019-2021. godine.** Uslovi pod kojima bi se Federacija BiH trebala zadužiti za finansiranje razvojnih projekata bi trebali pretežno uključivati fiksne kamatne stope uz preferiranu valutu EUR. Budžetska podrška će se finansirati sredstvima prikupljenim emisijama trezorskih zapisa i trogodišnjih, petogodišnjih, sedmogodišnjih i desetogodišnjih obveznica u obimu koji osigurava i razvoj domaćeg tržišta.

**Strategija 3 (S3):** zaduživanje Federacije BiH u skladu sa Nacrtom budžeta za 2019. godinu i PJI-a za period 2019-2021. godine. Uslovi pod kojima bi se Federacija BiH trebala zadužiti za finansiranje razvojnih projekata bi trebali (u cilju procjene tako nastalih troškova) pretežno uključivati promjenjive kamatne stope uz preferiranu valutu EUR. Budžetska podrška će se finansirati sredstvima prikupljenim emisijama trezorskih zapisa i trogodišnjih, petogodišnjih, sedmogodišnjih i desetogodišnjih obveznica u obimu koji osigurava i razvoj domaćeg tržišta.

**Strategija 4 (S4):** zaduživanje Federacije BiH u skladu sa Nacrtom budžeta za 2019. godinu i PJI-a za period 2019-2021. godine. Budžetsko finansiranje definisano Nacrtom budžeta za 2019. godinu, je zamjenjeno izdavanjem dugoročne petogodišnje Euroobveznice na inozemnom tržištu vrijednosnih papira uključujući i refinansiranje vrijednosnih papira koji dospjevaju u tom periodu.

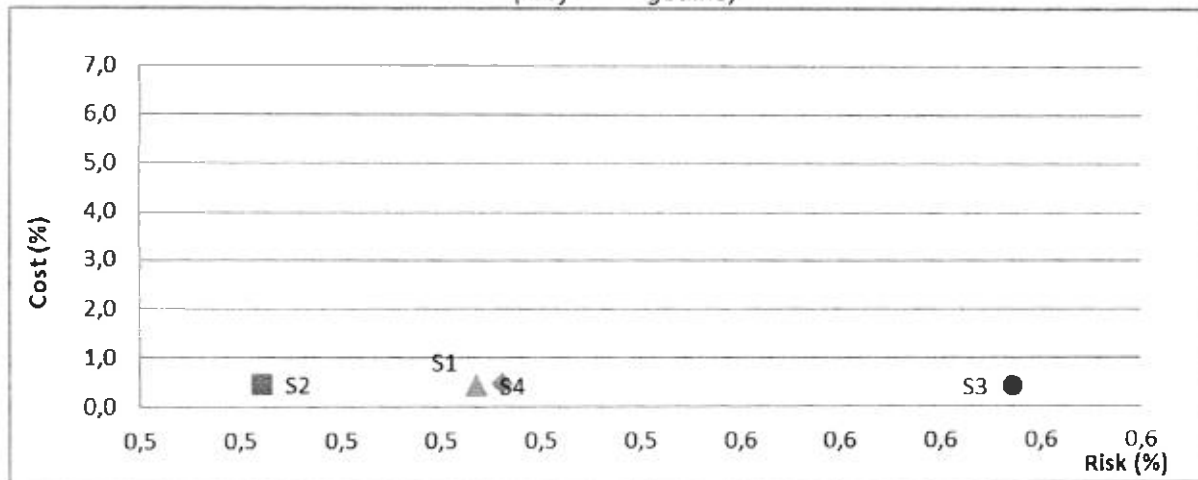
### 7.3. Analiza troškova i rizika alternativnih strategija zaduživanja

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

Trošak servisiranja duga je najosjetljiviji na promjene kamatnih stopa. Dug sa visokim kamatnim stopama generiše tokom vremena veće troškove duga, odnosno povećava potrebe za refinansiranjem. Strategija S3 ima najmanje troškove (Slika 10.) zbog strukture duga u kojoj dominira vanjsko zaduživanja u EUR-ima po varijabilnim kamatnim stopama obzirom da su referentne kamatne stope na istorijski niskim nivoima. Strategija S2 je najskuplja jer predviđa zaduživanje na inozemnom tržištu kapitala u kojima dominira zaduženje po fiksnim kamatnim stopama. Strategije S2 i S4 su približno jednako skupe strategije i imaju nešto 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 0,502% – 0,577%.

Najrizičnija je Strategija S3, koja je podrazumjevala finansiranje Vladinih potreba refinansiranjem unutrašnjeg duga u obliku trezorskih zapisa i trezorskih obveznica, kao i zaduživanje u većem obimu po varijabilnim stopama za realizaciju PJI 2019 – 2021. godine.

Slika 10. Učesće troškova kamata u BDP-u (kraj 2021. godine)



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

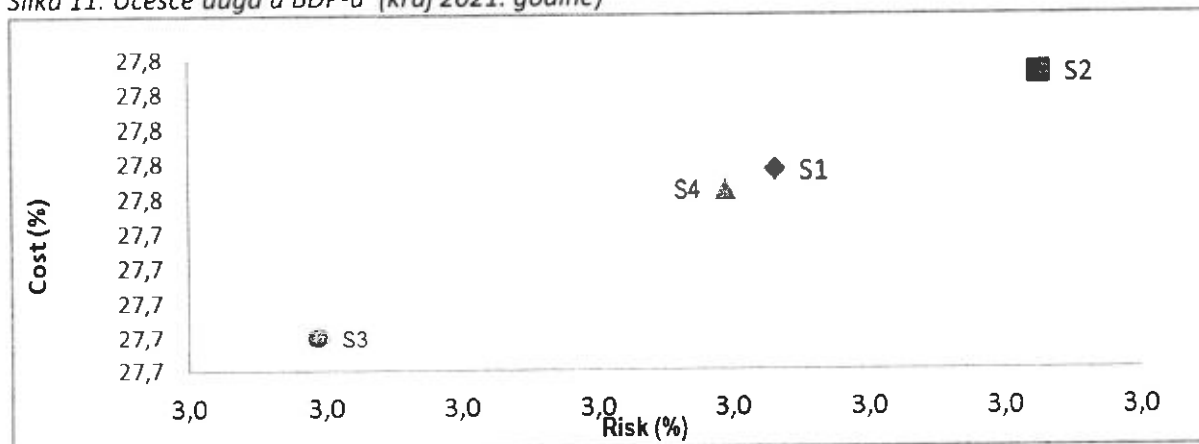
Portfolio koji ima veći udio ne-eurskih valuta u stanju neotplaćenog vanjskog duga je rizičniji. Strategija S4 je najosjetljivija strategija na oscilacije deviznih kurseva, zbog niskog udjela domaćeg zaduživanja i značajnijeg vanjskog zaduživanja u neeurskim valutama (SDR, USD).

Kao i u slučaju prethodnog indikatora kada posmatramo bazni scenarij, strategija S1 je najjeftinija i manje rizična u odnosu na ostale strategije. Strategije S2 i S3 jednako su rizične strategije i jeftitije su u odnosu na Strategiju S4.

Strategija S4 je najosjetljivija na promjene jer predviđa refinansiranje kratkoročnih vrijednosnih papira i zaduživanje u neeurskim valutama (USD, SDR) u cilju realizacije projekata u okviru PJI za period 2019-2021. godina.

Utjecajem valutnog šoka u drugoj godini strategije, odstupanje risk scenarija u odnosu na bazni scenarij kreće se u rasponu od 3,0390%-3,0413%, s tim da je najmanje odstupanje kod strategije S2, obzirom da se budžetske potrebe finansiraju na domaćem tržištu dok je posuđivanje na vanjskom tržištu uglavnom u EUR valuti (zaduživanje u EUR-ima za realizaciju PJI 2019-2021).

Slika 11. Učesće duga u BDP-u (kraj 2021. godine)



## 7.4. Indikatori rizika alternativnih strategija

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

Tabela 15. Indikatori rizika po strategijama na kraju 2021. godine

		Početni portfolio	S1	S2	S3	S4
<b>Nominalni dug u % BDP</b>		<b>26,5</b>	<b>27,8</b>	27,8	27,7	27,8
<b>Sadašnja vrijednost duga u % BDP</b>		<b>24,4</b>	<b>25,6</b>	25,0	26,1	25,5
<b>Troškovi kamata u % BDP</b>		<b>0,4</b>	<b>0,5</b>	0,5	0,4	0,4
<b>Implicirana kamatna stopa (%)</b>		<b>1,7</b>	<b>1,7</b>	1,7	1,6	1,7
<b>Rizik refinansiranja</b>	Dug koji dospjeva u 1. godini (% ukupnog)	<b>11,3</b>	<b>13,1</b>	12,5	12,4	11,9
	Dug koji dospjeva u 1. godini (% BDP)	<b>3,0</b>	<b>3,6</b>	3,5	3,4	3,3
	Prosječno dospjeće portfolija (godine)	<b>6,2</b>	<b>6,3</b>	6,6	6,3	6,4
	Prosječno dospjeće domaći dug (godine)	<b>2,1</b>	<b>2,4</b>	2,2	2,2	2,5
	Prosječno dospjeće vanjski dug (godine)	<b>6,8</b>	<b>7,0</b>	7,3	6,9	7,2
<b>Kamatni rizik</b>	Prosječno vrijeme refiksiranja (godine)	<b>3,5</b>	<b>3,8</b>	4,8	2,9	3,9
	Refiksiranje duga u 1. godini (godine)	<b>47,4</b>	<b>49,6</b>	41,7	60,1	46,3
	Dug sa fiksnom kamatom (% ukupnog duga)	<b>59,5</b>	<b>60,7</b>	68,0	49,6	62,8
<b>Devizni rizik</b>	Devizni dug u % ukupnog duga	<b>87,5</b>	<b>83,0</b>	86,1	86,3	82,4
	Kratkoročni devizni dug u % rezervi	<b>4,8</b>	<b>2,8</b>	2,8	2,8	2,8

Poredeći indikatore rizika predloženih strategija sa rizicima trenutnog portfolija duga, primjetan je porast udjela duga prema BDP-u. U skladu sa naprijed navedenim uočljivo je i povećanje NPV vrijednosti duga obzirom da Bosna i Hercegovina nije više zemlja kojoj je dostupno finansiranje po IDA<sup>36</sup> uslovima. Prosječna implicitna ponderisana kamatna stopa u svim strategijama je približno ista. Poredeći strategije međusobno, može se reći da strategija S1 doprinosi produženju prosječnog vremena do dospijeca (ATM) za vanjski dug na 7,0 godine zaduživanjem kod kreditora sa dužim rokom otplate i grace periodom.

S2 ima najveći obim zaduživanja po fiksnim kamatnim stopama, te zbog toga smanjuje rizik refiksiranja u odnosu na ostale strategije, što rezultira da je ATR veći u odnosu na ATR ostalih strategija i iznosi 4,8 godine. Strategije 2 i 4 smanjuju iznos duga koji bi bilo potrebno refiksirati obzirom da je zaduženje za realizaciju PJI po povoljnim uslovima (grace period i duži rok otplate), dok se na domaćem tržištu refinansiraju vrijednosni papiri koji dospijevaju na naplatu u posmatranom periodu. Strategije S1 i S3 povećavaju iznos duga koji treba refiksirati u narednoj godini (sa 47,4% na 49,6 odnosno 60,1% respektivno). To povećanje rezultat je kreditnih uslova izabranih kreditora a u vezi realizacije velikih infrastrukturnih projekata iz PJI 2019 – 2021. godine te načina na koji finansiramo budžetsku potošnju.

<sup>36</sup> Projekcija BDP-a u dokumentu okvirnog budžeta Federacije BiH je možda preoptimistična

Udio duga sa fiksnom stopom bi se u svim posmatranim strategijama osim u Strategiji 3 (preferiranje zaduženja za realizaciju PJI po varijabilnim stopama uz angažovanje sredstava u sklopu EFF-a), povećao ili ostao na približno istom nivou u odnosu na njegovo učešće u početnom portfoliju i kretao bi se od 60,7% (strategija S1 – zaduživanje za PJI, budžetska podrška se finansira na domaćem tržištu) do 68,0%, koliko bi iznosi u Strategiji S2 (preferiranje fiksne kamatne stope). Nakon analize troškova rizika i alternativnih strategija zaduživanja definisana je *poželjna strategija zaduživanja* u periodu koji obuhvata ova Strategija.

*Vlada Federacije BiH je izabrala **Strategiju S1** koju će provoditi u periodu 2019-2021. Izabrana strategija, odnosno indikatori izabrane strategije S1 u 2021. godini su u skladu sa smjernicama za upravljanje dugom. Strategija S1 podrazumjeva implementaciju PJI 2019-2021 u skladu sa preporukama iz Strategije emitovanje vrijednosnih papira na domaćem tržištu u cilju budžetske podrške i refinansiranja postojećeg duga.*

## **8. SMJERNICE ZA UPRAVLJANJE DUGOM**

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

### **8.1 Sveukupna struktura portfolija duga**

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

Smjernice za strukturu portfolija duga su sljedeće:

- Održavanje duga u KM i EUR valuti iznad 60% ukupnog portfolija duga
- Održanje udjela duga s fiksnom kamatnom stopom preko 50% ukupnog portfolija duga
- Vrijeme prosječnog dospjeća ukupnog duga produžiti na 6,3 godina<sup>37</sup>

### **8.2 Smjernice za zaduživanje**

Glavne smjernice za zaduživanje Federacije BiH su sljedeće:

- Prilikom planiranja zaduživanja voditi računa da se održi ravnomjerna struktura otplate po godinama u cilju minimiziranja rizika refinansiranja;
- Radi smanjenja valutnog rizika maksimalno koristiti zaduživanje u EUR i KM;

<sup>37</sup> Smjernica iz Strategije upravljanja dugom 2016 – 2018 je bila: održavati prosječno vrijeme dospjeća ukupnog duga iznad 6,5 godina. Obzirom da plan angažovanja sredstva za infrastrukturne projekte predviđen planom zaduživanja za 2017. godinu nije realizovan, došlo je do smanjenja oba indikatora: ATM i ATR-a.



- 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 trenutnog makroekonomskog okvira (DOB 2019-2021) praćenjem ovakve strategije zaduživanja na kraju 2021. godine mogao bi se očekivati slijedeće stanje po indikatorima rizika:

- prosječno vrijeme dospelja kredita (ATM) ne bi trebalo biti manje od 6,5 godina
- prosječno vrijeme refiksiranja kredita (ATR) će iznositi 3,8 godinu
- učešće servisiranja kamata po osnovu duga u prihodima će iznositi manje od 10%.

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

## **9. KOMUNIKACIJA SA TRŽIŠTEM**

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

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

## C. SREDNJOROČNA STRATEGIJA UPRAVLJANJA DUGOM BRČKO DISTRIKTA

Javni dug Brčko distrikta BiH (DB) izražen u domaćoj valuti u periodu 2007-2017. godine je porastao sa 15,25 mil KM u 2007.g. na 41,80 mil KM na kraju 2017.godine, odnosno odnos duga prema BDP je porastao sa 2,7 % u 2007.g. na 5,2 % u 2017.godini.

### Zakonodavni okvir za upravljanje javnim dugom DB

a) **Sa nivoa Bosne i Hercegovine:** Zakon o zaduživanju, dugu i garancijama Bosne i Hercegovine i Zakon o izmirenju obaveza po osnovu računa stare devizne štednje.

b) **Na nivou Brčko distrikta BiH:** Zakon o unutrašnjem dugu Brčko distrikta Bosne i Hercegovine; Zakon o izmirenju obaveza po osnovu računa stare devizne štednje emisijom obveznica u Brčko distriktu BiH; *Statut Brčko distrikta BiH*; Zakon o Direkciji za finansije; Zakon o Trezoru; Zakon o budžetu.

### Institucionalni okvir za upravljanje javnim dugom DB

U skladu sa članom 22. Statuta Brčko distrikta BiH, u nadležnosti *Skupštine Brčko distrikta BiH* je i odlučivanje, na prijedlog gradonačelnika, o javnim zajmovima i zaduživanjima Distrikta, u skladu sa pravilima i politikom Centralne banke Bosne i Hercegovine.

Nadležnost *Direkcije za finansije* u postupku zaduživanja je utvrđena Zakonom o Trezoru, koji predviđa odgovornost *Trezora*, kao organizacionog dijela Direkcije za finansije, za ukupan dug, uključujući novo zaduživanje, planiranje i upravljanje dugom, te da Trezor učestvuje u ugovoranju kreditnih aranžmana između Distrikta i, između ostalih, inozemnih kreditora.

Zakonom o budžetu Brčko distrikta BiH, određeno je da se Distrikt može zaduživati na osnovu odluke *Skupštine*, da zaduživanje može nastati i u slučaju, između ostalih, finansiranja kapitalnih investicija i posebnih programa koje je odobrila Skupština, te da je *Direkcija za finansije* nadležna da upravlja dugom i vodi evidenciju o dugu.

### Karakteristike postojećeg profila duga DB sa 31.12.2017.godine

Javni dug Brčko distrikta Bosne i Hercegovine (Distrikt) sa 31.12.2017.godine je iznosio 25,6 miliona USD ili 5,2 procenta BDP-a Distrikta, od čega je vanjski dug iznosio 23,4 miliona USD (4,8 procenta BDP-a Distrikta), a domaći dug 2,2 miliona USD (0,4 procenta BDP-a Distrikta). Udio vanjskog duga u ukupnom dugu je 91,5 procenta, a domaćeg 8,5 procenta.

U Direkciji za finansije Brčko distrikta Bosne i Hercegovine (Direkcija za finansije) sa 31.12.2017.godine nije bilo evidentiranih izdatih garancija.

U valutnoj strukturi javnog duga Distrikta najveći procenat se odnosi na valutu EUR 74,80 %, zatim slijedi USD, BAM, Kineski i Japanski jen i Britanska funta. Vanjski dug se sastoji od duga ugovorenog putem BiH (države) i duga kojeg su direktno ugovorile vlasti Distrikta.

Oko 82% ukupnog duga odnosi se na multilateralne kreditore (EBRD, WB, IMF, CEB, OPEC-a) i jednog bilateralnog kreditora (Austrija) koji čini 9 % od ukupnog javnog duga Distrikta.

Domaći dug čini jedan zajam komercijalne banke po varijabilnoj kamatnoj stopi i iznosi 9% od ukupnog javnog duga Distrikta. Obveznice za staru deviznu štednju s dospijecem od 2-3 i 5 godina koje su u prethodnom periodu činile strukturu unutrašnjeg duga, isplaćene su u toku 2016.godine.

Ukupan javni dug Distrikta karakteriše niska ponderisana prosječna kamatna stopa (Tabela 1), koja za ukupan dug iznosi 1,6%, odnosno za vanjski dug 1,4% a unutrašnji 4%. Ovo je rezultat visokog učešća vanjskog zaduživanja i niskih referentnih kamatnih stopa. Prosječno vrijeme do dospijeca je relativno kratko, za unutrašnji dug je 3 godine a za vanjski 4,4 godine. Profil otplate (Slika 2) naginje prema kraćem roku otplate domaćeg duga i vrhuncem otplate vanjskog duga u 2018. i 2019.godini. Kako bi se smanjio rizik refinansiranja potrebno je prilikom novog zaduživanja produžiti ročnost ukupnog duga.

Kamatni rizik za ukupni dug je visok obzirom da 100% unutrašnjeg i 75% vanjskog duga refiksira u sljedećoj godini, a što je posljedica činjenice da oko 74% od ukupnog portfolia duga čini dug sa varijabilnom kamatnom stopom.

Valutni rizik postojećeg portfolia duga je nizak iako je učešće vanjskog duga u ukupnom dugu 91,5%, a što proizilazi iz činjenice da u valutnoj strukturi vanjskog duga visoko učešće ima valuta EUR tako da je valutnom riziku izloženo svega 16% ukupnog duga.

## **Makroekonomski okvir**

Distrikt ima uravnotežen tekući budžet, tako da je cjelokupno zaduživanje u svrhu finansiranja kapitalnih izdataka. Lokalne vlasti su procijenile ukupne potrebe za investicionim zaduživanjem za svaku godinu (Tabela 2) na osnovu postojećih i planiranih kapitalnih projekata (Projekat „Obilaznica“ Brčko, Projekat hitnog oporavka od poplava, Projekat stambene obnove (OPEC Fond) i planirane rekonstrukcije „Luka“ Brčko.) Na osnovu toga su ukupne potrebe za zaduživanjem uključene u MTDS analizu kao dio bruto finansijskih potreba.

## **Izvori finansiranja**

Glavni vanjski multilateralni kreditori su EBRD, Svjetska banka, MMF, OPEC, CEB i jedan bilateralni Austrija. U periodu MTDS-a (2018.-2021.g), DB planira zaduženje za novi investicioni projekat kod Evropske banke za obnovu i razvoj (EBRD).

## **Ciljevi i smjernice za upravljanje javnim dugom DB u periodu 2018-2021**

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

Polazeći od ovako definiranog strateškog cilja za upravljanje javnim dugom DB, te iskazanih indikatora rizika postojećeg profila duga sa krajem 2017.godine, operativni ciljevi, kao i smjernice kojima se rukovodio menadžment duga prilikom predlaganja prihvatljive strategije za upravljanje javnim dugom DB za period 2018-2021.godina su sljedeće:

#### Operativni ciljevi:

Cilj je da se izmijeni struktura vanjskog duga u korist duga sa fiksnom kamatnom stopom.

Cilj je da se izmijeni struktura vanjskog duga u korist duga u EUR sa dužim rokovima dospeljaća.

Cilj je da se na području Distrikta pokrene tržište dugoročnih trezorskih obveznica.

#### Smjernice:

- da se prosječno vrijeme do promjene kamatne stope (ATR) ukupnog duga poveća sa 1,8 godina na 2,9 godina, a u cilju smanjenja izloženosti kamatnom riziku;
- da se prosječno vrijeme do dospeljaća (ATM) ukupnog duga poveća sa 4,3 godina na minimalno 7,0 godina, a u cilju smanjenja rizika refinansiranja;

#### Preporuke

Menadžment za upravljanje javnim dugom Distrikta Brčko preporučuje kao prihvatljivu strategiju preferiranja multilateralnih kreditora (nova zaduženja u EUR po mogućnosti sa fiksnom kamatnom stopom) za investicione projekte od ključnog značaja za ubrzaniji ekonomski rast i razvoj Distrikta Brčko 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 javnim dugom koja pored ostalog podrazumijeva i jačanje kapaciteta u pogledu ljudskih i materijalnih resursa za upravljanja javnim dugom.