

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 2019-2022. godina

Sarajevo, jun 2020. 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 2018. GODINI	7
5. MAKROEKONOMSKI OKVIR	8
6. IZVORI FINANSIRANJA	9
6.1. VANJSKI IZVORI FINANSIRANJA	9
6.2. UNUTRAŠNJI IZVORI FINANSIRANJA	9
7. ANALIZA STRATEGIJE BIH.....	10
7.1. OPIS SREDNJOROČNIH STRATEGIJA UPRAVLJANJA DUGOM ENTITETA I BRČKO DISTRIKTA	10
7.2. ANALIZA TROŠKOVA I RIZIKA STRATEGIJE BIH	11
8. SMJERNICE	12
II SREDNJOROČNE STRATEGIJE UPRAVLJANJA DUGOM ENTITETA I BRČKO DISTRIKTA.....	13
A. STRATEGIJA UPRAVLJANJA DUGOM REPUBLIKE SRPSKE	13
B. STRATEGIJA UPRAVLJANJA DUGOM FEDERACIJE BIH.....	30
C. SREDNJOROČNA STRATEGIJA UPRAVLJANJA DUGOM BRČKO DISTRIKTA	52

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 podrazumjeva da 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, Srednjoročna strategija upravljanja dugom BiH za period 2019-2022. 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 („Službeni glasnik BiH“, br. 28/06, 76/06, 72/07, 97/11, i 100/13);
- Zakon o izmirenju obaveza po osnovu računa stare devizne štednje u Federaciji Bosne i Hercegovine („Službene novine Federacije Bosne i Hercegovine“, br. 62/09, 42/11, 91/13 i 101/16);
- Zakon o izmirenju obaveza po osnovu računa stare devizne štednje emisijom obveznica u Brčko distriktu Bosne i Hercegovine („Službeni glasnik Brčko distrikta BiH“, br. 16/09, 19/10, 31/11, 20/13 i 06/18);
- Zakon o trezoru Brčko distrikta BiH („Službeni glasnik Brčko distrikta BiH“, br. 3/07, 19/07 i 2/08, 35/17, 52/18, 03/19 i 34/19);
- Zakon o unutrašnjem dugu Brčko distrikta Bosne i Hercegovine („Službeni glasnik Brčko distrikta BiH“, br. 27/04 i 19/07);
- Zakon o utvrđivanju i načinu izmirenja unutrašnjih obaveza FBiH („Službene novine Federacije Bosne i Hercegovine“, br. 66/04, 49/05, 35/06, 31/08, 32/09, 65/09, 42/11 i 35/14);
- Zakon o unutrašnjem dugu Republike Srpske („Službeni glasnik Republike Srpske“, br. 1/12, 28/13, 59/13 i 44/14).

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 2018. godine iznosilo je 11.106,6 mil KM. Strategija BiH obuhvata dug¹ koji predstavlja direktnu ili indirektnu obavezu Institucija BiH, entiteta i DB, a što predstavlja 10.179,8 mil KM, odnosno 91,7% 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 njihovu direktnu ili indirektnu obavezu.

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

Strategija BiH ne obuhvata:

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

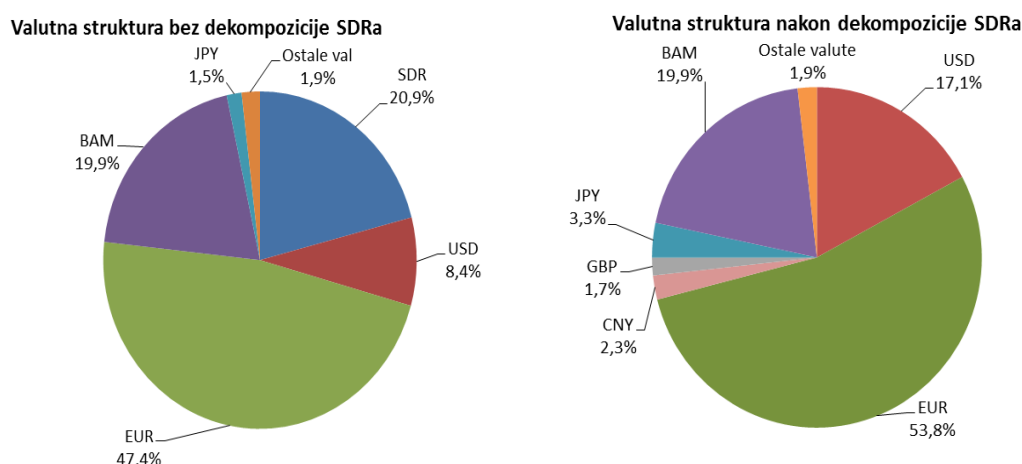
Ukupan dug uključen u Strategiju BiH iznosi 10.179,8 mil KM na kraju 2018. godine, što predstavlja 29,9% BDP-a i isti je prikazan u narednoj tabeli.

Tabela 1.: Ukupni dug BiH na dan 31.12.2018. godine

Opis	Dug (u mil KM)				Ukupno	Nominalni iznos duga kao % BDP ²
	Federacija BiH	Republika Srpska	Distrikt Brčko	Institucije BiH		
Vanjski dug	4.702,7	3.330,5	51,2	74,0	8.158,4	24,0%
Unutrašnji dug	673,4	1.345,0	3,0	0,0	2.021,4	5,9%
Ukupni dug	5.376,1	4.675,5	54,2	74,0	10.179,8	29,9%

U ukupnom dugu, vanjski dug učestvuje sa 80,1%, a unutrašnji dug sa 19,9%. Udio duga sa fiksnom kamatnom stopom u ukupnom stanju duga iznosi 68,3%, dok je učešće vanjskog duga u neEUR valutama u ukupnom dugu 32,8%. Valutna struktura ukupnog duga BiH obuhvaćenog Strategijom BiH data je u Slici 1., uključujući i valutnu strukturu nakon dekompozicije SDR valute.

Slika 1. Valutna struktura ukupnog duga BiH na dan 31.12.2018. godine

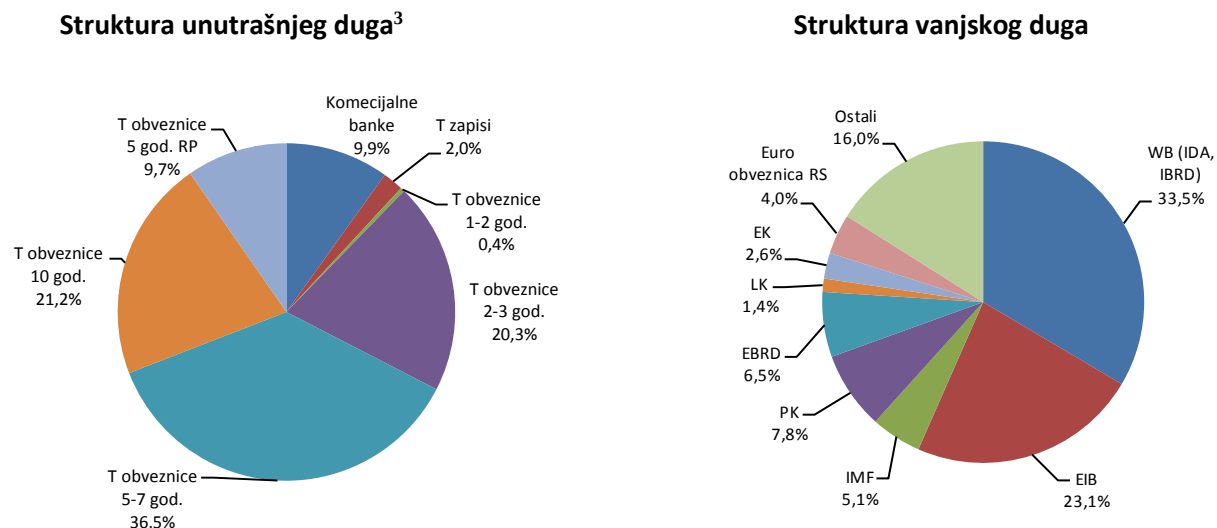


Vanjski dug uglavnom čine obaveze prema multilateralnim kreditorima (75,0%), dok unutrašnji dug čine: trezorske obveznice (T-obveznice), trezorski zapisi (T-zapisi), krediti od komercijalnih banaka u

² BDP = 34.016 mil KM, Direkcija za ekonomsko planiranje, Dokument okvirnog budžeta, Makroekonomski pokazatelji za period 2017.-2022. godina, septembar 2019. godine.

zemlji, te obveznice emitovane za izmirenje obaveza nastalih po osnovu stare devizne štednje i ratnih potraživanja. T-obveznice su ročnosti od 1 do 10 godina. Struktura vanjskog duga prema kreditorima i unutrašnjeg duga prema vrsti duga prikazana je u Slici 2..

Slika 2. Struktura duga BiH sa 31.12.2018. 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 1,6%, 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 2018. godine

BOSNA I HERCEGOVINA				
Indikatori troškova i rizika		Vanjski dug	Unutrašnji dug	Ukupni dug
Iznos duga (mil KM)		8.158,4	2.021,4	10.179,8
Iznos duga (mil USD)		4.777,8	1.183,8	5.961,6
Nominalni iznos duga u % BDP		24,0	5,9	29,9
Sadašnja vrijednost duga u % BDP		20,6	5,9	26,5
Troškovi duga	Iznos kamate u odnosu na BDP (%)	0,4	0,2	0,6
	Prosječna ponderisana kamatna stopa (%)	1,6	3,2	1,9
Rizik refinansiranja	ATM (godine)	7,3	3,0	6,4
	Dospijeće duga u sljedećoj godini (% ukupnog)	8,1	22,1	10,9
	Dospijeće duga u sljedećoj godini (% BDP)	2,0	1,3	3,3
Kamatni rizik	ATR (godine)	4,7	3,0	4,4
	Dug koji se refiksira u sljedećoj godini (% ukupnog)	41,9	25,4	38,6
	Dug sa fiksnom kamatnom stopom (% ukupnog)	61,7	95,0	68,3
Valutni rizik	Vanjski dug (% ukupnog duga)			80,1
	Vanjski dug, isključujući dug u EUR (% od ukupnog)			32,8
	Kratkoročni vanjski dug (% rezervi)			5,7

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

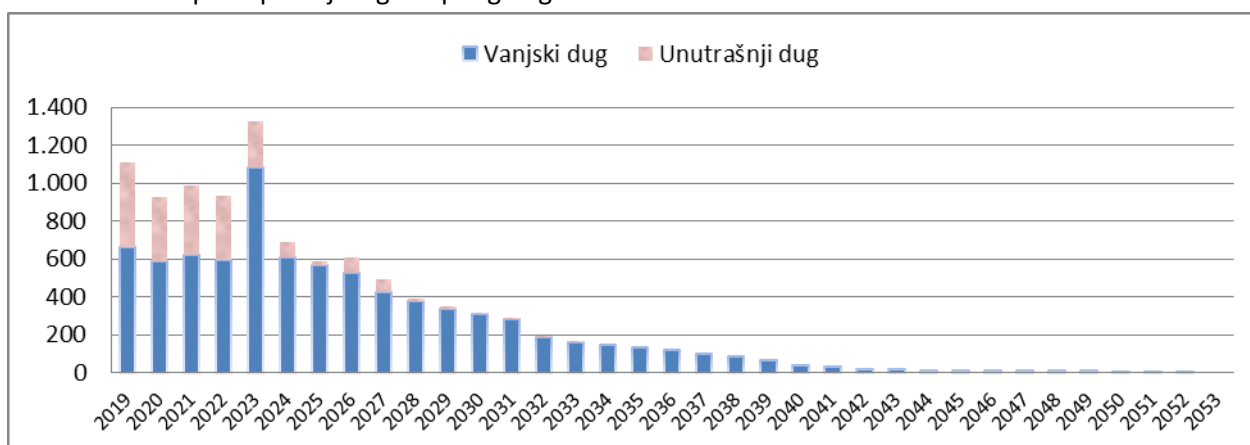
³ T-obveznice 5 god. RP su amortizirajuće obveznice po osnovu ratnih potraživanja koje izdaje FBiH.

Rizik refinansiranja je umjeren. Profil otplate ukupnog duga (Slika 3.) ukazuje na značajan servis vanjskog duga u 2023. godini, s obzirom da tada dospijeva kredit Evropske komisije Makrofinancijska pomoć II u iznosu od 50 mil EUR i Euroobveznica RS u iznosu od 168 mil EUR. Prosječno vrijeme do dospijeća (ATM) za unutrašnji dug je 3,0 godina, dok je za vanjski dug 7,3 godina što je rezultat dugoročnih koncesionih zajmova.

Rizik kamatne stope je umjeren. U strukturi ukupnog duga 68,3% kredita se odnosi na kredite sa fiksnim kamatnim stopama. 41,9% vanjskog duga i jedna četvrtina unutrašnjeg duga imaju kamatnu stopu koja se refiksira u roku od godinu dana. Rezultat ovako visokog procenta vanjskog duga koji se refiksira u roku od godinu dana je značajno učešće varijabilne kamatne stope u portfoliju vanjskog duga (38,3%).

Valutni rizik je umjeren i znatno manji u odnosu na učešće vanjskog duga u ukupnoj strukturi duga zbog valutne klauzule (povezanost KM sa EUR), zbog čega je valutnom riziku izloženo 32,8% ukupnog duga iako je učešće vanjskog duga u ukupnom dugu 80,1%.

Slika 3. Profil otplate postojećeg ukupnog duga



4.3. Implementacija Strategije BiH u 2018. godini

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

Tabela 3. BiH: Uporedni pregled indikatora troškova i rizika duga u periodu 2015.-2018. godine

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

Analizom uporednih indikatora primjetno je da su se nominalni dug u odnosu na BDP i sadašnja vrijednost u odnosu na BDP smanjili u 2018. godini, dok je udio kamate u BDP-u i prosječna ponderisana kamatna stopa ostala na istom nivou kao i 2017. godine.

Rizik refinansiranja u 2018. godini je manji u odnosu na 2017. godinu s obzirom da je došlo do značajnog smanjenja dospelja duga u sljedećoj godini, kao i do poboljšanja indikatora koji se odnose na prosječno vrijeme do dospelja duga za vanjski i ukupni dug.

Takođe došlo je i do smanjenja izloženosti riziku kamatne stope u 2018. godini u odnosu na prethodnu godinu imajući u vidu da su svi indikatori koji se odnose na ovaj rizik poboljšani.

Iako je došlo do povećanja učešća vanjskog duga u ukupnom dugu izloženost ukupnog duga promjenama valutnih kurseva je smanjena. Naime, učešće vanjskog duga u neEUR valutama u ukupnom i vanjskom dugu je značajno smanjeno, kao i učešće kratkoročnog vanjskog duga u deviznim rezervama. Udio vanjskog duga u ukupnom dugu se povećao zbog smanjenog obima zaduživanja na domaćem tržištu u odnosu na prethodne godine.

U 2018. godini ugovoreno je 11 novih kreditnih aranžmana u iznosu od 976,8 mil KM, od čega u valuti EUR 95,2% i fiksnom kamatnom stopom 84,7%.

Ukoliko se posmatraju ukupno angažirana vanjska sredstva u 2018. godini, 71,1% je u EUR valuti, a sa fiksnom kamatnom stopom 54,8%.

Imajući u vidu navedeno, upravljanje dugom u 2018. godini, kao i prethodnih godina, vršeno je u skladu sa smjernicama definisanim Srednjoročnom strategijom upravljanja dugom Bosne i Hercegovine i entitetskim i DB strategijama upravljanja dugom. Takođe, i dalje je potrebno aktivnosti upravljanja dugom usmjeravati ka tome da nivo troškova i rizika bude na prihvatljivom nivou.

5. Makroekonomski okvir

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

Tabela 4.: Makroekonomske pretpostavke

	2018.	2019.	2020.	2021.	2022.
Nominalni BDP (u mil. KM)	34.016	35.346	36.893	38.720	40.699
Nominalni rast (u %)	5,2	3,9	4,4	5,0	5,1
BDP deflator (preth.godina=100)	101,6	100,9	100,8	101,3	101,3
Realni rast (u %)	3,6	3,0	3,5	3,6	3,8
Inflacija mjerena indeksom potrošačkih cijena u %	1,4	1,0	1,2	1,4	1,5
Budžetski prihodi ⁵ (u mil. KM)	5.921	6.246	8.406	8.640	8.827
Budžetski rashodi ⁶ (u mil. KM)	5.415	5.894	8.041	8.247	8.330

⁴ BDP, nominalni rast, realni rast, BDP deflator i inflacija mjerena indeksom potrošačkih cijena su projekcije Direkcije za ekonomsko planiranje BiH iz septembra 2019. godine.

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

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

6. Izvori finansiranja

6.1. Vanjski izvori finansiranja

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	18-30	EUR	Rizik refiksiranja za varijabilnu
IMF ⁷	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
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

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 trezorske zapise, obveznice ročnosti 3, 5, 7 i 10 godina sa „bullet“ otplatom, te zaduživanje domaćim kreditima sa fiksnom kamatnom stopom. FBiH planira izdavanje trezorskih zapisa i obveznica ročnosti 3, 5, 7, 10 i 15 godina sa „bullet“ otplatom, dok DB ne planira izdavati domaće hartije od vrijednosti.

⁷ Navedeno se odnosi na Prošireni aranžman IMF-a (Extended Fund Facility)

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 kurseva⁸. 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 strategiju⁹ po kojoj bi zaduživanje FBiH bilo u skladu sa Budžetom Federacije BiH za 2020. godinu, Smjernicama ekonomske i fiskalne politike u periodu 2020-2022. godina i Programom javnih investicija (PJI) 2020-2022. Finansiranje razvojnih projekata do 2022. godine procijenjeno je na 1.341,09 miliona KM. Vanjski izvori finansiranja su okvirno identifikovani, te su u kontekstu procjene troškova i rizika primijenjeni kreditni uslovi sa podjednakim učešćem kredita sa fiksnom i promjenjivom kamatnom stopom uz preferiranu valutu EUR. Budžetska podrška će se finansirati sredstvima prikupljenim emisijama trezorskih zapisa i trogodišnjih, petogodišnjih, sedmogodišnjih, desetogodišnjih i petnaestogodišnjih obveznica u obimu koji osigurava i razvoj domaćeg tržišta. Strukturu portfolija duga nastojat će se minimizirati sveukupni rizici i nastaviti sa razvojem domaćeg tržišta vrijednosnih papira.

Strategija diverzifikacije izvora finansiranja, instrumenata i baze investitora je preferirana i usvojena strategija Vlade RS¹⁰. 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 (WB, EIB, EBRD, Razvojna banka Vijeća Evrope, itd.), što doprinosi smanjenju rizika refinansiranja i smanjenju troška. Za finansiranje budžetske potrošnje koriste se u manjem obimu vanjski koncesioni instrumenti, te se fokus stavlja na kratkoročne i srednjoročne instrumente finansiranja na domaćem tržištu. Učešće domaćih instrumenata dužih ročnosti u 2020. godini, u odnosu na 2019. godinu, značajno se povećava, te u periodu 2021-2022. godine bilježi umjereni rast. Korištenje vanjskih koncesionih 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 valuti EUR po mogućnosti sa fiksnom kamatnom stopom) za investicione projekte od ključnog značaja za ubrzaniji ekonomski rast i razvoj Distrikta Brčko iz razloga što takva strategija obezbjeđuje 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

⁸ deprecijacija KM u odnosu na USD

⁹ Identifikovana kao strategija S1 u Strategiji upravljanja dugom FBiH

¹⁰ Identifikovana kao strategija S3 u Strategiji upravljanja dugom RS

dugoročnih obveznica. Prema ovoj strategiji do kraja 2022.godine procenat nominalnog duga u BDP-u Distrikta bi iznosio 8,7% u poređenju sa sadašnjih 6,7% koliko je iznosio na kraju 2018.godine. Iznos kamate u odnosu na BDP ostao je na istom nivou kao i u 2018. godini. Rizik refinansiranja u ovoj strategiji je najniži obzirom da je prosječno vrijeme do dospelja duga (ATM) produženo s 4,3 na 7,6 godina. Oko 57,2 procenata duga koji treba da se refiksira u roku od godinu dana je rezultat velikog učešća varijabilne kamatne stope u portfoliju ukupnog duga (77,0%) u odnosu na 23,0% duga sa fiksnom kamatnom stopom, a prosječno vrijeme za refiksiranje je povećano s 1,8 godina na 5,0 godina. Takođe, došlo bi do povećanja vanjskog duga u ukupnom dugu sa 94,5% na 99,4%.

U skladu sa navedenim, entiteti i DB preferiraju zaduživanje kod multilateralnih kreditora u valuti EUR sa fiksnom kamatnom stopom. Vezano za unutrašnje zaduženje, FBiH i RS namjeravaju da razvijaju domaće tržište izdavajući trezorske zapise i trezorske obveznice dužeg roka dospelja, a DB ne planira izdavanje domaćih hartija od vrijednosti jer im to ne dozvoljava zakonski okvir.

Struktura duga Institucija BiH na kraju 2018. godine pokazuje da je cjelokupni dug Institucija BiH vanjski dug sa prosječnom ponderisanom kamatnom stopom od 1,3%. Učešće fiksne kamatne stope je 90,0%, prosječno vrijeme do dospelja je 7,2 godina, dok 7,5% duga dospijeva u narednoj godini. Analiza strukture duga Institucija BiH je pokazala da je 10,0% od ukupnog duga izloženo riziku promjene kamatne stope i 9,8% riziku promjene valutnih kurseva s obzirom da je 90,2% ukupnog duga u EUR valuti. Institucije BiH u posmatranom periodu ne planiraju nova zaduženja, a u slučaju potrebe za novim vanjskim finansiranjem primjenjivat će smjernice definisane Strategijom BiH.

7.2. Analiza troškova i rizika Strategije BiH

U Tabeli 6. su prikazani indikatori troškova i rizika Strategije BiH na kraju 2022. godine, kao i indikatori troškova i rizika duga BiH na kraju 2018. godine.

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

Indikatori troškova i rizika		2018.	2022.
		BiH	Strategija BiH
Nominalni iznos duga u odnosu na BDP (%)		29,9	25,5
Sadašnja vrijednost duga u odnosu na BDP (%)		26,5	21,4
Iznos kamate u odnosu na BDP (%)		0,6	0,5
Prosječna ponderisana kamatna stopa (%)		1,9	1,7
Rizik refinansiranja	Dospijeće duga u sljedećoj godini (% ukupnog)	10,9	15,6
	Dospijeće duga u sljedećoj godini (% BDP)	3,3	4,0
	ATM vanjski dug (godine)	7,3	7,1
	ATM unutrašnji dug (godine)	3,0	3,3
	ATM ukupni dug (godine)	6,4	6,3
Kamatni rizik	ATR (godine)	4,4	4,6
	Dug koji se refiksira u sljedećoj godini (% ukupnog duga)	38,6	37,9
	Dug po fiksnoj kamati (% ukupnog duga)	68,3	75,2
Valutni rizik	Vanjski dug (% ukupnog duga)	80,1	79,6
	Kratkoročni vanjski dug (% rezervi)	5,7	7,7

Analiza pokazuje da će na kraju posmatranog perioda nominalni iznos duga (10.382 miliona KM), se povećati u odnosu na stanje duga na kraju 2018. godine (10.180 miliona KM), dok će zbog većeg rasta BDP-a, odnos duga i BDP-a i odnos sadašnje vrijednosti duga i BDP-a se smanjiti. Odabrana strategija obezbjeđuje relativno niske troškove finansiranja, te je prosječna ponderisana kamatna stopa po strategiji niža od prosječne ponderisane kamatne stopa na kraju 2018. godine.

Udio duga koji dospijeva u godini dana u ukupnom dugu i udio duga koji dospijeva u godini dana u BDP-u, kao i udio kratkorčnog vanjskog duga u deviznim rezervama se povećava u odnosu na trenutno stanje zbog značajnog porasta otplate duga u 2023. godini, a što je, prije svega, rezultat dospijeća obaveza po osnovu obveznice RS izdate na međunarodnom tržištu u 2018. godini i jednokratne otplate tranše kredita Evropske komisije. Prosječno vrijeme do dospijeća vanjskog, unutrašnjeg i ukupnog duga ne mijenja se značajnije u odnosu na trenutno stanje, kao i učešće vanjskog duga u ukupnom dugu.

Na kraju 2022. godine prosječno vrijeme refiksiranja (ATR) ne mijenja se značajnije u odnosu na nivo u 2018. godini. Udio duga sa uslovima fiksnih kamatnih stopa povećava se na 75,2% 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.

8. Smjernice

Odabrana strategija obezbjeđuje niže troškove finansiranja i smanjenje rizika kamatne stope uz prihvatljivi nivo valutnog i rizika refinansiranja u odnosu na trenutno stanje. U cilju ostvarenja navedenog poželjno je nove vanjske kredite ugovarati 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 2022. 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 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 Srpske¹¹, uz određene izuzetke.

Podaci o vanjskom dugu obuhvataju:

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

Podaci o unutrašnjem dugu obuhvataju:

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

Dug (vanjski i unutrašnji) nastao direktnim zaduženjem jedinica lokalne samouprave i fondova socijalne sigurnosti nije obuhvaćen Strategijom jer isti ne predstavlja ni direktnu niti indirektnu obavezu Republike Srpske te njime Ministarstvo finansija Republike Srpske, u ime Vlade Republike Srpske, ne može ni da upravlja. Obaveze Republike Srpske 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 Republike Srpske, 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:

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

¹² Sa 31.12.2018. godine, nije bilo obaveza po osnovu trezorskih zapisa, jer su svi emitovani trezorski zapisi izmireni zaključno sa 31.12.2018. godine.

- 1) U srednjem roku Vlada Republike Srpske će nastaviti provođenje fiskalne konsolidacije i plana reformi prezentovanih Programom ekonomskih reformi Republike Srpske za period 2019-2021. godine (u daljem tekstu: ERP RS 2019-2021), kako bi se obezbijedila dugoročna fiskalna održivost i transparentnost (u skladu sa Zakonom o fiskalnoj odgovornosti);
- 2) Projekcijama makroekonomskih pokazatelja i fiskalnog okvira (prikazanim u tabelama 1 i 2), u skladu sa Dokumentom okvirnog budžeta Republike Srpske za period 2020-2022¹³. godine (u daljem tekstu: DOB RS 2020-2022);
- 3) Sva nova zaduženja u kojima se kao zajmoprimac pojavljuje Vlada Republike Srpske biće ugovorena u skladu sa procedurama propisanim Zakonom o zaduživanju, dugu i garancijama Republike Srpske, odnosno posredstvom Ministarstva finansija Republike Srpske;
- 4) Nema priznavanja (preuzimanja) duga od drugih nivoa vlasti;
- 5) Verifikacija i izmirenje obaveza regulisanih Zakonom u unutrašnjem dugu Republike Srpske vršiće se u skladu sa projekcijama uključenim u DOB RS 2020-2022;
- 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 roku¹⁴;
- 8) Baza institucionalnih investitora na domaćem finansijskom tržištu Republike Srpske će biti održavana i proširena u srednjem roku;
- 9) Neće biti značajnijih povećanja referentne kamatne stope Evropske centralne banke¹⁵;
- 10) Zajmodavci će nuditi sredstva po prihvatljivim uslovima.

¹³ DOB RS 2020-2022 sadrži detaljne pretpostavke makroekonomskih projekcija i fiskalnog okvira i rizike njihovog ostvarivanja.

¹⁴ [Aktuelni kreditni rejting BiH](#) je „B sa pozitivnim izgledima“ (prema ocjeni kreditne agencije Standard and Poors), te „B3 sa stabilnim izgledima“ (prema ocjeni kreditne agencije Moody's).

¹⁵ Evropska centralna banka; [Saopštenje za javnost od 06.06.2019. godine](#)

Tabela 1. Pregled makroekonomskih pokazatelja za period 2015-2017. godine, procjena za 2018 i 2019. godinu i projekcije za period 2020-2022. godine

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
BDP								
BDP nominalni, u mil. KM	9.205,0	9.630,6	10.077,0	10.681,6	11.041,4	11.533,0	12.074,6	12.653,7
Broj stanovnika, u mil.	1,2	1,2	1,2	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1
BDP po stanovniku, u KM	7.920,6	8.320,0	8.739,7	9.305,4	9.626,2	10.081,1	10.582,3	11.119,1
% rasta BDP-a, nominalno	3,6	4,6	4,6	6,0	4,2	4,5	4,7	4,8
Inflacija mjerena indeksom potrošačkih cijena (CPI), prosječna god. stopa (%)	-1,4	-1,2	0,5	1,2	1,1	1,4	1,3	1,5
realne stope rasta %								
Realni rast BDP-a	2,8	3,5	3,1	3,9	3,4	3,7	3,9	4,0
Privatna potrošnja	2,6	2,4	2,6	2,5	2,0	2,2	2,0	2,2
Potrošnja države	-1,9	2,1	-0,8	1,5	0,5	0,9	0,6	1,0
Bruto investicije u stalna sredstva	-0,1	3,8	-0,7	4,3	-0,5	4,0	0,4	3,9
nominalne stope rasta %								
Prosječna plata nakon oporezivanja, u KM	831,0	836,0	831,0	857,0	897,0	905,1	913,2	921,4
Uvoz roba, u mil. KM	4.369,2	4.426,9	4.899,1	5.216,6	5.362,7	5.770,3	6.174,2	6.587,9
Uvoz roba, godišnji rast u %	-11,7	1,3	10,7	6,5	2,8	7,6	7,0	6,7
Izvoz roba, u mil. KM	2.613,9	2.869,1	3.476,1	3.741,2	3.913,3	4.257,6	4.606,8	4.970,7
Izvoz roba, godišnji rast u %	-2,9	9,8	21,2	7,6	4,6	8,8	8,2	7,9
Pokrivenost uvoza izvozom, u %	59,8	64,8	71,0	71,7	73,0	73,8	74,6	75,5
Stopa nezaposlenosti, u %	25,2	24,8	21,0	17,2	16,4	15,8	15,4	15,0

Izvor: DOB RS 2020-2022. godine, MF RS, RZS RS

Tabela 2: Fiskalni okvir za period 2019-2022¹⁶

	Budžet 2019	DOB 2020	DOB 2021	DOB 2022
A. BUDŽETSKI PRIHODI (I+II+III+IV)	2.795,7	2.930,8	3.035,0	3.126,3
I Poreski prihodi	2.589,1	2.702,9	2.800,1	2.883,9
II Neporeski prihodi	206,3	227,3	234,3	241,7
III Grantovi	0,0	0,0	0,0	0,0
IV Transferi između budžetskih jedinica	0,3	0,6	0,6	0,6
B. BUDŽETSKI RASHODI (I+II+III)	2.658,8	2.751,7	2.766,5	2.773,1
I Tekući rashodi	2.475,1	2.522,6	2.550,7	2.558,1
II Transferi između budžetskih jedinica	176,1	178,0	180,5	180,3
III Budžetska rezerva	7,5	51,2	35,3	34,6
C. BRUTO BUDŽETSKI SUFICIT/DEFICIT (A-B)	136,9	179,1	268,5	353,2
D.NETO IZDACI ZA NEFINANSIJSKU IMOVINU	-80,3	-94,1	-97,6	-102,6
E. BUDŽETSKI SUFICIT/DEFICIT (C+D)	56,6	85,0	170,9	250,6
F. NETO FINANSIRANJE (G+H)	-56,6	-85,0	-170,9	-250,6
G. NETO PRIMICI OD FINANSIJSKE IMOVINE	57,9	58,5	61,4	68,7
H. NETO ZADUŽIVANJE	-105,5	-121,5	-220,6	-307,6
I. OSTALI NETO PRIMICI	-8,9	-22,0	-11,7	-11,6

Izvor: MF RS

¹⁶ Prezentovani fiskalni okvir obuhvata budžet Republike Srpske u užem smislu riječi, tj. opšti fond 01 (prihodi, rashodi, te finansiranje budžeta Republike).

2. Postojeći portfolio duga

2.1. Pregled portfolija

Dug koji je obuhvaćen Strategijom iznosi 4,7 milijardi KM (2,7 milijardi USD) tj. 43,8% BDP-a¹⁷, na dan 31.12.2018. godine. Vanjski dug iznosi 71,3% ukupnog posmatranog duga (3,3 milijarde KM ili 2,0 milijarde USD, što čini 31,2% BDP-a), dok unutrašnji dug iznosi 28,7% ukupnog posmatranog duga (1,3 milijarde KM ili 0,8 milijardi USD, što čini 12,6% 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 31.12.2018. godine iznosi 2.963,8 miliona KM (1.735,7 miliona USD).
- 2) direktnog vanjskog duga (dug direktno ugovoren sa vanjskim kreditorima);
Stanje direktnog vanjskog duga sa 31.12.2018. godine iznosi 373,9 miliona KM (219,0 miliona USD).

U ukupnom posmatranom vanjskom dugu najveće učešće ima dug prema multilateralnim kreditorima (72,2%), zatim bilateralnim kreditorima (16,8%), te dug u formi obveznica emitovanih na međunarodnom tržištu (11,0%). Posmatrano po pojedinačnim kreditorima, najveće učešće u ukupnom posmatranom vanjskom dugu imaju obaveze prema Svjetskoj banci - IDA i IBRD (u daljem tekstu: WB; 31,2%), Evropskoj investicionoj banci (u daljem tekstu: EIB; 30,3%), Pariškom klubu (6,1%), Međunarodnom monetarnom fondu (u daljem tekstu: IMF; 4,4%), te Evropskoj banci za obnovu i razvoj (u daljem tekstu: EBRD; 2,4%). U valutnoj strukturi ukupnog vanjskog duga najveće je učešće EUR i SDR, i to 63,7% i 23,9%, respektivno, JPY učestvuje sa 3,6%, USD sa 3,2%, dok je učešće ostalih valuta (KRW, CPU, CHF, SEK, DKK, CAD) 5,5%.

Unutrašnji dug obuhvaćen Strategijom sastoji se od:

- 1) srednjoročnih obveznica;
Stanje duga po srednjoročnim obveznicama sa 31.12.2018. godine iznosi 730,5 miliona KM (427,8 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) komercijalnih kredita kod domaćih banaka;
Stanje duga po ovim kreditima na dan 31.12.2018. godine iznosi 216,2 miliona KM (126,6 miliona USD). Ovi krediti otplaćuju se uz fiksnu ili varijabilnu kamatnu stopu, sa rokom dospijea od 4-12 godina i grejs periodom od 0-3 godine, uz amortizacionu otplatu.
- 3) obveznica emitovanih za izmirenje obaveza definisanih Zakonom o unutrašnjem dugu Republike Srpske, 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;

¹⁷ BDP za 2018. godinu iznosi 10.682 miliona KM, prema preliminarnim podacima Republičkog zavoda za statistiku Republike Srpske, od 15.07.2019. godine.

- ii) obveznice za izmirenje obaveza po osnovu stare devizne štednje sa rokom dospelja 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 dospelja od 15 godina i grejs periodom od 5 godina, uz kamatnu stopu od 1,5% i amortizacionu otplatu;

Ove obveznice su registrovane u Centralnom registru hartija od vrijednosti Republike Srpske i kotiraju na Banjalučkoj berzi. Stanje duga po ovim obveznicama na dan 31.12.2018. godine iznosi 300,3 miliona KM (175,9 miliona USD).

- 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 Republike Srpske;

Stanje duga po ovom osnovu, na dan 31.12.2018. godine, iznosi 77,5 miliona KM (45,4 miliona USD).

Neverifikovane obaveze po osnovu ratne štete, stare devizne štednje i opštih obaveza, s obzirom da još uvijek ne predstavljaju obavezu Republike Srpske, nisu uključene u stanje duga posmatranog u okviru Strategije. Međutim, rashodi za period 2020-2022. godine planirani u DOB RS 2020-2022 uvećani su za procijenjeni iznos dospelja obaveza po planiranim emisijama i gotovinskim isplatama (prema procijenjenoj dinamici verifikacije datih obaveza u pomenutom periodu), što se odražava na potrebe za finansiranjem.

Najvažniji indikatori troškova i rizika postojećeg portfolija prikazani su tabelom 3, dok su tabelom 4 prikazane vrijednosti indikatora troškova i rizika u periodu 2014-2018. godine.

Tabela 3: Indikatori troškova i rizika postojećeg portfolija

	Vanjski dug	Unutrašnji dug	Ukupni dug
Iznos (u milionima KM)	3.330,5	1.345,0	4.675,5
Iznos (u milionima USD)	1.950,5	787,7	2.738,1
Nominalni iznos duga u odnosu na BDP (%)	31,2	12,6	43,8
Sadašnja vrijednost duga u odnosu na BDP (%)	24,5	12,6	37,1
Trošak zaduživanja			
Iznos kamate u odnosu na BDP (%)	0,6	0,4	1,0
Prosječna ponderisana kamatna stopa ¹⁸ , u % (WAIR)	1,8	3,4	2,3
Rizik refinansiranja			
Prosječno vrijeme do dospelja, u godinama (ATM)	8,0	3,5	6,7
Dug koji dospijeva u roku od godinu dana (% od ukupnog)	6,8	19,5	10,4
Dug koji dospijeva u roku od godinu dana (% BDP-a)	2,1	2,5	4,6
Rizik kamatne stope			
Prosječno vrijeme do refiksiranja, u godinama (ATR) ¹⁹	6,2	3,4	5,4
Dug koji se refiksira u roku od godinu dana (% od ukupnog)	30,1	24,3	28,4
Dug sa fiksnom kamatnom stopom (% od ukupnog)	72,9	92,8	78,6
Valutni rizik			
Vanjski dug (% od ukupnog)			71,2
Kratkoročni vanjski dug (u % deviznih rezervi)			5,8

Izvor: MF RS

¹⁸ Ponderisana prosječna kamatna stopa izračunata je stavljanjem u odnos sume proizvoda kamatnih stopa i stanja duga po pojedinačnim instrumentima na kraju 2018. godine, sa ukupnim stanjem duga svih instrumenata na kraju 2018. godine.

¹⁹ Average time to refixing, ATR.

Tabela 4: Indikatori troškova i rizika polaznog portfolija na kraju 2014. godine, te vrijednosti ostvarene po godinama u periodu 2015-2018. godine

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

Izvor: MF RS

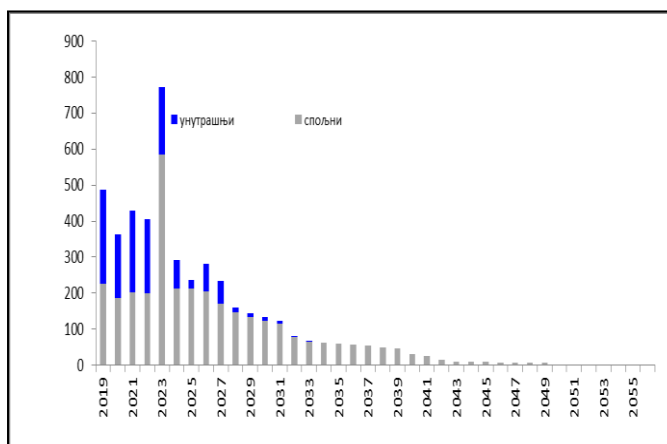
Struktura duga Republike Srpske analiziranog u okviru Strategije je u najvećoj mjeri rezultat osnovnog principa kojim se rukovalo pri zaduživanju u prošlosti, a to je maksimiziranje vanjskog finansiranja po koncesionim uslovima. Stoga portfolio duga, koji je analiziran u okviru Strategije, karakteriše visok udio vanjskog duga sa relativno dugim rokom dospijeća i niskom prosječnom kamatnom stopom na nivou od 1,8%.

Uopšteno gledajući, postojeći portfolio karakteriše nizak nivo troškova. Ponderisana prosječna kamatna stopa ukupnog duga je 2,3%, vanjskog duga 1,8%, a unutrašnjeg duga 3,4%. 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 Republike Srpske.

Valutni rizik je umjeren. Od ukupnog portfolija, 45,4% denominovano u evru, dok je 28,8% denominovano u konvertibilnim markama. S obzirom na važeći aranžman valutnog odbora, kojim je domaća valuta vezana za EUR, samo je 25,9% ukupnog portfolija izloženo valutnom riziku (tj. 20,6% ukoliko se SDR dekomponuje na sastavne valute i isključi dio zasnovan na EUR-u). U USD je denominovano 2,3% portfolija (tj. 9,4% ukoliko se SDR dekomponuje na sastavne valute), što nosi određen nivo rizika, imajući u vidu fluktuacije USD u proteklom, kao i procjene za naredni period.

Rizik refinansiranja i refiksiranja je umjeren. Od ukupnog portfolija, 78,6% je ugovoreno sa fiksnim uslovima. Prosječno vrijeme do dospelja posmatranog portfolija je 6,7 godina. Prosječno vrijeme do dospelja vanjskog duga je 8,0 godina, što je rezultat dugoročnih koncesionih zajmova, a prosječno vrijeme do dospelja unutrašnjeg duga je 3,5 godina. Grafikonom 1 predstavljen je profil otplate postojećeg duga, iz kojeg je vidljiv značajan skok u otplati duga u 2023. godini, kao rezultat dospelja obaveza po osnovu vanjskog duga (17,6% od ukupnog posmatranog vanjskog duga), i to najvećim dijelom po osnovu obveznica emitovanih na međunarodnom tržištu, kao i usljed početka otplate više tranši kredita EIB, te jednokratne otplate tranše kredita Evropske komisije.

Grafikon 1. Profil otplate duga po postojećem portfoliju



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 dospelja. 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.

2.2.Implementacija strategije u 2018. godini i evaluacija identifikovanih indikatora strukture duga

U 2018. godini upravljanje dugom vršeno je u skladu sa smjernicama definisanim Strategijom upravljanja dugom za period 2017-2020. godine (u daljem tekstu: Strategija 2017-2020), koju je Vlada Republike Srpske usvojila u avgustu 2017. godine, te strukturom finansiranja utvrđenom Strategijom upravljanja dugom za period 2018-2021. godine (u daljem tekstu: Strategija 2018-2021), koju je Vlada Republike Srpske usvojila u novembru 2018. godine.

U svrhu ispunjenja osnovnog cilja upravljanja dugom, definisanog dokumentom Strategija 2017-2020. godine, tj. obezbjeđenja potrebnih finansijskih sredstava, u 2018. godini investicioni projekti su finansirani iz vanjskih koncesionih izvora, dok je finansiranje budžetske potrošnje bilo obezbijeđeno najvećim dijelom iz vanjskih izvora, i to emitovanjem hartija od vrijednosti na međunarodnom finansijskom tržištu, kao i putem kredita međunarodnih finansijskih institucija (tj. kredita WB), te jednim dijelom iz domaćih izvora, tj. emitovanjem hartija od vrijednosti na domaćem tržištu.

U cilju diverzifikacije izvora finansiranja, a imajući u vidu negativno iskustvo iz prethodnih godina, kada se Vlada Republike Srpske suočavala sa problemom nedostupnosti izvora finansiranja predviđenih Strategijom i Budžetom, Republika Srpska je u 2018. godini prvi put izvršila emisiju obveznica na međunarodnom finansijskom tržištu. Na taj način se Republika Srpska uspješno

pozicionirala na međunarodnom finansijskom tržištu, čime je obezbijedila pristup dodatnom izvoru finansiranja.

Od ukupnog finansiranja u 2018. godini, putem vanjskih instrumenata realizovano je 86,6%, a učešće fiksnih instrumenata u ukupnom finansiranju iznosilo je 77,7%. U pogledu valutne strukture ukupnog finansiranja u 2018. godini, 67,5% je realizovano u EUR, u drugim stranim valutama osim EUR realizovano je 19,1%, do je 13,4% realizovano u KM.

U pogledu izvora finansiranja budžetske potrošnje u 2018. godini, putem vanjskih varijabilnih instrumenata realizovano je 20,0% (što predstavlja 14,3% ukupnog finansiranja), dok je putem fiksnih instrumenata, kako vanjskih tako i domaćih, realizovano 80,0% (što predstavlja 57,3% ukupnog finansiranja). Što se tiče valutne strukture finansiranja budžetske potrošnje u 2018. godini, 72,2% je realizovano u EUR, u KM je realizovano 18,7%, dok je u drugim stranim valutama osim EUR realizovano 9,1%.

Od ukupnog finansiranja realizovanog u 2018. godini po osnovu investicionih projekata, 71,9% je pribavljeno putem vanjskih fiksnih instrumenata (što predstavlja 20,4% ukupnog finansiranja), te 55,7% u valuti EUR (što predstavlja 15,8% ukupnog finansiranja). U 2018. godini, mogućnost izbora uslova prilikom povlačenja tranši postojala je kod 5 tranši, realizovanih po osnovu 5 ranije odobrenih kredita (što predstavlja 7,7% vanjskog finansiranja, tj. 6,7% ukupnog finansiranja), te je kod svih 5 povučenih tranši sa pomenutom mogućnosti odabrana fiksna kamatna stopa, a koja je u prosjeku iznosila 1,8%.

U 2018. godini Narodna skupština Republike Srpske prihvatila je četiri nova vanjska zaduženja, od čega su tri denominovana u EUR i jedno u SDR, tri zaduženja su sa promjenljivom kamatnom stopom (od kojih za dva postoji mogućnost izbora fiksne kamatne stope po povlačenju) i jedno zaduženje sa fiksnom kamatnom stopom. Uticaj pomenutih zaduženja na strukturu duga djelimično je ostvaren već u 2018. godini, povlačenjem dijela sredstava. Od ukupno povučenih sredstava u 2018. godini po osnovu pomenutih zaduženja, 76,5% je sa fiksnom kamatnom stopom, dok je 88,7% denominovano u EUR, što predstavlja pozitivan uticaj na strukturu duga, imajući u vidu smjernice utvrđene Strategijom. Potpuni uticaj pomenutih zaduženja na strukturu duga će biti ostvaren u narednom periodu, prilikom povlačenja preostalih sredstava.

Na inicijativu Ministarstva finansija Republike Srpske, u 2018. godini pokrenuta je procedura za fiksiranje kamatne stope za 6 kredita Svjetske banke (Međunarodne banke za obnovu i razvoj - IBRD) kod kojih je postojala pomenuta mogućnost, a imajući u vidu smjernicu utvrđenu Strategijom upravljanja dugom Republike Srpske koja se odnosi na upravljanje rizikom kamatnih stopa i koja definiše da dug po fiksnim uslovima treba biti veći od 60% ukupnog posmatranog duga. Pomenuta inicijativa je podržana od strane Federalnog ministarstva finansija, kao i Ministarstva finansija i trezora BiH, te je, u 2018. godini, Svjetskoj banci upućen zahtjev za konverziju tj. fiksiranje kamatne stope. Konverzija je izvršena u 2019. godini, po prosječnoj ponderisanoj kamatnoj stopi od 1,8%.

Narednom tabelom prikazani su indikatori strukture duga identifikovani Strategijom, njihove ciljane veličine i evaluacija istih na kraju 2015, 2016, 2017 i 2018. godine.

Tabela 5. Identifikovani indikatori strukture duga i njihove vrijednosti u periodu 2015 - 2018. godine

Cilj	Indikator	utvrđene strategijom	Vrijednosti			
			na kraju 2015	na kraju 2016	na kraju 2017	na kraju 2018 ²⁰
Upravljanje valutnim rizikom						
	Vanjski dug, isključujući dug u EUR (% ukupnog posmatranog duga)	≤ 35	32,6	30,6	26,5	25,9
Razvoj domaćeg tržišta						
	Unutrašnji dug (% ukupnog posmatranog duga)	≥ 25	32,0	33,4	35,9	28,8
Upravljanje rizikom refinansiranja						
	ATM (godine)	≥ 4	6,2	6,3	6,4	6,7
	Kratkoročni dug - originalne ročnosti (% prihoda ostvarenih u prethodnoj godini)	≤ 8	5,4	5,5	3,3	0,0
Upravljanje rizikom kamatnih stopa						
	Dug po fiksnim uslovima (% ukupnog posmatranog duga)	≥ 60	62,5	66,0	71,9	78,6
Upravljanje troškovima duga						
	Ponderisana prosječna kamatna stopa ²¹ (%)	≤ 3,5	2,3	2,3	2,2	2,3

Izvor: MF RS

U 2018. godini, u odnosu na prethodne tri godine, smanjuje se rizik refinansiranja duga (mjeren prosječnim vremenom do dospelja i učešćem kratkoročnog duga u prihodima ostvarenim prethodne godine), rizik kamatne stope (mjeren učešćem duga sa fiksnom kamatnom stopom u ukupnom dugu), valutni rizik (mjeren učešćem vanjskog duga, isključujući dug u EUR, u ukupnom dugu), a troškovi duga (mjereni ponderisanom prosječnom kamatnom stopom) u 2018. godini su blago porasli u odnosu na 2017. godinu što je posljedica emisije obveznica na međunarodnom tržištu. U prethodnom četvorogodišnjem periodu, evidentan je trend poboljšanja vrijednosti svih indikatora strukture duga identifikovanih strategijom, izuzev u 2018. godini kada se, u odnosu na 2017. godinu, pogoršava indikator učešća domaćeg duga u ukupnom dugu (usljed zamjene domaćih instrumenata finansiranja vanjskim instrumentima, i to najvećim dijelom u vidu hartija od vrijednosti na međunarodnom finansijskom tržištu), kao i ponderisana prosječna kamatna stopa koja je imala blagi rast, ali koja je i dalje na niskom nivou.

²⁰ Učešće duga po fiksnim uslovima u ukupnom dugu, kao i ponderisana prosječna kamatna stopa, na kraju 2018. godine, prikazani u tabeli 3, razlikuju se od vrijednosti tih indikatora prikazanih u Informaciji o dugu sa stanjem na dan 31.12.2018. godine, usljed izvršenog fiksiranja kamatne stope za 6 kredita Svjetske banke kod kojih je postojala ta mogućnost, a prema zvaničnom obavještenju Svjetske banke iz marta 2019. godine.

²¹ Isto kao pod 8.

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 Republike Srpske, 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 kontinuiranoj osnovi;
- 2) minimizirati troškove, uz prihvatljiv nivo rizika, imajući u vidu razvijenost domaćeg tržišta hartija od vrijednosti, te promjenu u strukturi izvora finansiranja.

U narednom srednjoročnom periodu (2019-2022), prethodno pomenuti ciljevi će biti ostvareni kroz strategiju *diverzifikacije izvora finansiranja, instrumenata i baze investitora*, koja je, od ukupno četiri analizirane, izabrana kao preferirana strategija²². 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 korištenjem kratkoročnih i srednjoročnih instrumenata, sa fokusom na instrumente dužih ročnosti. Na kraju posmatranog četvorogodišnjeg perioda, u odnosu na stanje na kraju 2018. godine, poboljšavaju se indikatori solventnosti (mjereni učešćem nominalne i sadašnje vrijednosti duga u BDP-u), kao i indikatori likvidnosti (mjereni učešćem servisa kamate u BDP-u, te visinom prosječne ponderisane kamatne stope), smanjuje se rizik refinansiranja domaćeg duga (mjereno prosječnim vremenom do dospelja), rizik kamatne stope (mjereno učešćem duga sa fiksnom kamatnom stopom u ukupnom dugu), kao i valutni rizik (mjereno učešćem vanjskog duga u ukupnom dugu, te učešćem vanjskog duga, isključujući dug u EUR, u ukupnom dugu). Istovremeno, određeni indikatori se na kraju posmatranog četvorogodišnjeg perioda pogoršavaju u odnosu na stanje na kraju 2018. godine, i to: dug koji dospijeva u roku od godinu dana (kao % od ukupnog i % BDP-a), prosječno vrijeme do dospelja vanjskog i ukupnog duga, prosječno vrijeme do refiksiranja, dug koji se refiksira u roku od godinu dana (kao % od ukupnog), te kratkoročni vanjski dug (kao % deviznih rezervi). Pogoršanje vrijednosti pomenutih indikatora na kraju posmatranog četvorogodišnjeg perioda, rezultat je dospelja značajnog iznosa duga u 2023. godini, a po osnovu obveznica emitovanih na međunarodnom tržištu u 2018. godini.

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;

²² Za više detalja o rezultatima analize pogledati Prilog 2.

- 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 Ministarstva finansija Republike Srpske:

- 1) razvoj i održavanje saradnje sa partnerima i investitorima na domaćem i inostranom tržištu;
- 2) izrada, i eventualno revidiranje, srednjoročnog plana zaduživanja i kalendara aukcija zasnovanog na gotovinskom toku kako bi se osigurao stabilan obrazac ukupnih gotovinskih priliva u budžet na mjesečnom nivou;
- 3) objavljivanje kalendara aukcija na kvartalnoj osnovi i, u skladu sa mogućnostima, obezbjeđenje informacija o planiranim aukcijama u dužem vremenskom periodu, te srednjoročnom planu zaduživanja;
- 4) konstantno održavanje ponude kratkoročnih i srednjoročnih finansijskih instrumenata na domaćem finansijskom tržištu, 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 dospijeca 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 Ministarstva finansija Republike Srpske 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 5.

Prilog 1. Obuhvat strategije upravljanja dugom

		Uključeno (✓) / Isključeno (X)	Razlog uključivanja u srednjoročnu strategiju upravljanja dugom	Iznosi sa 31.12.2018.	
				u mil. KM	u mil. USD ²³
1	Ukupan dug (1.1.+1.2.+2.a.)		100,0%	5.178,5	3.032,7
1.1.	Vanjski dug		64,9%	3.363,1	1.969,6
1.1.1.	Republike Srpske			2.101,8	1.230,9
1.1.1.1.	Relevantan vanjski dug	✓	Direktna obaveza sa jasnom obavezom otplate	1.762,0	1.031,9
1.1.1.2.	Relevantan vanjski dug-PK Njemačka	X	Direktna obaveza ali nije utvrđen način otplate	9,1	5,3
1.1.1.3.	Direktan vanjski dug	✓	Direktna obaveza sa jasnom obavezom otplate	330,7	193,6
1.1.2.	Jedinica lokalne samouprave			131,8	77,2
1.1.2.1.	Relevantan vanjski dug	✓	Indirektna obaveza sa jasnom obavezom otplate	115,4	67,6
1.1.2.2.	Direktan vanjski dug	X	Nije direktna niti indirektna obaveza	16,3	9,6
1.1.3.	Javnih preduzeća i IRB-a			1.129,6	661,5
1.1.3.1.	Relevantan vanjski dug	✓	Indirektna obaveza sa jasnom obavezom otplate	1.086,3	636,2
1.1.3.2.	Direktan vanjski dug	✓	Indirektna obaveza sa jasnom obavezom otplate	43,2	25,3
1.2.	Unutrašnji dug		35,0%	1.812,2	1.061,3
1.2.1.	Republike Srpske			1.335,1	781,9
1.2.1.1.	verifikovani unutrašnji dug			398,3	233,3
1.2.1.1.1.	Emitovane dužničke obveznice (SDŠ, RŠ, OO)	✓	Direktna obaveza sa jasnom obavezom otplate	300,3	175,9
1.2.1.1.2.	Planirane emisije dužničkih obveznica (RŠ)	✓	Direktna obaveza sa jasnom obavezom otplate	20,5	12,0
1.2.1.1.3.	Gotovinske isplate (OO, RŠ, SDŠ, refundacije poreza)	✓	Direktna obaveza sa jasnom obavezom otplate	77,5	45,4
1.2.1.2.	Likvidne dugoročne obveznice	✓	Direktna obaveza sa jasnom obavezom otplate	730,5	427,8
1.2.1.3.	Trezorski zapisi	✓	Direktna obaveza sa jasnom obavezom otplate	0,0	0,0
1.2.1.4.	Zajmovi kod komercijalnih banaka	✓	Direktna obaveza sa jasnom obavezom otplate	206,3	120,8
1.2.2.	Jedinica lokalne samouprave	X	Nije direktna niti indirektna obaveza	298,3	174,7
1.2.3.	Fondova socijalne sigurnosti			178,9	104,8
1.2.3.1.	Direktno zaduženje	X	Nije direktna niti indirektna obaveza	172,2	100,8
1.2.3.2.	Indirektno zaduženje	✓	Indirektna obaveza sa jasnom obavezom otplate	6,7	3,9
2	Garancije (a+b+c)			534,3	312,9
a	Aktivirane garancije RS	✓	Izdane garancije koje su aktivirane i konver- tovane u dug	3,2	1,9
b	Neaktivirane garancije RS	X	Izdane garancije RS koje nisu aktivirane	531,1	311,0
c	Implicitne garancije RS	X	Dug javnih preduzeća, jedinica lokalne samouprave i drugi oblici implicitnih gar- ancija	0,0	0,0
3	Ukupan dug uključen u srednjoročnu strategiju upravljanja dugom		90,4%	4.682,7	2.742,3
4	Ukupan dug isključen iz srednjoročne strategije upravljanja dugom		9,6%	495,8	290,4

Izvor: MF RS

²³ Vrijednosti izražene u USD zasnovane su na kursu USD/KM = 1,707552, prema kursnoj listi CB BiH broj 256 od 29.12.2018. godine.

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 mjeren 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:** deprecijacija kursa KM/USD u iznosu od trideset procentnih poena u 2019. godini, u odnosu na polaznu pretpostavku o vrijednosti deviznog kursa za tu godinu;
- **Šok kamatne stope:** u odnosu na osnovni scenario kretanja kamatnih stopa, kamatne stope u 2020. godini su veće za četiri procentna poena na dugoročne domaće i dugoročne varijabilne vanjske instrumente i za dva procentna poena na kratkoročne domaće instrumente;
- **Kombinovani šok:** deprecijacija kursa KM/USD od dvadeset procentnih poena u 2019. godini, u odnosu na polaznu pretpostavku, u kombinaciji sa šokom kamatnih stopa u 2020. godini, u odnosu na polazne pretpostavke o njihovom kretanju, u iznosu od dva procentna poena na dugoročne domaće i dugoročne varijabilne vanjske instrumente i jednog procentnog poena na kratkoročne domaće instrumente.

II. Opis analiziranih strategija

Provedena analiza pokazuje ograničenost opcija za pribavljanje finansijskih sredstava. U svim posmatranim strategijama je primijenjena ista struktura izvora finansiranja budžetskih izdataka u tekućoj godini, te struktura izvora finansiranja po osnovu odobrenih investicionih projekata (utvrđena za period 2019-2022. godine na osnovu posljednjih podataka dobijenih od implementatora ino projekata, tj. dostavljenih izvještaja sa 31.03.2019. godine) i instrumenti za finansiranje tih potreba su unaprijed utvrđeni. Pored toga, sve razmatrane strategije obuhvatile su istu dinamiku verifikacije i izmirenja obaveza unutrašnjeg duga (definisanih Zakonom o unutrašnjem dugu Republike Srpske). Varijacije u razmatranim strategijama odnose se prvenstveno na izvore potrebne za finansiranje budžetskih izdataka (uključujući izdatke za otplatu, tj. refinansiranje duga) za naredne 3 godine (2020-2022) - oko 33% ukupnih prvobitnih potreba za finansiranjem u čitavom posmatranom periodu (2019-2022).

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 - Finansiranje na međunarodnom tržištu kapitala.** Potrebe za finansiranjem budžetskih izdataka 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. 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.
- **Strategija 2 - Finansiranje putem domaćih kratkoročnih fiksnih instrumenata.** Strategija predviđa finansiranje budžetske potrošnje isključivo na domaćem tržištu i to putem kratkoročnih fiksnih instrumenata u vidu trezorskih zapisa i trogodišnjih „bullet“ obveznica, u omjeru 30% : 70%. Ovakva struktura finansiranja s jedne strane doprinosi smanjenju troškova, dok s druge strane dovodi do porasta rizika refinansiranja i refiksiranja. 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.
- **Strategija 3 - Diverzifikacija izvora finansiranja, instrumenata i baze investitora.** 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 koriste se u manjem obimu vanjski koncesioni instrumenti, te se fokus stavlja na kratkoročne i srednjoročne instrumente finansiranja na domaćem tržištu. Učešće domaćih instrumenata dužih ročnosti u 2020. godini, u odnosu na 2019. godinu, značajno se povećava, te u periodu 2021-2022. godine bilježi umjereni rast. Korištenje vanjskih koncesionih 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 - Izbor instrumenata finansiranja na osnovu preferencija najvećeg učesnika na tržištu.** Potrebe za finansiranjem budžetske potrošnje se zadovoljavaju na domaćem tržištu, uz preusmjeravanje na instrumente koje preferiraju banke, kao najveći učesnik na tržištu, tj. putem fiksnih instrumenata u vidu kredita i petogodišnjih „bullet“ obveznica, u omjeru 50% : 50%. 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.

U narednoj tabeli prikazana je struktura finansiranja po instrumentima i analiziranim strategijama, tokom posmatranog perioda.

**Tabela 6: Struktura instrumenata finansiranja u analiziranim strategijama
(prosjeak tokom perioda)**

Instrumenti novog zaduživanja	S1	S2	S3	S4
Vanjski var. USD	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Vanjski var. EUR	8,5%	7,9%	9,5%	8,5%
Vanjski fiksni USD	8,4%	7,7%	8,3%	8,3%
Vanjski fiksni EUR	22,3%	20,6%	22,1%	22,2%
MMF var. USD	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Evroobveznice	37,2%	0,0%	0,0%	0,0%
Domaći krediti varijabilni	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Domaći krediti fiksni	5,9%	5,4%	5,8%	24,6%
Domaći trezorski zapisi fiksni	0,0%	12,7%	2,4%	0,0%
Domaće obveznice 3 g. fiksne	0,0%	29,5%	2,4%	0,0%
Domaće obveznice 5 g. fiksne	6,8%	6,3%	10,5%	25,6%
Domaće obveznice 7 g. fiksne	6,9%	6,4%	22,5%	6,9%
Domaće obveznice 10 g. fiksne	3,9%	3,6%	16,4%	3,8%
Vanjski izvori	76,5%	36,1%	39,8%	39,1%
Domaći izvori	23,5%	63,9%	60,2%	60,9%

Izvor: MF RS

Na kraju posmatranog četvorogodišnjeg perioda, u poređenju sa indikatorima troškova i rizika na kraju 2018. godine, kod svih posmatranih strategija zabilježeno je poboljšanje indikatora solventnosti (mjereno učešćem nominalne i sadašnje vrijednosti duga u BDP-u), kao i indikatora likvidnosti (mjereno učešćem servisa kamate u BDP-u). Istovremeno, kod svih posmatranih strategija je uočeno povećanja rizika refinansiranja, u vidu povećanja učešća duga koji dospijeva u roku od godinu dana u ukupnom dugu i u BDP-u, te u vidu skraćivanja prosječnog vremena do dospijeća vanjskog, unutrašnjeg i ukupnog duga (izuzev prosječnog vremena do dospijeća unutrašnjeg duga prema strategiji 3). Takođe, kod svih strategija uočava se povećanje rizika kamatne stope, u vidu skraćivanja prosječnog vremena do refiksiranja i povećanja učešća duga koji se refiksira u roku od godinu dana. U okviru indikatora rizika kamatne stope, kod svih strategija poboljšava se indikator učešća duga sa fiksnom kamatnom stopom u ukupnom dugu. Valutni rizik, mjereno učešćem vanjskog duga, isključujući dug u EUR, u ukupnom dugu, se smanjuje kod svih strategija. Prethodno opisani odnos indikatora troškova i rizika na kraju 2018 i na kraju 2022. godine rezultat je strukture postojećeg portfolija na kraju 2018. godine, tj. dospijeća značajnog iznosa duga u 2023. godini, a po osnovu obveznica emitovanih na međunarodnom tržištu u 2018. godini.

III. Troškovi i rizici posmatranih strategija

Posmatrane strategije su analizirane na osnovu rezultata osnovnog i alternativnih scenarija (primjenom prethodno opisanih šokova na osnovni scenario). 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 Republike Srpske. Rizik svake strategije je razlika između troškova koji proizilaze 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 2022. godini. Standardni indikatori troškova i rizika za sve četiri strategije prikazani su grafikonom 2 i tabelom 7.

Grafikon 2. Indikatori troškova i rizika posmatranih strategija

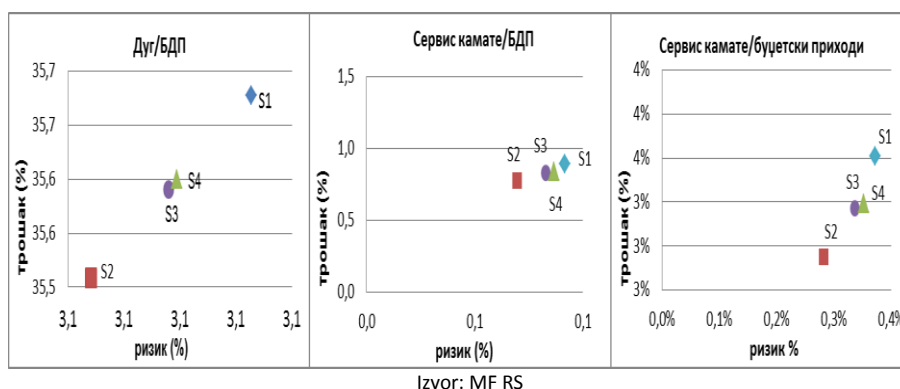


Tabela 7: Indikatori troškova i rizika posmatranih strategija na kraju 2022. godine

	Polazna 2018	sa 31.12.2022. godine			
		S1	S2	S3	S4
Nominalni iznos duga u odnosu na BDP (%)	43,8	35,7	35,5	35,6	35,6
Sadašnja vrijednost duga u odnosu na BDP (%)	37,1	30,9	30,7	30,7	30,8
Trošak zaduživanja					
Iznos kamate u odnosu na BDP (%)	1,0	0,9	0,8	0,8	0,8
Prosječna ponderisana kamatna stopa, u % (WAIR)	2,3	2,3	2,1	2,2	2,2
Rizik refinansiranja					
Dug koji dospijeva u roku od godinu dana (% od ukupnog)	10,4	17,4	22,4	18,0	18,2
Dug koji dospijeva u roku od godinu dana (% BDP-a)	4,6	6,2	8,0	6,4	6,5
Prosječno vrijeme do dospijeća vanjskog duga, u god. (ATM)	8,0	6,2	6,8	6,8	6,8
Prosječno vrijeme do dospijeća unutrašnjeg duga, u god. (ATM)	3,5	2,7	2,2	4,0	3,0
Prosječno vrijeme do dospijeća ukupnog duga, u god. (ATM)	6,7	5,6	5,4	5,9	5,6
Rizik kamatne stope					
Prosječno vrijeme do refiksiranja, u godinama (ATR)	5,4	4,7	4,4	5,0	4,7
Dug koji se refiksira u roku od godinu dana (% od ukupnog)	28,4	31,0	36,0	32,0	31,8
Dug sa fiksnom kamatnom stopom (% od ukupnog)	78,6	84,7	84,7	84,3	84,7
Valutni rizik					
Vanjski dug (% od ukupnog)	71,2	82,1	69,8	70,0	69,6
Kratkoročni vanjski dug (u % deviznih rezervi)	5,8	11,9	11,9	11,9	11,9

Izvor: MF RS

U okviru 4 analizirane strategije, u pogledu troškova kamata i stanja duga, najniže nivoe troškova pokazuju strategije 2 i 3, strategija 4 nešto viši nivo, dok najviši nivo troškova pokazuje strategija 1. Troškovi su najveći u strategiji 1, tj. strategiji 4, zbog potpunog, tj. povećanog oslanjanja na skuplje izvore finansiranja. Veći udio domaćih kratkoročnih i srednjoročnih instrumenata u strategiji 2, te vanjskih koncesionih i domaćih izvora svih ročnosti u strategiji 3, u odnosu na strategije 4 i 1, smanjuje troškove, pri čemu su rizici refinansiranja i refiksiranja na prihvatljivom nivou. Sadašnja vrijednost duga je najmanja u strategijama 2 i 3, usljed većeg korištenja instrumenata kraćih ročnosti, a time i većeg negativnog neto zaduživanja, u odnosu na druge dvije posmatrane strategije.

Rizik refinansiranja najniži je kod strategija 1 i 3, kao i rizik refiksiranja, dok najlošije rezultate u pogledu pomenutih rizika pokazuje strategija 2. Strategija 3 obezbjeđuje najduže prosječno vrijeme do dospelja portfolija unutrašnjeg, vanjskog, te ukupnog duga, a usljed većeg korištenja vanjskih koncesionih instrumenata, kao i većeg korištenja domaćih fiksnih instrumenata dužih ročnosti, u odnosu na ostale posmatrane strategije. Prosječno vrijeme do refiksiranja je najduže kod strategije 3, nešto kraće kod strategija 4 i 1, a najkraće kod strategije 2, što je odraz najvećeg učešća domaćih fiksnih instrumenata sa dužim ročnostima u strategiji 3, u odnosu na ostale posmatrane strategije.

U pogledu valutnog rizika, udio duga denominovanog u stranim valutama u ukupnom dugu najveći je kod strategije 1, koja se oslanja isključivo na vanjske instrumente. Međutim, važno je 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, najmanji kod strategije 1, te na neznatno višem nivou kod strategija 3 i 4.

Imajući u vidu sve naprijed navedeno, za naredni period izabrana je strategija 3. U poređenju sa drugim strategijama, ova strategija nosi relativno niske troškove i prihvatljive rizike. Istovremeno, izabrana strategija obezbjeđuje korištenje dostupne podrške multilateralnih kreditora, te dobru poziciju Republike Srpske u pogledu mogućih budućih izvora finansiranja, i to kroz podršku razvoju domaćeg tržišta putem konstantnog održavanja ponude kratkoročnih i srednjoročnih finansijskih instrumenata na domaćem finansijskom tržištu, sa fokusom na instrumente dužih ročnosti. Prosječno vrijeme do dospelja unutrašnjeg, vanjskog i ukupnog duga i prosječno vrijeme refiksiranja je najduže. Troškovi finansiranja, udio duga koji dospijeva u godini dana u BDP-u, udio duga koji dospijeva u godini dana u ukupnom dugu, kao i valutni rizik, su na prihvatljivom nivou. Profil otplate po odabranoj strategiji povoljniji je u poređenju sa ostalim strategijama, sa značajnim porastom otplate u 2023. godini, što je rezultat dospelja obaveza po osnovu obveznica emitovanih na međunarodnom tržištu u 2018. godini.

B. STRATEGIJA UPRAVLJANJA DUGOM FEDERACIJE BIH

1. PRAVNI I INSTITUCIONALNI OKVIR

1.1. Pravni okvir

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

- Procedura ugovaranja novih vanjskih državnih zajmova propisana je članom 39. Zakona o zaduživanju, dugu i garancijama Bosne i Hercegovine („Službeni glasnik BiH“, br. 52/05, 103/09 i 90/16, u daljem tekstu: Zakon o zaduživanju), 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.

1.2. Institucionalni okvir

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

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

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

2. CILJEVI I OBUHVAT STRATEGIJE UPRAVLJANJA DUGOM

2.1. Ciljevi upravljanja dugom

Ciljevi upravljanja dugom Vlade Federacije BiH su:

1. osiguranje finansijskih sredstava za finansiranje vladinih potreba (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

<i>Vrsta duga</i>	<i>Uključen (v)/ Isključen (x)</i>	<i>Iznos (mil.KM)</i>
<i>Vanjski dug FBiH, od čega:</i>		<i>4.595,39</i>
- <i>Relevantni vanjski dug FBiH</i>	<i>✓</i>	<i>4.520,04</i>
- <i>Direktni vanjski dug FBiH</i>	<i>✓</i>	<i>75,35</i>
<i>Unutrašnji dug FBiH, od čega:</i>		<i>711,54</i>
- <i>Trezorski zapisi FBiH</i>	<i>✓</i>	<i>20,00</i>
- <i>Trezorske obveznice FBiH</i>	<i>✓</i>	<i>540,00</i>
- <i>Obveznice stare devizne štednje (SDŠ)</i>	<i>✓</i>	<i>1,87</i>
- <i>Obveznice za ratna potraživanja (RT)</i>	<i>✓</i>	<i>149,67</i>
<i>GARANCIJE²⁴</i>	<i>x</i>	<i>16,81</i>
- <i>Garancije FBiH</i>	<i>x</i>	<i>8,04</i>
- <i>Garancije JP u vlasništvu FBiH</i>	<i>x</i>	<i>1.200,86</i>
<i>UKUPAN dug obuhvaćen strategijom</i>		<i>5.306,93</i>

3. PORTFOLIO DUGA VLADE FEDERACIJE BIH

Ukupan portfolio duga za koji je odgovorna i kojim upravlja Vlada Federacije BiH na dan 31.12.2019. godine iznosi 5.306,93 mil.KM²⁵ (3.036,01 mil. USD ili 24,14% BDP-a²⁶ Federacije BiH), a sastoji se od vanjskog duga u iznosu od 4.595,39 mil.KM (2.628,95 mil. USD ili 86,59% ukupnog duga) i unutrašnjeg duga u iznosu od 711,54 mil.KM (407,06 mil. USD ili 13,41% ukupnog duga).

²⁴ Garancije FBiH nisu uključene u obuhvat strategije jer se u periodu koji je obuhvaćen Strategijom ne očekuje njihovo aktiviranje. Garancije FBiH obuhvataju: garanciju na sindicirani kredit Željeznica FBiH u iznosu od 78,92 mil.KM (stanje duga po ovoj garanciji na dan 31.12.2019. godine iznosi 8,04 mil.KM) i garanciju za izgradnju bloka 7, Termoelektrane u Tuzli u iznosu od 1.200,86 mil.KM stanje duga po ovoj garanciji je 0 KM s obzirom da se još nisu stekli uslovi za efektivnost kredita

²⁵ Kursna lista CBBH broj 257 od 31.12.2019. godine, vrijednost SDR-a na dan 30.12. 2019. godine 2,417171 KM

²⁶ Federalni zavod za statistiku, saopćenje Godišnji bruto domaći proizvod za Federaciju BiH, 2018. godina – Dohodovni pristup, Sarajevo 21.11. 2019. godine (BDP 21.984 mil.KM)

Tabela 2. Ukupan dug obuhvaćen Strategijom na dan 31.12.2019. godine

Opis	Vanjski dug	Unutrašnji dug	Ukupni dug
Iznos (u mil. KM)	4.595,39	711,54	5.306,93
Iznos (u mil. USD)	2.628,95	407,06	3.036,01
Nominalni dug kao % BDP-a FBiH	20,9%	3,2%	24,1%

3.1. Struktura vanjskog duga Federacije BiH na dan 31.12.2019. godine

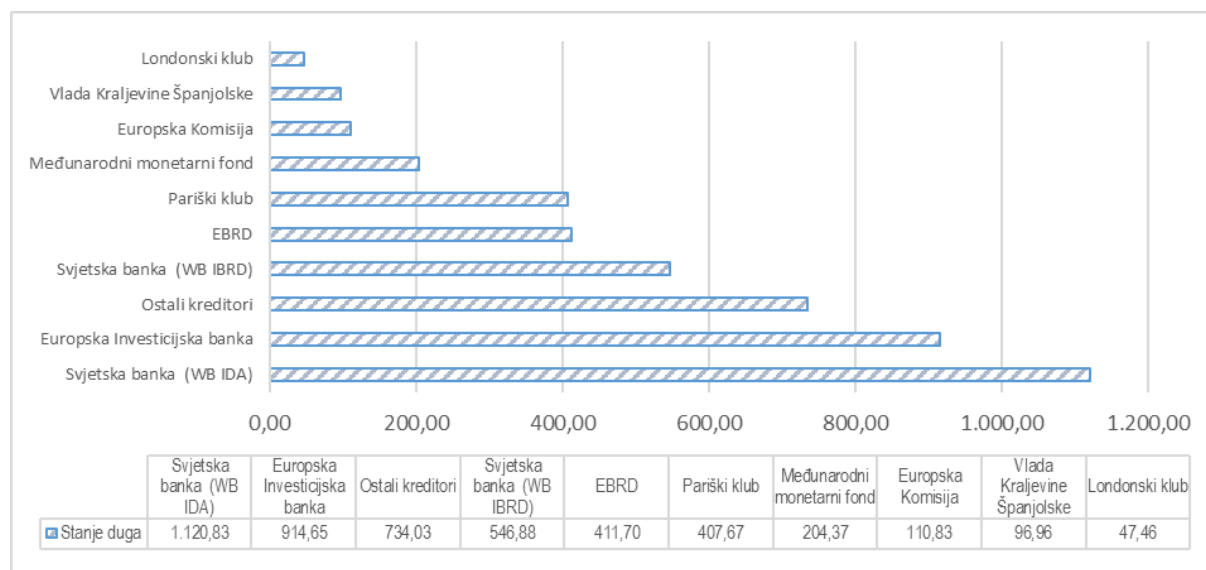
3.1.1. Struktura vanjskog duga Federacije BiH po kreditorima

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)	641.208.932,8	1.120.829.367,2
Evropska investicijska banka	523.257.389,9	914.650.778,1
Međunarodni monetarni fond	116.917.911,6	204.371.808,1
EBRD	235.525.838,0	411.697.751,6
Pariški klub	233.222.598,0	407.671.701,9
Svjetska banka (WB IBRD)	312.858.975,4	546.875.611,9
Londonski klub	27.153.817,7	47.464.710,3
Evropska komisija	63.404.317,9	110.830.367,3
Vlada Kraljevine Španije	55.470.604,4	96.962.283,6
Ostali kreditori	419.928.333,9	734.032.208,1
Ukupno	2.628.948.719,6	4.595.386.588,1

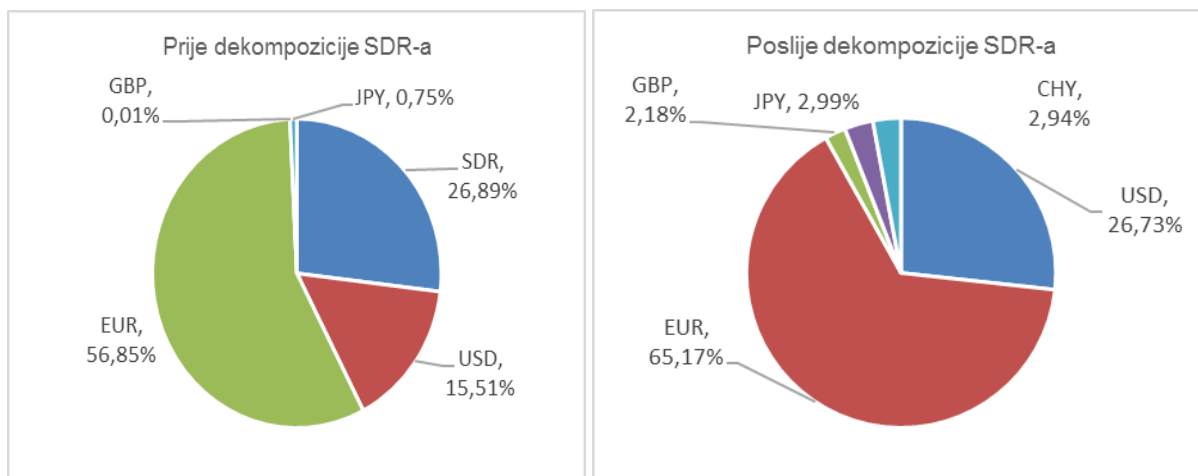
Slika 1. Struktura vanjskog duga Federacije BiH prema kreditorima (mil. KM)



3.1.2. Valutna struktura vanjskog duga Federacije BiH

Valutna struktura vanjskog duga Federacije BiH ovisi o dostupnim izvorima finansiranja. S tim u vezi, najzastupljenije valute u portfoliju duga Federacije BiH su: Euro (EUR), Specijalna prava vučenja (SDR) i američki dolar (USD).

Slika 2. Valutna struktura vanjskog duga Federacije BiH

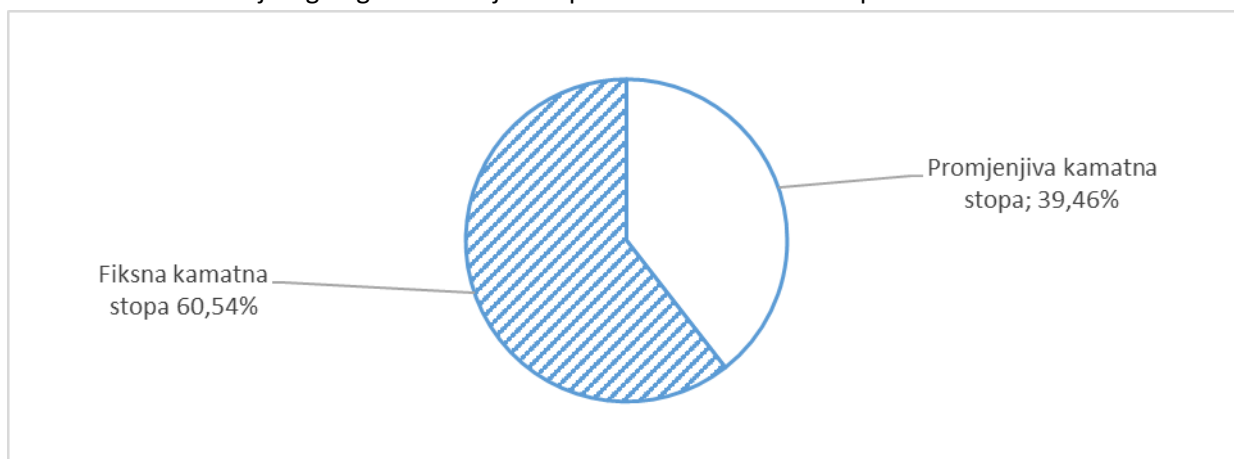


Dekompozicijom SDR-a²⁷, udio EUR valute raste na 65,17%, a USD na 26,73% ukupnog vanjskog duga.

3.1.3. Kamatna struktura vanjskog duga Federacije BiH

Sa fiksnom kamatnom stopom ugovoreno je 2.790,37 mil.KM ili 60,54% vanjskog duga, a sa promjenjivom kamatnom stopom 1.813,29 mil.KM ili 39,46% vanjskog duga.

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



²⁷ SDR – međunarodna obračunska valuta sastavljena iz sljedećih valuta: Kineski Juan (CNY) 1,0174, Euro (EUR) 0,38671, Američki dolar (USD) 0,58252, Britanska Funta (GBP) 0,085946 i Japanski Yen (JPY), 11,90.

3.2. Struktura unutrašnjeg duga Federacije BiH na dan 31.12.2019. godine

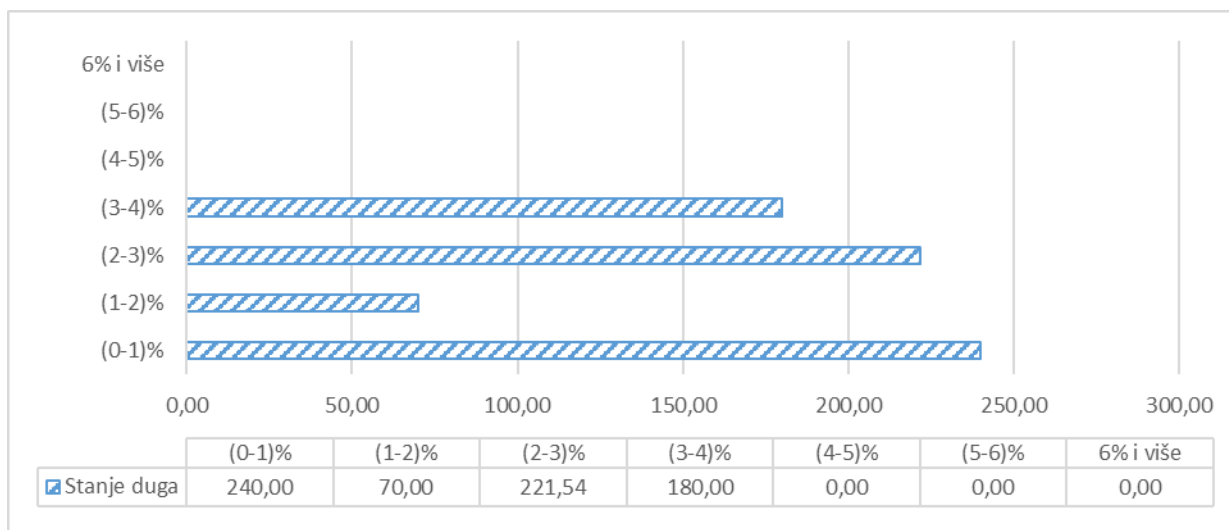
Unutrašnji dug koji je uključen u Strategiju sastoji se od duga u obliku vrijednosnih papira koji je nastao u skladu sa zakonom²⁸ i duga nastalog emisijom tržišnih vrijednosnih papira.

Tabela 4. Unutrašnji dug Federacije BiH uključen u Strategiju

<i>Vrsta duga</i>	Uključen (✓)/ Isključen (x)	Iznos (mil.KM)
<i>Unutrašnji dug FBiH, od čega:</i>		711,54
- Trezorski zapisi FBiH	✓	20,00
- Trezorske obveznice FBiH	✓	540,00
- Obveznice stare devizne štednje (SDŠ)	✓	1,87
- Obveznice za ratna potraživanja (RT)	✓	149,67

3.2.1. Kamatna struktura unutrašnjeg duga Federacije BiH

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



²⁸ 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 prosječnu ponderisanu implicitnu kamatnu stopu od 1,6%. Prosječna ponderisana implicitna kamatna stopa za unutrašnji dug iznosi 1,9%, 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% (151,54 mil.KM) i tržišnih dugoročnih vrijednosnih papira u obliku obveznica (540,0 mil.KM).

Prosječna ponderisana implicitna kamatna stopa za vanjski dug iznosi 1,6%.

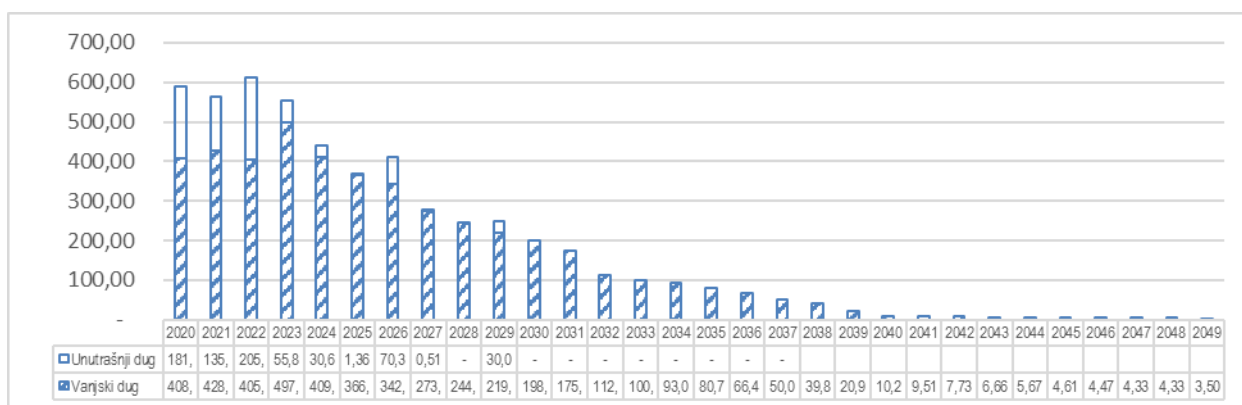
Tabela 5. Indikatori rizika portfolija duga Federacije BiH na dan 31.12.2019. godine

Indikatori rizika		Vanjski dug		Unutrašnji dug		Ukupni dug	
		2018.	2019.	2018.	2019.	2018.	2019.
Iznos duga (milioni KM)		4.702,7	4.595,4	673,4	711,5	5.376,1	5.306,9
Iznos duga (milioni USD)		2.754,1	2.628,9	394,4	407,1	3.148,5	3.036,0
Nominalni dug u % BDP		23,2	20,9	3,3	3,2	26,5	24,14
Sadašnja vrijednost duga u % BDP		21,0	17,0	3,3	3,2	24,4	19,6
Troškovi duga	Kamata kao % BDP	0,4	0,3	0,1	0,1	0,4	0,4
	Prosječna ponderisana kamata (%)	1,5	1,6	2,7	1,9	1,7	1,6
Rizik refinansiranja	Prosječno vrijeme dospelja (godine)	6,8	6,5	2,1	2,7	6,2	6,0
	Dospjeće duga u sljedećoj godini (% ukupnog)	9,0	8,9	27,3	25,5	11,3	11,1
	Dospjeće duga u sljedećoj godini (% BDP)	2,1	1,9	0,9	0,8	3,0	2,7
Kamatni rizik	Prosječno vrijeme refiksiranja (godine)	3,7	4,1	2,1	2,7	3,5	3,9
	Dug koji se refiksira u sljedećoj godini (% ukupnog)	50,3	44,2	27,3	25,5	47,4	41,7
	Dug sa fiksnom kamatnom stopom (% ukupnog)	53,7	60,5	100,0	100,0	59,5	65,8
Valutni rizik	Devizni dug (% ukupnog duga)					87,5	86,6
	Kratkoročni devizni dug (% rezervi)					4,8	3,5

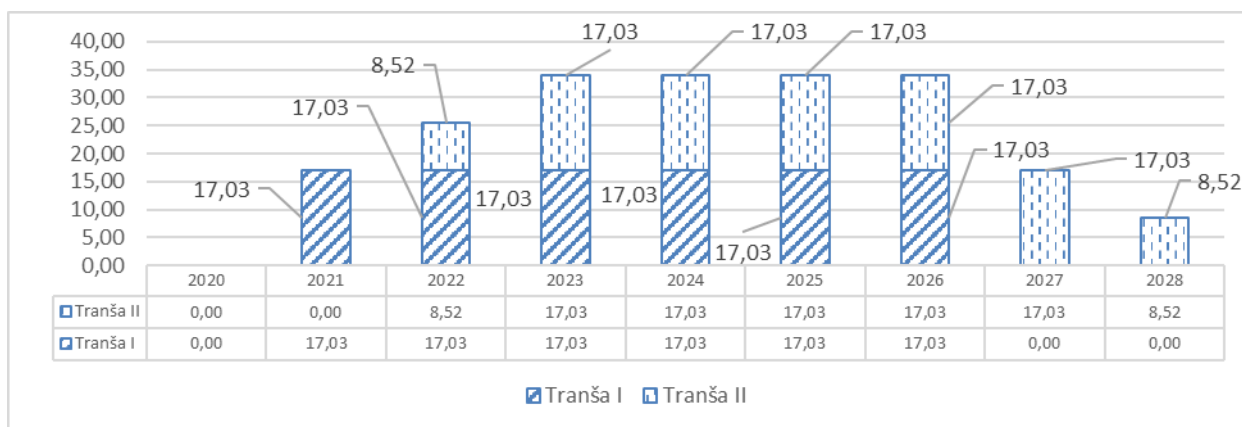
4.2 Rizik refinansiranja

Rizik refinansiranja je relativno veliki i za unutrašnji i za vanjski dug i koncentriran je na kratki i srednji rok. Profil otplate portfolija duga naginje ka kratkom i srednjem roku. Prosječno vrijeme dospelja (ATM) za unutrašnji dug je 2,7 godina, a 6,5 godina za vanjski dug. Kraće prosječno vrijeme dospelja unutrašnjeg duga u odnosu na vanjski dug rezultat je razvijenosti domaćeg tržišta vrijednosnih papira, s obzirom da na istom ne postoji značajniji tržišni potencijal za izdavanjem obveznica sa dužim rokom dospelja, i obaveza po osnovu unutrašnjeg duga utvrđenih zakonom (obveznice izdane za izmirenje stare devizne štednje i ratnih potraživanja)

Slika 5. Profil otplate duga Federacije BiH na dan 31.12.2019. godine (mil. KM)



Slika 6. Profil otplate duga Federacije BiH prema IMF-u, na dan 31.12.2019. godine (mil. KM)



4.3 Kamatni rizik

Udio portfolija duga koji se refiksira unutar jedne godine iznosi 41,7% i rezultat je činjenice da je gotovo pola portfolija vanjskog duga ugovoreno sa varijabilnom kamatnom stopom (cca 40,0%) kao i kratkog roka dospijeća tržišnih vrijednosnih papira emitovanih na domaćem tržištu. Povećanje referentnih kamatnih stopa za jedan procentni poen povećalo bi otplatu duga za približno 10 mil. USD godišnje (cca 18 mil. KM).

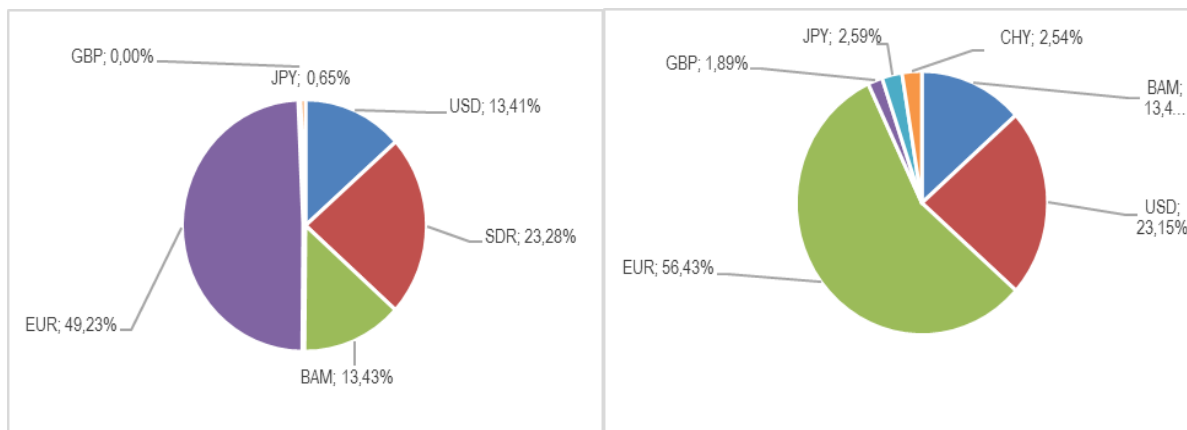
Za refiksiranje vanjskog duga prosječno je potrebno 4,1 godina, a 2,7 godina za refiksiranje unutrašnjeg duga.

4.4 Valutni rizik

Najzastupljenije valute u portfoliju duga Federacije BiH su EUR (49,23%), SDR (23,28%), USD (13,41%) i KM (13,43%). Dekompozicijom SDR-a, udio EUR valute raste na 56,43% ukupnog duga, a udio USD na 23,15% (Slika 7.).

Valutni rizik portfolija vanjskog duga Federacije BiH je relativno velik. Približno 35% vanjskog duga je osjetljivo na promjene deviznih kurseva uzimajući u obzir njegovu valutnu strukturu (EUR – 56,85%, SDR – 26,89% i USD – 15,51%), u kojoj, nakon dekompozicije SDR-a, udio EUR valute u ukupnom vanjskom dugu iznosi 65,17% (Slika 2.).

Slika 7. Valutna struktura ukupnog duga Federacije BiH prema stanju duga na dan 31.12.2019. 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

Potencijalne obaveze Federacije BiH na dan 31.12.2019. godine po osnovu izdatih garancija odnose se na unutrašnju garanciju za JP Željeznice Federacije BiH po osnovu sindiciranog kredita u iznosu od 78.917.840 KM. Stanje duga po ovoj garanciji iznosi 8,04 mil. KM²⁹ i biće u potpunosti otplaćen krajem 2020. godine.

Federacija BiH je tokom 2019. godine izdala vanjsku garanciju JP Elektroprivreda BiH a u cilju izgradnje bloka 7 Termoelektrane Tuzla. Garancija je izdana u korist Kineske izvozno-uvozne banke (Exim Bank of China) na iznos od 1.200,86 mil. KM. S obzirom da uslovi za efektivnost kredita još uvijek nisu ispunjeni, stanje duga po ovoj garanciji iznosi 0 KM.

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

4.5.2 Preuzimanje obaveza krajnjih korisnika

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

²⁹ Garancija će biti u potpunosti otplaćena u 2020. godini

5. MAKROEKONOMSKI OKVIR³⁰

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

Pod pretpostavkom povoljnog eksternog okruženja i implementacije strukturnih reformi u zemlji, sa glavnim osloncem u domaćoj tražnji, u BiH se u periodu od 2020 – 2022. godine očekuje rast BDP-a po stopama od 3,7%, 3,8%, te 4,0%, respektivno³¹. Očekivani rast će najznačajnije uporište imati u očekivanom porastu privatne i javne potrošnje, uslijed višegodišnje provedbe politike fiskalne konsolidacije, te porastu ukupnih (privatnih i javnih) investicija.

Posmatrajući istorijski rast cijena u Bosni Hercegovini može se zaključiti da je velikim djelom determiniran promjenama cijena sirove nafte na svjetskom tržištu, cijenama hrane, akcizama na određene proizvode, cijenama komunalija itd.

Prema tome, ukoliko bi cijene sirove nafte u periodu 2020 – 2022. godine odstupale od pretpostavljenih u osnovnom scenariju to bi se odrazilo na nivo inflacije. Naredni srednjoročni period se, u smislu očekivanog kretanja ukupnog nivoa cijena u FBiH može okarakterisati kao period niske i stabilne inflacije, sa projiciranim stopama iste od 1,0% u 2020. godini do 1,5% u 2022. godini.

Na bazi projekcija DEP-a obim vanjskotrgovinske razmjene u periodu 2020.-2022. godina bi se povećao, tako da bi u ovom vremenskom intervalu vanjskotrgovinski deficit bilježio nominalni rast od 0,1-3,1%, kao rezultat porasta stope uvoza (6,8-8,6%) i rasta stope izvoza (8,2-10,5%).

Finansiranje deficita tekućeg računa bilo bi, kao i proteklih godina, omogućeno prilivima finansijskih sredstva iz inostranstva (kroz socijalne beneficije i doznake građana iz inostranstva, direktne strane investicije, trgovinske kredite te kroz eventualna nova zaduživanja na međunarodnom finansijskom tržištu).

Tabela 6. Makroekonomski pokazatelji za Federaciju BiH za period 2020. – 2022. godine (u mil. KM)³²

Indikator	2020	2021	2022
Javni prihodi (uključujući grantove) (u mil. KM)	4.254,4	4.377,3	4.466,5
Primarni rashodi javnog sektora (u mil. KM)	3.857,7	4.017,9	4.067,5
Rashodi javnog sektora (u mil. KM)	3.974,1	4.152,1	4.208,3
Izdaci za kamate (u mil. KM)	116,4	134,2	140,9
Devizne rezerve (mil. USD) ³³	6.821,0	7.268,3	7.660,6
BDP (Nominalni) (u mil. KM)	23.790,0	24.979,0	26.279,0
Nominalni rast u %	4,6	5,0	5,2
Realni BDP (u mil. KM) (prethodna g. = 100)	23.599,0	24.731,0	26.017,0
Realni rast u %	3,7	3,8	4,0

³⁰Smjernice ekonomske i fiskalne politike Federacije BiH u periodu 2020. – 2022. godine, Sarajevo maj 2019. godine

³¹DEP: Program ekonomskih reformi za 2020. – 2022. godine, januar 2020. godine

³² Smjernice ekonomske i fiskalne politike Federacije BiH za period 2020. – 2022. godina, Sarajevo, maj 2019. godine

³³ Izvor: CBBH

Tabela 7. Makroekonomski rizici i implikacije po strategiju upravljanja dugom

<i>Realni sektor</i>		
- 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.
<i>Fiskalni sektor</i>		
- Održivost duga	Srednja	Pritisak na rastuće rashode i kapitalne investicije bi povećao finansijske potrebe. Potencijalne obaveze, bilo iz bankarskog sektora ili državnih preduzeća, bi mogle dovesti do povećanja bruto finansijskih potreba i troškova finansiranja i pogoršanja fiskalnog bilansa, što bi moglo rezultirati većim domaćim i vanjskim zaduženjem.
<i>Platni bilans</i>		
- Vanjska potražnja/kurs valuta	Srednja do visoka	Spor globalni rast, posebno u EU, može smanjiti izvoz i strane direktne investicije, dovodeći do pritiska na devizne rezerve, s obzirom na aranžman valutnog odbora, što bi moglo utjecati i na veće vanjsko zaduživanje.
<i>Inflacija</i>		
- Cijene roba/kurs valuta	Srednja do mala	Pretpostavljeno kretanje inflacije u Bosni i Hercegovini u osnovnom scenariju za 2020.-2022. godinu trebalo bi se zadržati na nivou iz 2019. godine. Veća inflacija bi mogla povećati troškove servisiranja duga.
<i>Finansijski sistem</i>		
- Sveukupno stanje	Srednja	Stopa adekvatnosti kapitala bankarskog sistema je znatno viša od zakonskog minimuma i predstavlja zadovoljavajuću kapitaliziranost ukupnog sistema za postojeći nivo izloženosti rizicima i jaku osnovu za očuvanje njegove sigurnosti i stabilnosti.

6. IZVORI FINANSIRANJA

6.1. Vanjski izvori finansiranja

Vanjska finansijska sredstva koja Federaciji BiH stoje na raspolaganju i planira ih angažovati u periodu 2020 – 2022. procjenjuju se na 1.341,09 mil.KM³⁴ (767,22 mil. USD³⁵). Uzimajući u obzir ciljeve definirane ovom Strategijom, troškove i rizike ugovaranja zajmova, Federacija BiH će nastaviti sa politikom maksimiziranja zaduživanja kod multilateralnih finansijskih institucija, a procjene ukazuju da bi se približno 80% planiranih potreba moglo zadovoljiti finansiranjem iz ovih izvora.

³⁴ Prema podacima jedinica za implementaciju projekata

³⁵ Preračun izvršen prema kursu USD : KM na dan 31.12.2019. godine (1USD=1,747994 KM)

Tabela 8: Pregled procijenjenog finansiranja iz vanjskih izvora u periodu 2020 – 2022. godina

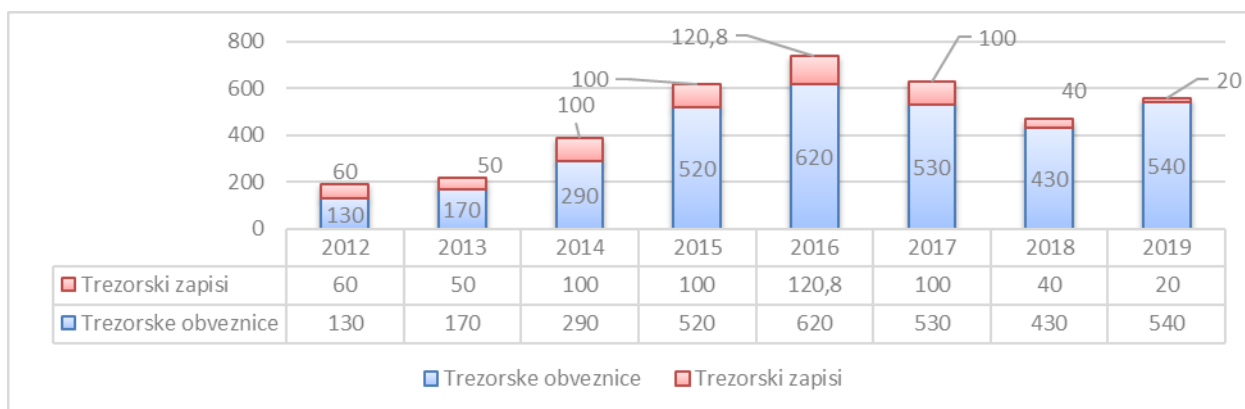
Kreditor	Kamatna stopa	Grace period	Rok otplate	Valuta	Finansiranje mil. USD	%	Rizici
IBRD	Fiksna ili varijabilna	5-10	18-30	EUR	97,32	12,68	Rizik refiksiranja za varijabilnu
EIB	Fiksna ili varijabilna	4-5	25	EUR	327,63	42,70	Rizik refiksiranja za varijabilnu
IMF ³⁶	Varijabilna	4,5	10	SDR	0,00	0,00	Rizik refiksiranja, refinansiranja i valutni rizik
EBRD	Fiksna ili varijabilna, 6MEURIBOR+1%	3-5	12-15	EUR	128,08	16,69	Rizik refiksiranja za varijabilnu
Kuvajtski fond	Fiksna, 2%	5	25	KWD	33,90	4,42	Valutni rizik
Saudijski fond	Fiksna, 1% - 2%	5	25	SAR	1,10	0,14	Valutni rizik
OPEC fond	Fiksna, 2%	10	20	USD	33,16	4,32	Valutni rizik
CEB	Fiksna ili varijabilna	5	10	EUR	22,15	2,89	Rizik refiksiranja za varijabilnu
IFAD	Fiksna, 0,75%	10	30	SDR	4,90	0,64	Rizik refinansiranja i valutni rizik
IDA	Fiksna	5	25	SDR	5,55	0,72	Rizik refinansiranja i valutni rizik
KfW	Fiksna	2,5 - 10	12 - 20	EUR	104,02	13,56	Rizik refinansiranja
Ostala sredstva	Fiksna ili varijabilna	3-5	10-15	EUR	9,40	1,23	Rizik refinansiranja i refiksiranja za varijabilnu
UKUPNO					767,22	100,00	

6.2. Domaći izvori finansiranja

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

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

Slika 8. Kretanje visine unutrašnjeg duga Federacije BiH po osnovu tržišnih vrijednosnih papira u periodu 2012 – 2019. (mil. KM)



³⁶ Navedeno se odnosi na Prošireni aranžman IMF-a (Extended Fund Facility)

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

Broj emisija i visina ponude trezorskih zapisa (ročnosti tri, šest, devet i dvanaest mjeseci) će varirati zavisno od potreba trezora u procesu upravljanja likvidnošću. Za buduća izdanja obveznica Federacija će uzimati u obzir interese investitora, ali će nastojati produžiti prosječno vrijeme dospelja vrijednosnih papira³⁷ izdavanjem obveznica sa dospeljem dužim od pet godina.

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

Tabela 9. Struktura, troškovi i rizici domaćih izvora finansiranja

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

³⁷ U 2019. godini FMF uspješno je emitovalo prvu obveznicu dospelja 10 godina u iznosu od 30 miliona KM.

7. PRETPOSTAVKE CIJENA I OPISI SCENARIJA ŠOKA

U ovom dijelu predstavljena su četiri osnovna scenarija finansiranja potreba Vlade Federacije BiH. Pretpostavke visine kamatnih stopa i procijenjeno kretanje vrijednosti deviznih kurseva za vanjski dug u periodu 2019 – 2022. godina preuzeti su od Ministarstva finansija i trezora BiH.

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

Pretpostavke o budućim kretanjima fiksnih kamatnih stopa na vanjski dug zasnovane su na krivuljama prinosa na njemačke i američke obveznice prve polovine juna 2019. godine.

Za projekcije varijabilnih kamatnih stopa, 6M LIBOR³⁸ i 6M EURIBOR³⁹ 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. Procijenjene visine kamata na instrumente duga u periodu 2019. – 2022. godina korištene u MTDS AT

Naziv instrumenta	Kamata			
	2019	2020	2021	2022
Koncesionalni USD Fiksni	2,10%	2,12%	2,14%	2,17%
Koncesionalni EUR Fiksni	1,76%	1,84%	1,91%	1,98%
Koncesionalni USD Varijabilni	2,37%	2,39%	2,42%	2,44%
Koncesionalni EUR Varijabilni	-0,26%	-0,18%	-0,11%	-0,04%
IMF EFF ⁴⁰ USD Varijabilni	1,09%	1,11%	1,13%	1,16%
5y Eurobond	3,76%	4,14%	4,44%	4,64%

Tabela 11. Procijenjeni spread (margina) na instrumente duga sa varijabilnom kamatnom stopom u periodu 2019. – 2022. godina korištene u MTDS AT

Naziv instrumenta	Spread-Margina			
	2019	2020	2021	2022
Koncesionalni USD Varijabilni	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%
Koncesionalni EUR Varijabilni	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%
IMF EFF USD Varijabilni	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%

Bosna i Hercegovina ima kreditni rejting B od S&P⁴¹ i B3 od Moody's⁴². 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,

³⁸ London Interbank Offered Rate

³⁹ Euro Interbank Offered Rate

⁴⁰ Extended Fund Facilities

⁴¹ Standard and Poor's – agencija za procjenu kreditnog rejtinga

⁴² Moody's Investors Service - agencija za procjenu kreditnog rejtinga

ali nepovoljna ekonomska kretanja mogu dovesti do problema u servisiranju njenih obaveza. Od svih zemalja u regionu BiH ima najlošiji kreditni rejting.

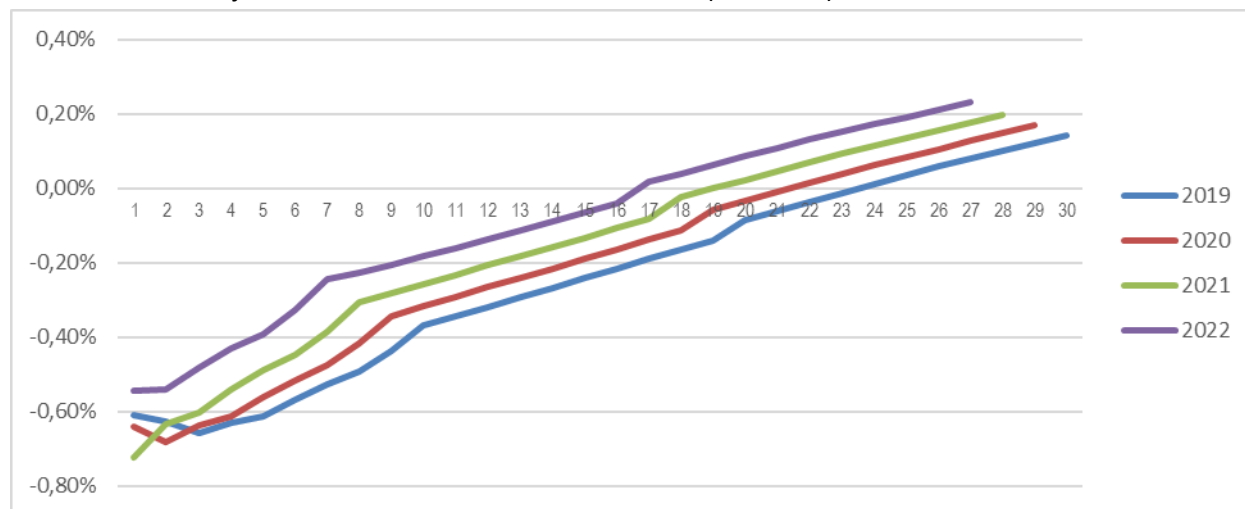
Tabela 12: Pregled dugoročnog rejtinga pojedinih zemalja iz šireg okruženja

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

Izvor: Centralna banka Bosne i Hercegovine⁴³

Mada je to postala uobičajena 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.

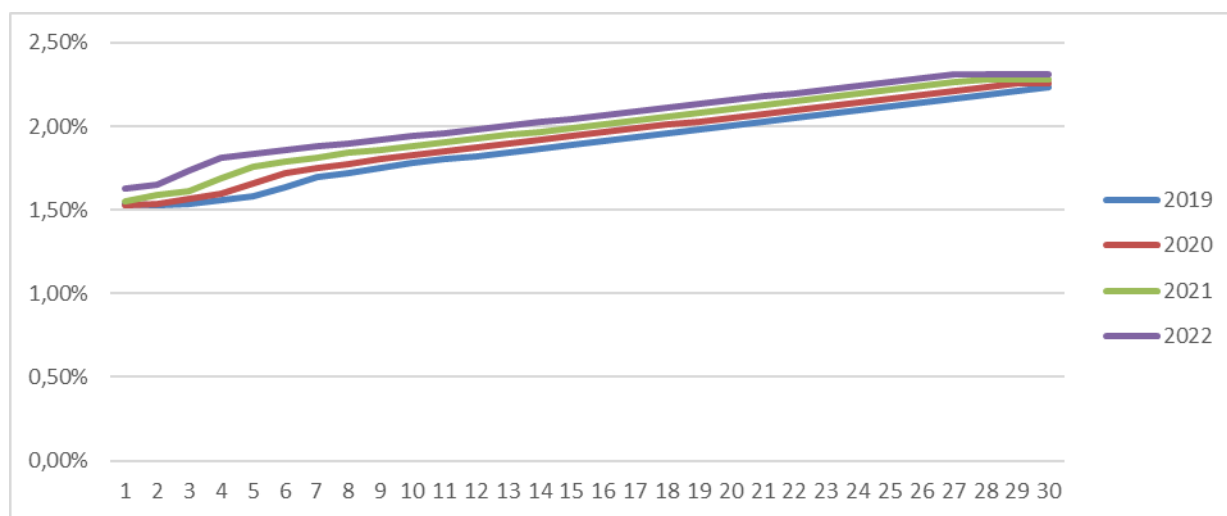
Slika 9. Prinos na njemačke obveznice različitih ročnosti - (Jan 2020.)⁴⁴



⁴³ Bloomberg, podaci ažurirani 17.12.2019. godine

⁴⁴ Izračun FMF

Slika 10. Krivulja prinosa na američke obveznice različitih ročnosti - (Jan 2020.)⁴⁵



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.

Pretpostavka je da će odnos EUR/USD, odnosno KM/USD u periodu na koji se odnosi strategija ostati na istom nivou kao na kraju 2019. godine odnosno da neće biti niti aprecijacije niti deprecijacije deviznog kursa.

Slika 11. Kurs EUR/USD 2000 -2019. godine



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

7.1. Scenarij nepredviđenih događaja (Šok scenarij)

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

⁴⁵ 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 prvoj godini,
- veliki šok: deprecijacija vrijednosti KM od 30% u odnosu na USD u prvoj godini.

Šok kamatnih stopa:

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

Scenariji šokova:

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

Tabela 13. Stilizovani instrumenti portfolija duga Federacije BiH

Oznaka instrumenta	Ime ili vrsta instrumenta	Fiksni ili varijabilni	Koncesionalni ili tržišni	Dospijeće (godina)	Grace (godina)	Vrsta valute	Valuta
USD_1	Koncesionalni USD	Fiksni	Koncesionalni	20	5	Strana	USD
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	Tržišni	1	0	Domaća	BAM
BAM_7	1-2y FCSB T obveznica	Fiksni	Tržišni	2	1	Domaća	BAM
BAM_8	2-3y T obveznica	Fiksni	Tržišni	3	2	Domaća	BAM
BAM_9	5-7y T obveznica	Fiksni	Tržišni	6	5	Domaća	BAM
BAM_10	5y WCB T obveznica	Fiksni	Tržišni	5	4	Domaća	BAM
EUR_11	5y Eurobond	Fiksni	Tržišni	5	4	Strana	EUR

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

Indikatori rizika		Portfolio duga		
		2018. godina	2019. godina	Izabrana strategija kraj 2022. godine
Nominalni dug (% BDP-a)		26,5	24,1	21,9
Sadašnja vrijednost (% BDP-a)		24,4	19,6	18,0
Ponderisana prosječna kamata (%)		1,7	1,6	1,3
Rizik refinansiranja	ATM Vanjski dug (godine)	6,8	6,5	7,3
	ATM Unutrašnji dug (godine)	2,1	2,7	2,0
	ATM Ukupni dug (godine)	6,2	6,0	6,6
Kamatni rizik	ATR (godine)	3,5	3,9	4,3
	Dug koji se refiksira u 1 g (% ukupnog duga)	47,4	41,7	42,3
	Dug po fiksnoj kamati (% ukupnog duga)	59,5	65,8	68,2
Valutni rizik	Devizni dug (% ukupnog duga)	87,3	86,6	86,7
	Kratkoročni devizni dug (% rezervi)	4,8	3,5	3,7

7.2. Opis alternativnih strategija zaduživanja

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

Strategija (S1): zaduživanje Federacije BiH u skladu s Budžetom Federacije BiH za 2020. godinu, Smjernicama ekonomske i fiskalne politike u periodu 2020-2022. godina i PJI-a za period 2020-2022. godine. Finansiranje razvojnih projekata do 2022. godine procijenjeno je na 1.341,09 mil.KM. Vanjski izvori finansiranja su okvirno identificirani (tabela 8.) te su u kontekstu procjene troškova i rizika primijenjeni kreditni uslovi sa podjednakim učešćem kredita sa fiksnom i promjenjivom kamatnom stopom uz preferiranu valutu EUR. Budžetska podrška će se finansirati sredstvima prikupljenim emisijama trezorskih zapisa i trogodišnjih, petogodišnjih, sedmogodišnjih, desetogodišnjih i petnaestogodišnjih obveznica u obimu koji osigurava i razvoj domaćeg tržišta.

Strategija 2 (S2): zaduživanje Federacije BiH u skladu s Budžetom Federacije BiH za 2020. godinu, Smjernicama ekonomske i fiskalne politike u periodu 2020-2022. godina i PJI-a za period 2020-2022. godine. U cilju procjene troškova i rizika razmatrani su kreditni uslovi koji podrazumijevaju kredite sa ugovorenom promjenjivom kamatnom stopom uz preferiranu valutu EUR. Budžetska podrška će se finansirati sredstvima prikupljenim emisijama trezorskih zapisa i trogodišnjih, petogodišnjih, sedmogodišnjih, desetogodišnjih i petnaestogodišnjih obveznica u obimu koji osigurava i razvoj domaćeg tržišta.

Strategija 3 (S3): zaduživanje Federacije BiH u skladu s Budžetom Federacije BiH za 2020. godinu, Smjernicama ekonomske i fiskalne politike u periodu 2020-2022. godina i PJI-a za period 2020-2022. godine. Kreditni uslovi pod kojima bi se Federacija BiH trebala zadužiti za finansiranje razvojnih projekata (u cilju procjene tako nastalih troškova) koji podrazumijevaju kredite sa ugovorenim fiksnom kamatnom stopom uz preferiranu valutu EUR. Budžetska podrška će se finansirati sredstvima prikupljenim emisijama trezorskih zapisa i trogodišnjih, petogodišnjih, sedmogodišnjih, desetogodišnjih i petnaestogodišnjih obveznica u obimu koji osigurava i razvoj domaćeg tržišta.

Strategija 4 (S4): zaduživanje Federacije BiH u skladu s Budžetom Federacije BiH za 2020. godinu, Smjernicama ekonomske i fiskalne politike u periodu 2020-2022. godina i PJI-a za period 2020-2022. godine. Ukupne finansijske potrebe će se osigurati na vanjskom tržištu. Za finansiranje infrastrukturnih projekata definiranih PJI 2020 -2022. godina koristit će se koncesionalni izvori (EBRD, EIB, IBRD i dr.). Refinansiranje domaćeg duga će u svrhu procjene troškova biti izvršeno izdavanjem dugoročne (petogodišnje) euroobveznice na inostranom tržištu vrijednosnih papira.

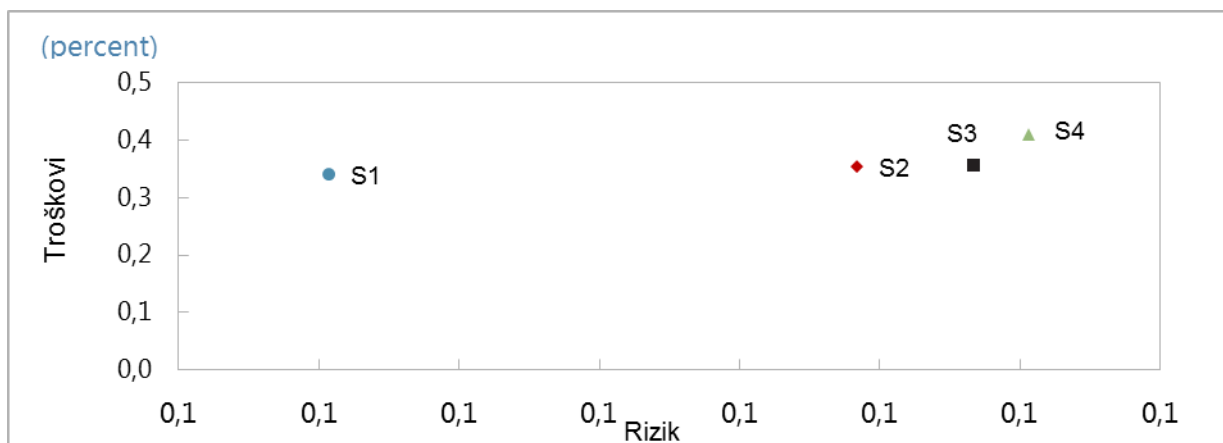
7.3. Analiza troškova i rizika alternativnih strategija zaduživanja

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

Trošak servisiranja duga je najosjetljiviji na promjene kamatnih stopa. Dug sa visokim kamatnim stopama generira tokom vremena veće troškove duga, odnosno povećava potrebe za refinansiranjem. Strategija S1 je najmanje rizična i ima najmanje troškove (Slika 12.) zbog strukture duga u kojoj dominira vanjsko zaduživanje u EUR-ima i u kojem udio duga sa fiksnim kamatnim stopama zadržava visoko učešće u portfoliju ukupnog duga. Strategija S4 je najskuplja jer predviđa zaduživanje na inostranom tržištu kapitala emisijom dugoročnih euroobveznica prema tržišnim kamatnim stopama. Strategije S2 i S3 imaju nešto veće troškove u odnosu na strategiju S1 s tim da je strategija S3 neznatno rizičnija u odnosu na strategiju S2 s obzirom da su u strategiji S3 razmatrani kreditni uslovi u kojima prevladavaju fiksne kamatne stope. Najveći rizik za sve bazne strategije u pogledu omjera kamata/BDP predstavlja ekstremni kamatni šok u 1. godini strategije. Odstupanje od baznog scenarija kreće u iznosu od 0,086% – 0,124% procijenjenog BDP-a.

Najmanje rizična je Strategija S1, koja predviđa refinansiranje unutrašnjeg duga u obliku trezorskih zapisa i trezorskih obveznica, kao i zaduživanje u gotovo podjednakom obimu po varijabilnim i fiksnim kamatnim stopama za realizaciju PJI 2020 – 2022. godine.

Slika 12. Učešće troškova kamata u BDP-u (kraj 2022. godine)



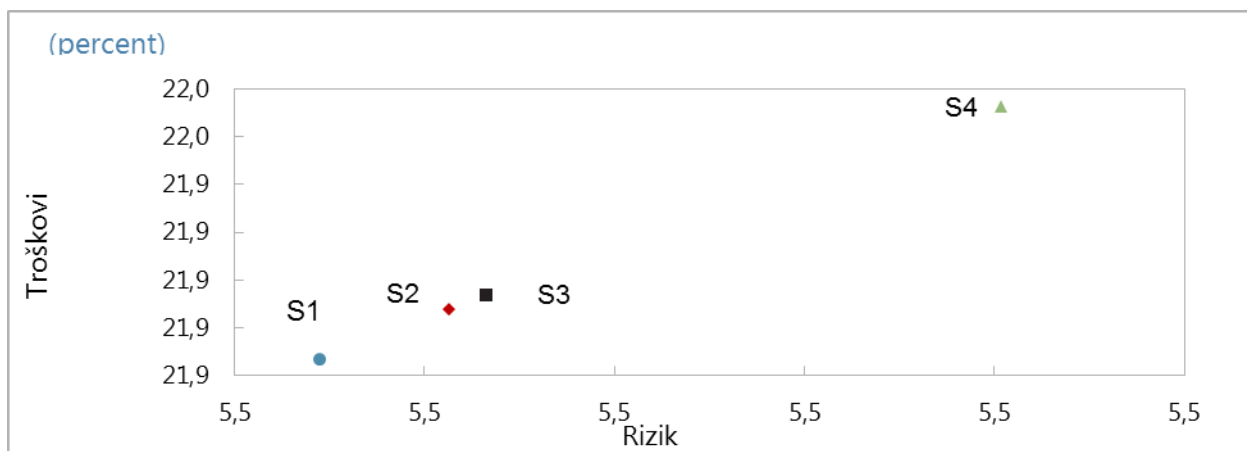
Najveći rizik portfolija duga za sve četiri testirane strategije, u pogledu omjera dug/BDP predstavlja valutni rizik u slučaju šoka deviznog kursa odnosno aprecijacije USD u odnosu na KM (šok od 30% u 1. godini strategije).

Portfolio koji ima veći udio neeurskih 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, strategije S1 i S2 imaju najmanje troškove i manje su rizične u odnosu na strategije S3 i S4. Strategija S4 je najrizičnija i skuplja je u odnosu na Strategije S2 i S3.

Strategija S4 je najosjetljivija na promjene deviznog kursa i najviše odstupa od svog baznog scenarija, koji podrazumijeva izdavanje euroobveznice na vanjskom tržištu kao i zaduživanje u neeurskim valutama (USD i SDR) u cilju realizacije PJI 2020. – 2022. godine. U slučaju ekstremnog deviznog šoka (aprecijacija USD u odnosu na BAM u iznosu od 30%) odstupanje šok scenarija od baznog, iznosi od 2,460%–2,468%, procijenjenog BDP-a u 2022. godini s tim da je to odstupanje najmanje u Strategiji S1 i iznosi 2,460%.

Slika 13. Učešće duga u BDP-u (kraj 2022. 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 2022. godine

Indikatori rizika		Početni portfolio	S1	S2	S3	S4
Nominalni dug u % BDP		24,1	21,9	21,9	21,9	22,0
Sadašnja vrijednost duga u % BDP		20,2	17,9	18,1	18,1	18,2
Troškovi kamata u % BDP		0,39	0,34	0,35	0,36	0,41
Implicitna kamatna stopa (%)		1,63	1,31	1,38	1,39	1,80
Rizik refinansiranja	Dug koji dospijeva u 1. godini (% ukupnog)	11,1	13,6	13,6	13,7	9,6
	Dug koji dospijeva u 1. godini (% BDP)	2,7	3,0	3,0	3,0	2,1
	Prosječno dospijeće portfolija (godine)	6,0	6,6	6,6	6,6	7,2
	Prosječno dospijeće domaći dug (godine)	2,7	2,0	2,0	2,0	2,8
	Prosječno dospijeće vanjski dug (godine)	6,5	7,3	7,3	7,3	7,4
Kamatni rizik	Prosječno vrijeme refiksiranja (godine)	3,9	4,3	5,1	5,3	5,3
	Refiksiranje duga u 1. godini (godine)	41,8	42,3	34,7	33,3	35,5
	Dug sa fiksnom kamatom (% ukupnog duga)	65,8	68,2	75,9	77,4	71,0
	Trezorski zapisi (% ukupnog duga)	0,38	2,60	2,61	2,62	0,0
Devizni rizik	Devizni dug u % ukupnog duga	86,6	86,7	86,7	86,6	96,7
	Kratkoročni devizni dug u % rezervi	3,5	3,7	3,7	3,7	3,7

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

Troškovi duga – Prosječna implicitna ponderisana kamatna stopa u analiziranim strategijama kreće se u rasponu od 1,31% - 1,80%, s tim da je najniža kod preferirane strategije S1 gdje iznosi 1,309%.

Rizik refinansiranja – Iznos duga koji dospijeva u 2023. godini je veći u relativnom i u nominalnom iznosu, u odnosu na 2020. godinu, ali još uvijek u skladu sa smjernicama za održanje indikatora rizika portfolija duga u zadovoljavajućim okvirima.

U svim analiziranim strategijama prosječno vrijeme do dospijeća (ATM) bi se povećalo i bilo bi u skladu sa definiranim strateškim ciljevima. Implementacijom strategije S1 prosječno vrijeme dospijeća portfolija duga na kraju 2022. godine bi iznosilo 6,6 godina.

Kamatni rizik – Prosječno vrijeme refiksiranja u svim razmatranim strategijama bi se povećalo u odnosu na isti pokazatelj početnog portfolija duga.

Udio duga sa fiksnim kamatnim stopama, uključujući i trezorske zapise, bi se povećao u odnosu na početni portfolio duga sa 65,83% na 68,22% u strategiji S1 do iznosa od 77,38%, ukoliko bi strategiju S3 izabrali kao preferiranu.

*Vlada Federacije BiH je izabrala **Strategiju S1** koju će provoditi u periodu 2020-2022. Izabrana strategija, odnosno indikatori rizika izabrane strategije S1 na kraju 2022. godine su u skladu sa smjernicama za upravljanje dugom. Strategija S1 podrazumijeva implementaciju PJI 2020-2022 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 vrijednosnih papira.

Smjernice za poželjnu strukturu portfolija duga su sljedeće:

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

8.2 Smjernice za zaduživanje

Glavne smjernice za zaduživanje Federacije BiH su sljedeće:

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

8.3 Kvantitativne strateške mete

Na osnovu trenutnog makroekonomskog okvira (Smjernice ekonomske i fiskalne politike Federacije BiH 2020-2022. godine) praćenjem preferirane strategije zaduživanja na kraju 2022. godine očekivani indikatori rizika portfolija duga bili bi sljedeći:

- prosječno vrijeme dospelja kredita (ATM) ne bi trebalo biti manje od 6,6 godina;
- prosječno vrijeme refiksiranja kredita (ATR) će iznositi 4,3 godinu;
- učešće servisiranja kamata po osnovu duga u prihodima će iznositi manje od 10%.

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

9. KOMUNIKACIJA SA TRŽIŠTEM

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

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

C. SREDNJOROČNA STRATEGIJA UPRAVLJANJA DUGOM BRČKO DISTRIKTA

Javni dug Brčko distrikta Bosne i Hercegovine (Distrikt) sa 31.12.2018. godine je iznosio 31,7 miliona USD ili 6,7 % BDP-a Distrikta, od čega je vanjski dug iznosio 3,0 miliona USD (6,3 % BDP-a Distrikta), a domaći dug 1,7 miliona USD (0,4 % BDP-a Distrikta). Udio vanjskog duga u ukupnom dugu je 94,5 %, a domaćeg 5,5 %.

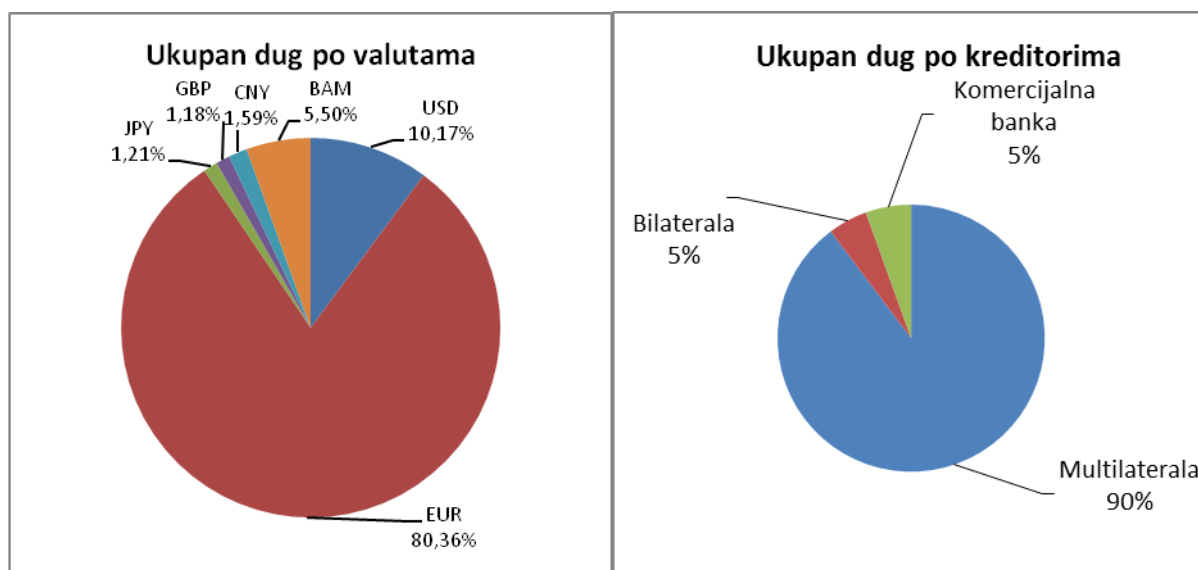
U Direkciji za finansije Brčko distrikta Bosne i Hercegovine (Direkcija za finansije) sa 31.12.2018. godine nije bilo evidentiranih izdatih garancija.

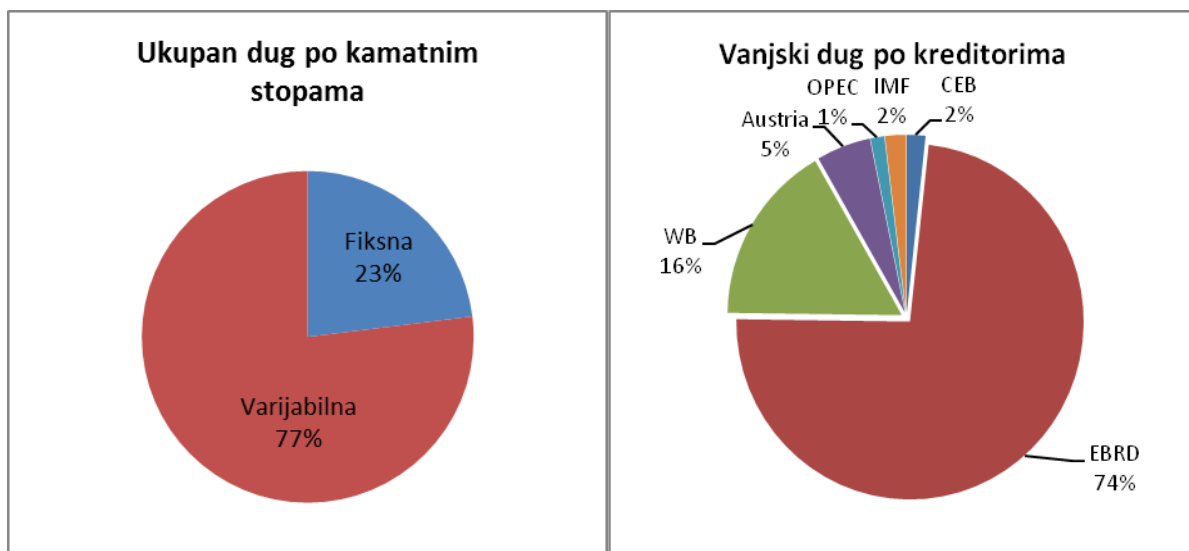
U valutnoj strukturi javnog duga Distrikta najveći procenat se odnosi na valutu EUR 80,36 %, zatim slijedi USD, BAM, Britanska funta, Kineski juan i Japanski jen. Vanjski dug se sastoji od duga ugovorenog putem BiH (države) i duga kojeg su direktno ugovorile vlasti Distrikta.

Oko 90 % ukupnog duga odnosi se na multilateralne kreditore (EBRD, WB, IMF, CEB, OPEC-a) i jednog bilateralnog kreditora (Austrija) koji čini 5 % od ukupnog javnog duga Distrikta.

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

Slika1. Distrikt Brčko: Struktura postojećeg duga na kraju 2018. godine





Ukupan javni dug Distrikta karakteriše niska ponderisana prosječna kamatna stopa (Tabela 1.), koja za ukupan dug iznosi 1,6%, odnosno za vanjski dug 1,5%, a unutrašnji 4%. Ovo je rezultat visokog učešća vanjskog zaduživanja i niskih referentnih kamatnih stopa. Prosječno vrijeme do dospelosti je relativno kratko, za unutrašnji dug je 2,4 godine a za vanjski 4,4 godine. Profil otplate (Slika 2.) naginje prema kraćem roku otplate domaćeg duga i vrhuncem otplate vanjskog duga u 2019. i 2020. godini. Kako bi se smanjio rizik refinansiranja potrebno je prilikom novog zaduživanja produžiti ročnost ukupnog duga.

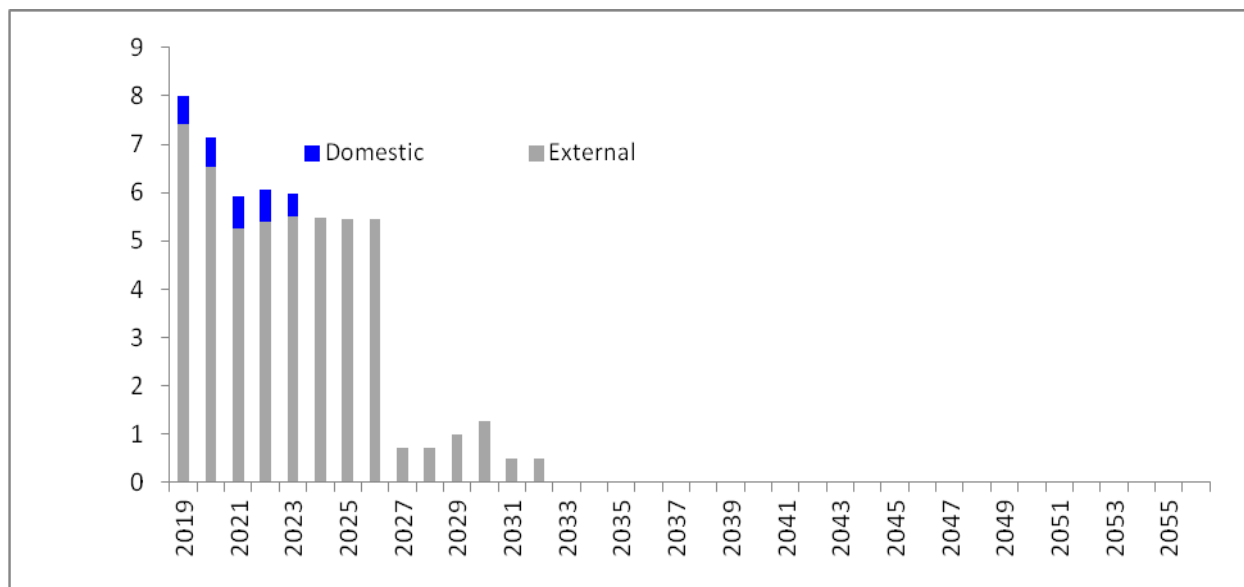
Kamatni rizik za ukupni dug je visok obzirom da se 100% unutrašnjeg i 79% vanjskog duga refinansira u sljedećoj godini, a što je posljedica činjenice da oko 77% od ukupnog portfolija duga čini dug sa varijabilnom kamatnom stopom.

Valutni rizik postojećeg portfolija duga je nizak iako je učešće vanjskog duga u ukupnom dugu 94,5%, a što proizilazi iz činjenice da u valutnoj strukturi vanjskog duga visoko učešće ima valuta EUR tako da je valutnom riziku izloženo svega 20% ukupnog duga.

Tabela 1. Distrikt Brčko: Indikatori troškova i rizika na kraju 2018. godine

Indikatori troškova i rizika		Vanjski dug	Unutrašnji dug	Ukupni dug
Iznos duga (milioni KM)		51,2	3,0	54,2
Iznos duga (milioni USD)		30,0	1,7	31,7
Nominalni dug u % BDP		6,3	0,4	6,7
Sadašnja vrijednost duga u % BDP		5,4	0,4	5,8
Troškovi duga	Iznos kamate u odnosu na BDP (%)	0,1	0,0	0,1
	Prosječna ponderisana kamata (%)	1,5	4,0	1,6
Rizik refinansiranja	ATM (godine)	4,4	2,4	4,3
	Dospijeće duga u sljedećoj godini (ukupnog)	14,5	19,9	14,8
	Dospijeće duga u sljedećoj godini(% BDP)	0,9	0,1	1,0
Kamatni rizik	ATR (godine)	1,9	0,5	1,8
	Dug koji se refiksira u sljedećoj godini (%)	78,9	100,0	80,1
	Dug sa fiksnom kamatnom stopom (% od ukupnog)	24,4	0,0	23,0
FX risk	Vanjski dug (%ukup. duga)			94,5
	Kratkoročni vanjski dug (% rezervi)			

Slika 2. Distrikt Brčko: Profil otplate javnog duga na kraju 2018. godine.



Izvor: Direkcija za finansije DB

MAKROEKONOMSKI OKVIR

Distrikt ima uravnotežen tekući budžet, tako da je cjelokupno zaduživanje u svrhu finansiranja kapitalnih izdataka. Lokalne vlasti su procijenile ukupne potrebe za investicionim zaduživanjem za svaku godinu na osnovu postojećih projekata (Projekat „Obilaznica“ Brčko, Projekat hitnog oporavka od poplava) i planiranih kapitalnih projekata (Rekonstrukcija „Luka“ Brčko i izgradnja Glavnog transportnog cjevovoda „Plazulje - Potočari“ Brčko.) (tabela 2.).

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

Tabela 2. Distrikt Brčko: Glavni ekonomski indikatori, 2019.-2022. godine

Kalendar	2019	2020	2021	2022
u mil. KM				
Javni prihodi (uključujući grantove)	220	229	236	243
Primarni rashodi javnog sektora	219,20	228,30	235,40	242,50
Kamata	0,8	0,7	0,6	0,5
Rashodi	220	229	236	243
BDP-2018.g.(813)	837	854	880	898
Potrebna zaduženja za investicije	4,5	9,0	14,0	9,77

IZVORI FINANSIRANJA

Glavni vanjski multilateralni kreditori su EBRD, Svjetska banka, MMF, CEB i jedan bilateralni Austrija. U periodu MTDS-a (2019.-2022. godine), DB planira zaduženje za 2 nova investiciona projekta kod Evropske banke za obnovu i razvoj (EBRD).

Tabela 3. Distrikt Brčko: Sadašnji i potencijalni izvori finansiranja

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

Izvor: Direkcija za finansije

ANALIZA SCENARIJA

Alternativne strategije zaduživanja

Strateški cilj Vladinog upravljanja dugom DB u periodu 2019-2022. godine je obezbjeđenje takvih izvora finansiranja (zaduživanja) čija je namjena isključivo finansiranje investicionih projekata od ključnog značaja za poticanje ekonomskog rasta i razvoja DB, a koji osiguravaju prihvatljivi nivo troškova i rizika finansiranja.

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

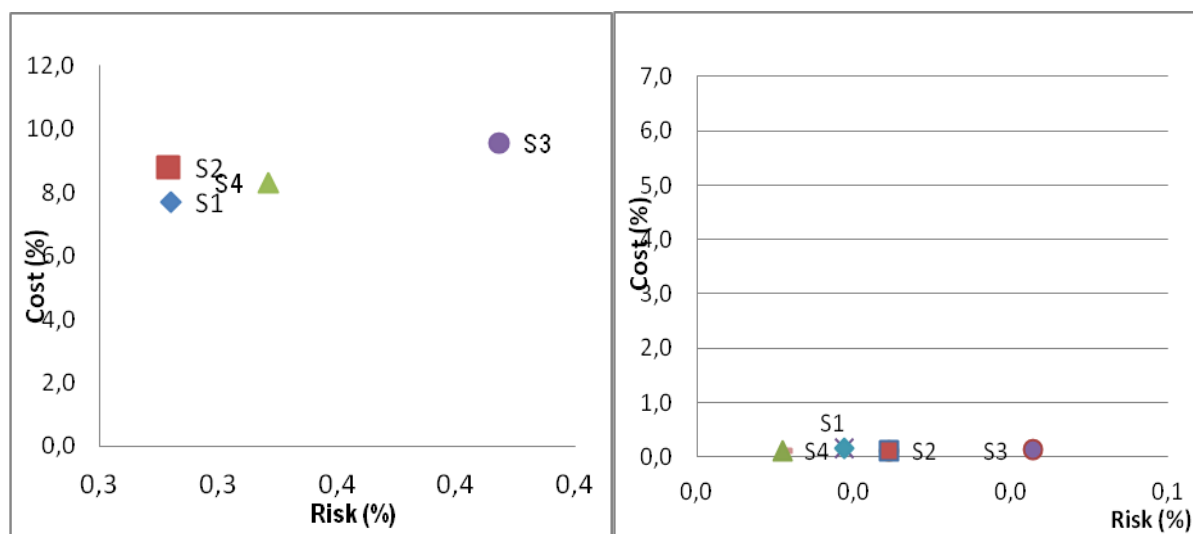
- **S1:** Razvoj domaćeg tržišta (nova zaduživanja putem izdavanja dugoročnih obveznica, krediti kod komercijalnih banaka)
- **S2:** Strategija preferiranja multilateralnih kreditora (nova zaduživanja u valuti EUR po mogućnosti sa fiksnom kamatnom stopom)
- **S3:** Strategija smanjivanja rizika kamatne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

Analiza rizika i troškova alternativnih strategija zaduživanja

Na osnovu izvršene analize indikatora troškova i rizika na kraju 2022. godine svih alternativnih strategija korištenih u MTDS-u, zaključujemo da je S2: Strategija preferiranja multilateralnih kreditora (nova zaduživanja u valuti EUR po mogućnosti sa fiksnom kamatnom stopom) poželjna i preferirana strategija zaduživanja za Distrikt Brčko u narednom srednjoročnom periodu.

Prema ovoj strategiji do kraja 2022. godine procenat nominalnog duga u BDP Distrikta bi iznosio 8,7 % u poređenju sa sadašnjih 6,7 % koliko je iznosio na kraju 2018. godine (Tabela 4.). Iznos kamate u odnosu na BDP ostao je na istom nivou kao i u 2018. godini. Rizik refinansiranja u strategiji S2 je najniži obzirom da je prosječno vrijeme do dospeljeća duga (ATM) produženo s 4,3 na 7,6 godina. Oko 57,2 % duga koji treba da se refiksira u roku od godinu dana je rezultat velikog učešća varijabilne kamatne stope u portfoliju ukupnog duga (77%) u odnosu na 23% duga sa fiksnom kamatnom stopom, a prosječno vrijeme za refiksiranje je povećano s 1,8 godine na 5,0 godina. Po strategiji S2- Nova zaduživanja u valuti EUR po mogućnosti s fiksnom kamatnom stopom) došlo bi do povećanja vanjskog duga u ukupnom dugu sa 94,5 % na 99,4 %.

Slika 3. Distrikt Brčko: Balans troškova i rizika alternativnih strategija na kraju 2022.godine



Izvor: Vlasti DB i MTDS tim

Tabela 4. Distrikt Brčko: Indikatori rizika i troškova različitih strategija na kraju 2022.godine

Indikatori troškova i rizika		2018	As at end 2022			
		Trenutno	S1	S2	S3	S4
Nominalni dug u % BDP		6,7	7,7	8,787	9,556	8,306
Sadašnja vrijednost duga u BDP (%)		5,8	7,2	7,1	7,9	7,0
Iznos kamate u odnosu na BDP (%)		0,1	0,2	0,1	0,1	0,1
Prosječna ponderisana stopa (%)		1,6	2,3	1,5	1,5	1,4
Rizik refinansiranja	Dospijeće duga u sljedećoj god. (% ukupnog)	14,8	9,2	7,6	7,0	8,1
	Dospijeće duga u sljedećoj godini (%)	1,0	0,7	0,7	0,7	0,7
	ATM vanjski dug (godine)	4,4	4,1	7,6	7,4	6,4
	ATM unutrašnji dug (godine)	2,4	3,9	0,5	4,3	3,9
	ATM ukupni dug (godine)	4,3	4,0	7,6	7,2	6,3
Kamatni rizik	ATR (godine)	1,8	2,1	5,0	5,1	2,5
	Dug koji se refiksira u sljedećoj godini (% ukupnog duga)	80,1	65,5	57,2	52,5	79,5
	Dug po fiksnoj kamati (% ukupnog duga)	23,0	35,7	43,8	48,4	21,6
FX risk	Vanjski dug (% ukupnog duga)	94,5	57,5	99,4	93,8	96,3
	Kratkoročni vanjski dug (% rezervi)					

Izvor: Vlasti DB

Tabela 5. Distrikt Brčko: Stanje duga po instrumentima alternativnih strategija na kraju 2022.godine.

U milionima USD	Kraj 2018	Kraj 2022			
Stanje duga po instrumentima	Trenutno	S1	S2	S3	S4
Concessional FX Fixed_EUR	2	0	15	17	4
Concessional FX Variable_EUR	22	18	25	25	32
Concessional FX Fixed_USD	5	5	4	5	5
Concessional FX Variable_USD	0	0	0	0	0
IMF SBA FX Variable_USD	1	0	0	0	0
Commercial DX Variable_BAM	2	8	0	1	1
T-Bills DX Fixed_BAM	0	0	0	0	0
T-Bonds 2-3yr DX Fixed_BAM	0	0	0	0	0
T-Bonds 5-7yr DX Fixed_BAM	0	9	0	2	0
T-Bonds 10yr DX Fixed_BAM	0	0	0	0	0
Vanjski	30	23	45	46	41
Unutrašnji	2	17	0	3	2
Ukupno	32	40	45	49	43

PREPORUKE

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

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