

BOSNA I HERCEGOVINA
MINISTARSTVO FINANCIJA/
FINANSIJA I TREZORA



БОСНА И ХЕРЦЕГОВИНА
Министарство финансија/
финансија и трезора

BOSNIA AND HERZEGOVINA
MINISTRY OF FINANCE
AND TREASURY

Srednjoročna strategija upravljanja dugom Bosne i Hercegovine

Sarajevo, mart 2016. godine

SADRŽAJ

1.	Uvod	2
2.	Pravni i institucionalni okvir	3
3.	Ciljevi Srednjoročne strategije upravljanja dugom BiH	3
4.	Obuhvat analize Srednjoročne strategije upravljanja dugom BiH	4
5.	Pregled strukture, troškova i rizika postojećeg duga	5
	5.1.Struktura postojećeg duga	5
	5.2.Troškovi i rizici postojećeg duga	7
6.	Makroekonomske pretpostavke	8
7.	Izvori finansiranja	9
	7.1.Vanjski izvori finansiranja	9
	7.2.Unutrašnji izvori finansiranja	10
8.	Analiza Srednjoročne strategije upravljanja dugom BiH	10
	8.1.Opis srednjoročnih strategija upravljanja dugom entiteta i Brčko Distrikta	10
	8.2.Analiza troškova i rizika Srednjoročne strategije upravljanja dugom BiH	11
9.	Smjernice	13

PRILOZI:

Prilog 1. Strategija upravljanja dugom Republike Srpske

Prilog 2. Strategija upravljanja dugom Federacije Bosne i Hercegovine

Prilog 3. Srednjoročna strategija upravljanja dugom Brčko Distrikta Bosne i Hercegovine

1. Uvod

Oblast upravljanja dugom Bosne i Hercegovine u dosadašnjem periodu bilježi određene napretke kroz postojeći pravni okvir, prioritet servisiranja, transparentnost, redovnost izvještavanja itd..

Međutim, proces uspostave i provođenja strategije upravljanja dugom nesumnjivo predstavlja jedan od najznačajnijih instrumenata kvalitetnog upravljanja dugom.

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

Srednjoročna strategija upravljanja dugom operacionalizira te ciljeve i predstavlja plan koji se namjerava implementirati u srednjoročnom periodu u cilju postizanja željene strukture portfelja duga, koja odražava vladine preference u smislu balansa između troškova i rizika.

Srednjoročna strategija upravljanja dugom BiH je pripremljena uz tehničku pomoć Svjetske banke koja je pružena predstavnicima ministarstava finansija države, entiteta i Direkcije za finansije Brčko distrikta, pri čemu je korištena metodologija Svjetske banke i Međunarodnog monetarnog fonda za izradu Srednjoročne strategije upravljanja dugom BiH.

Izrada Srednjoročne strategije upravljanja dugom BiH je zasnovana na procesu „odozdo prema gore“, gdje su entiteti i Brčko distrikt BiH (BD) uradili svoje strategije upravljanja dugom. Entiteti i BD su identifikovali poželjnu strategiju, kao i strategiju koja bi se mogla smatrati kao 'status quo' (nastavak postojećih politika zaduživanja) na osnovu svojih bruto finansijskih potreba i izvora finansiranja i makroekonomskih pokazatelja, gdje su korištene iste zajedničke početne projekcije i scenariji šoka, u smislu kamatnih stopa na vanjski dug i valutnog kursa, dok su korištene različite projekcije kretanja kamatnih stopa na unutrašnji dug entiteta.

Srednjoročna strategija upravljanja dugom BiH predstavlja obuhvat (konsolidaciju) srednjoročnih strategija upravljanja dugom Republike Srpske, Federacije BiH i Brčko distrikta BiH, uključujući i vanjski dug Institucija BiH. (Strategije upravljanja dugom entiteta i BD su date u prilogima i predstavljaju sastavni dio Srednjoročne strategije upravljanja dugom BiH).

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

U cilju kvalitetnijeg upravljanja dugom u BiH potrebno je vršiti godišnje revidiranje i ažuriranje Srednjoročne strategije upravljanja dugom BiH, a za šta je neophodno definisati rokove i aktivnosti entitetskih i državnih institucija u smislu razmjene svih potrebnih podataka o dugu, kao i podataka o makro-pokazateljima.

2. Pravni i institucionalni okvir

Pravni okvir kojim se reguliše oblast duga Bosne i Hercegovine utvrđen je Zakonom o zaduživanju, dugu i garancijama BiH („Službeni glasnik BiH”, br. 52/05 i 103/09), 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 BD regulisan je kroz sljedeći pravni okvir:

- Zakon o zaduživanju, dugu i garancijama Republike Srpske („Službeni glasnik Republike Srpske”, br. 7/12 i 52/14);
- Zakon o uslovima i načinu izmirenja obaveza po osnovu računa stare devizne štednje emisijom obveznica u Republici Srpskoj („Službeni glasnik Republike Srpske”, broj: 1/08);
- Zakon o dugu, zaduživanju i garancijama Federacije Bosne i Hercegovine („Službene novine Federacije Bosne i Hercegovine”, br. 86/07, 24/09 i 44/10);
- Zakon o izmirenju obaveza po osnovu računa stare devizne štednje u Federaciji Bosne i Hercegovine („Službene novine Federacije Bosne i Hercegovine”, br. 64/09, 44/11 i 92/13)
- Zakon o izmirenju obaveza po osnovu računa stare devizne štednje emisijom obveznica u Brčko distriktu Bosne i Hercegovine („Službeni glasnik Brčko distrikta BiH”, br. 16/09, 19/10, 31/11 i 20/13);
- Zakon o trezoru Brčko distrikta BiH („Službeni glasnik Brčko distrikta BiH”, br. 3/07, 19/07 i 2/08);
- Zakon o unutrašnjem dugu Brčko distrikta Bosne i Hercegovine („Službeni glasnik Brčko distrikta BiH”, br. 27/04 i 19/07);
- Zakon o utvrđivanju i načinu izmirenja unutrašnjih obaveza FBiH („Službene novine Federacije Bosne i Hercegovine”, br. 66/04, 49/05, 35/06, 31/08, 32/09, 65/09 i 42/11);
- Zakon o unutrašnjem dugu Republike Srpske („Službeni glasnik Republike Srpske”, br. 1/12, 28/13, 41/13, 59/13 i 44/14).

Zakonom o zaduživanju, dugu i garancijama Bosne i Hercegovine utvrđena je nadležnost Ministarstva finansija i trezora BiH u pogledu zaduživanja, tj. provođenja procedura vanjskog zaduživanja i upravljanja državnim dugom, a kroz: upravljanje, evidentiranje, nadgledanje, servisiranje i pripremu planova u pogledu državnog duga.

3. Ciljevi Srednjoročne strategije upravljanja dugom BiH

Zakon o zaduživanju, dugu i garancijama BiH ne definiše ciljeve upravljanja dugom. Srednjoročna strategija upravljanja dugom BiH identifikovala je srednjoročne ciljeve upravljanja dugom. U skladu sa navedenim, osnovni cilj upravljanja dugom BiH je obezbjeđivanje finansijskih sredstava za finansiranje potreba države, entiteta i BD uz prihvatljivi nivo troškova finansiranja i rizika. Dodatni cilj predstavlja razvoj domaćeg tržišta vrijednosnih papira, budući da razvijeno tržište predstavlja osnovni preduslov za efikasno upravljanje dugom, odnosno za efikasno upravljanje troškovima zaduživanja i likvidnošću, te diverzifikaciju dužničkog portfelja.

4. Obuhvat analize Srednjoročne strategije upravljanja dugom BiH

Stanje javne zaduženosti Bosne i Hercegovine¹ u 2014. godini iznosilo je 11,52 milijardi KM (Tabela 1.).

Tabela 1. Stanje javne zaduženosti Bosne i Hercegovine na dan 31.12.2014. godine

Stanje javnog, vanjskog i unutrašnjeg duga (mil KM)	od toga alocirano na:							
	Federacija BiH (mil KM)	%	Republika Srpska (mil KM)	%	BD (mil KM)	%	Institucije BiH (mil KM)	%
Javni dug	11.516,4							
	6.360,8	55,2	5.059,7	44,0	36,9	0,3	59,0	0,5
Vanjski dug	8.218,3							
	5.251,7	63,9	2.891,7	35,2	15,9	0,2	59,0	0,7
Unutrašnji dug	3.298,1							
	1.109,1	33,6	2.168,0	65,8	21,0	0,6	0,0	0,0

Srednjoročna strategija upravljanja dugom BiH ne uključuje cjelokupnu javnu zaduženost kako je to prikazano u Tabeli 1. već ista obuhvata dug koji predstavlja direktnu ili indirektnu obavezu Institucija BiH, entiteta i BD², a što predstavlja 10,37 milijardi KM, odnosno 90,1% javne zaduženosti BiH

U skladu sa navedenim, Srednjoročna strategija upravljanja dugom BiH obuhvata dug kojim upravljaju Institucije BiH, entiteti i BD, odnosno dug koji predstavlja njihovu direktnu ili indirektnu obavezu zbog čega ista uključuje vanjski dug i unutrašnji dug:

- Ç Vanjski dug Bosne i Hercegovine uključujući zaduženja Bosne i Hercegovine koja su alocirana na Federaciju BiH, Republiku Srpsku, BD i Institucije BiH, te direktna zaduženja entiteta;
- Ç Unutrašnji dug Bosne i Hercegovine uključuje unutrašnji dug entiteta i BD, koji predstavlja direktnu ili indirektnu obavezu istih.

Srednjoročna strategija upravljanja dugom BiH ne obuhvata:

- Ç Izdate vanjske državne garancije u BiH;
- Ç Izdate unutrašnje garancije entiteta;
- Ç Unutrašnji dug nastao direktnim zaduženjem opština, gradova, kantona, javnih preduzeća i fondova socijalne sigurnosti.

¹ Zbir unutrašnjeg i vanjskog duga BiH, odnosno ukupni dug BiH.

² Preostali dio javne zaduženosti se ne servisira iz budžeta Institucija BiH, entiteta i BD zbog čega isti nije uključen u Srednjoročnu strategiju upravljanja dugom BiH.

5. Pregled strukture, troškova i rizika postojećeg duga

5.1. Struktura postojećeg duga

Ukupan dug uključen u Srednjoročnu strategiju upravljanja dugom BiH iznosi 10,37 milijardi KM na kraju 2014. godine, što predstavlja 36,8% BDPa i isti je prikazan u narednoj tabeli.

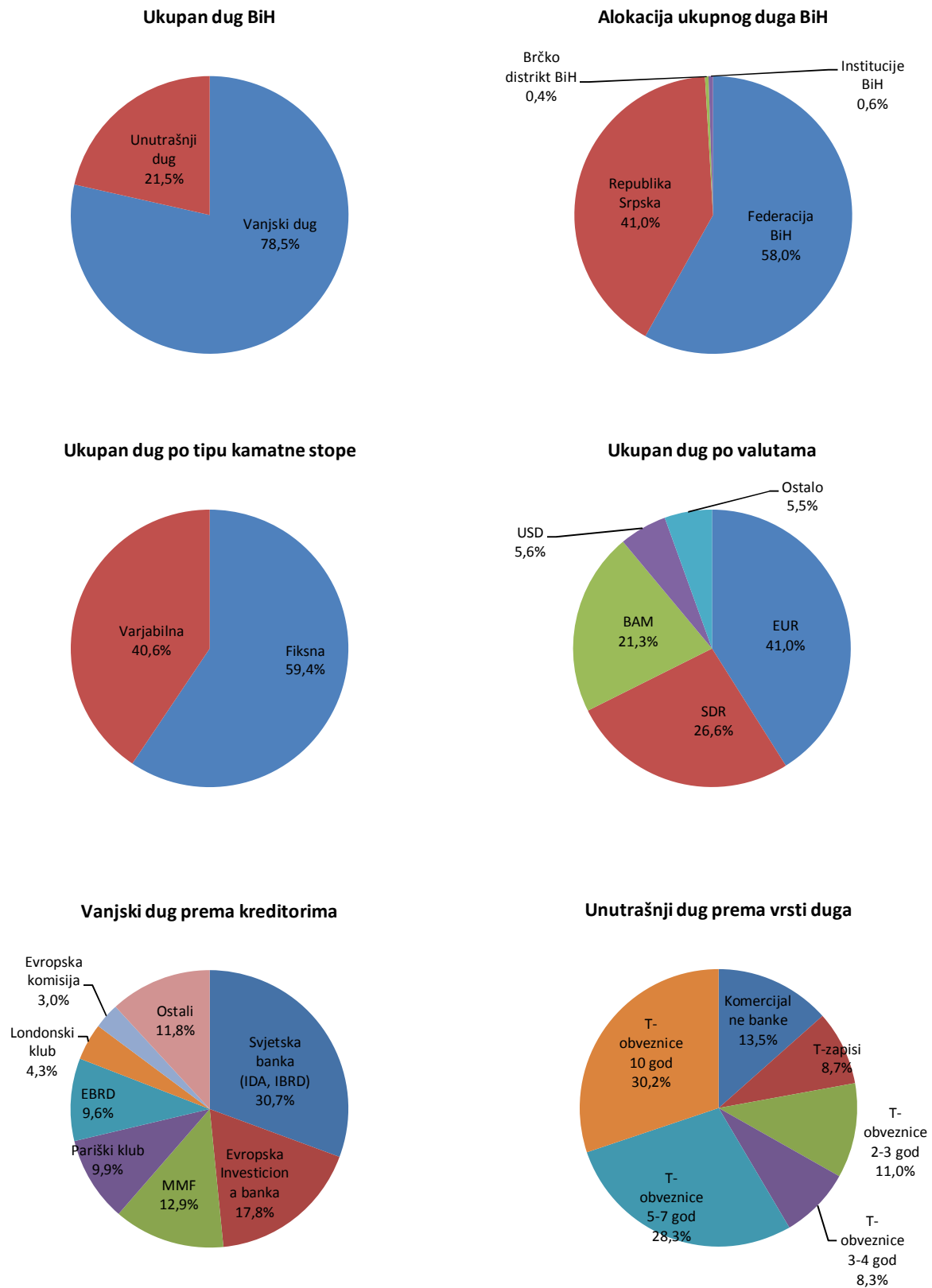
Tabela 2.: Ukupni dug BiH u 2014. godini

Opis	Dug (u mil KM)				Total	Nominalni dug kao % BDP ³
	Federacija BiH	Republika Srpska	Distrikt Brčko	Institucije BiH		
Vanjski dug	5.191,4	2.878,1	17,8	59,0	8.146,3	28,9%
Unutrašnji dug	835,2	1.371,5	21,0	0,0	2.227,7	7,9%
Ukupni dug	6.026,6	4.249,6	38,8	59,0	10.374,0	36,8%

Struktura vanjskog i unutrašnjeg duga prema povjeriocima je prikazana u Slici 1.. Vanjski dug uglavnom čine obaveze prema multilateralnim kreditorima (75,6%), a gotovo polovina portfelja vanjskog duga je po varijabilnoj kamatnoj stopi (48,8%). Unutrašnji dug čine tržišni i netržišni instrumenti: trezorske obveznice (T-obveznice), trezorski zapisi (T-zapisi), krediti od komercijalnih banaka u zemlji, te obveznice emitovane za dug po osnovu stare devizne štednje i ratnih potraživanja. FBiH emituje T-zapise i obveznice na Sarajevskoj berzi, a RS na Banjalučkoj berzi, dok BD emituje obveznice i na Sarajevskoj i na Banjalučkoj berzi. T-obveznice su ročnosti od 3 do 7 godina.

³ BDP = 28.198 mil KM (izvor: Direkcija za ekonomsko planiranje BiH)

Slika 1. Struktura duga BiH sa 31.12.2014. godine



5.2. Troškovi i rizici postojećeg duga

Struktura ukupnog duga BiH ima relativno nisku ponderisanu prosječnu kamatnu stopu od 1,6% (Tabela 3.). Ponderisana prosječna kamatna stopa vanjskog duga je 1,4% i ista je u velikoj mjeri rezultat vanjskog koncesionalnog zaduživanja, kao i veoma niskih referentnih kamatnih stopa. Kod unutrašnjeg duga niska ponderisana prosječna kamatna stopa rezultat je niskih kamatnih stopa koju nose obveznice emitovane za staru deviznu štednju i ratna potraživanja.

Tabela 3. BiH: Indikatori troškova i rizika na kraju decembra 2014. godine

BOSNA I HERCEGOVINA				
Indikatori rizika		Vanjski dug	Unutrašnji dug	Ukupni dug
Ukupan dug (u mil KM)		8.146,3	2.227,7	10.374,0
Nominalni dug kao % BDP		28,9	7,9	36,8
Trošak duga	Prosječna ponderisana kamatna stopa (%)	1,4	2,9	1,6
Rizik refinansiranja	ATM (godine)	7,6	3,6	6,8
	Dug koji dospijeva u 1 g (% ukupnog duga)	5,7	25,8	10,0
Kamatni rizik	ATR (godine)	4,7	3,3	4,4
	Dug koji se refiksira u 1 g (% ukupnog duga)	50,7	35,0	47,3
	Dug po fiksnoj kamati (% ukupnog)	51,2	89,2	59,4
Valutni rizik	Dug u stranim valutama (% ukupnog duga)			78,5
	Kratkoročni vanjski dug (% rezervi)			4,5

ATM=prosječno vrijeme do dospijeća

ATR=prosječno vrijeme refiksiranja

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

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

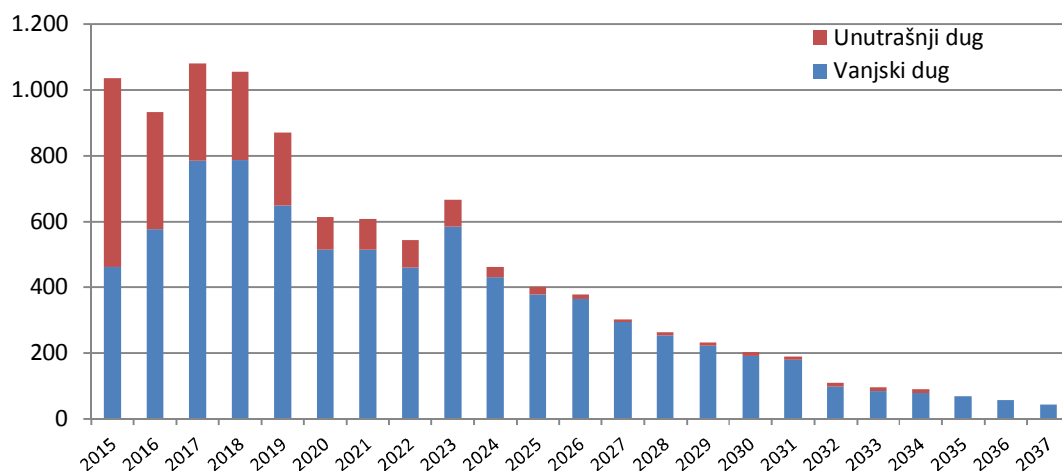
Rizik refinansiranja je veći za unutrašnji dug i koncentrisan je na kratko do srednjoročni. Profil otplate (Slika 2.) ukazuje na intenzivniji servis ukupnog duga u kratkom i srednjem roku. Prosječno vrijeme do dospijeća (ATM) za unutrašnji dug je 3,6 godine, u poređenju s 7,6 godina za vanjski dug. Relativno kraće prosječno dospijeće unutrašnjeg duga se objašnjava većim učešćem T-zapisa i obveznica s kratkim rokom dospijeća (2-3 godine) i obveznica s dužim rokom dospijeća, ali s amortizacionom otplatom. Kao rezultat navedenog, 25,8% unutrašnjeg duga dospijeva na naplatu za 1 godinu, u poređenju s 5,7% vanjskog duga. Kako bi se smanjio i ublažio rizik refinansiranja potrebno je produžiti ročnost ukupnog duga.

Rizik kamatne stope je veći za vanjski dug. Od ukupnog portfolija 59,4% je ugovoreno sa fiksnom kamatnom stopom. Oko polovine vanjskog duga i jedne trećine unutrašnjeg duga imaju kamatnu stopu koja se refiksira unutar 1 godine. Razlog ovako visokog procenta vanjskog duga koji se refiksira

je što je skoro pola portfelja vanjskog duga po varijabilnoj kamatnoj stopi. Prosječno je potrebno 4,7 godina za refiksiranje, odnosno do promjene kamatne stope za vanjski dug, u poređenju s 3,3 godine za unutrašnji dug. Povećanje referentne kamatne stope za 1 procentni poen, povećalo bi otplatu ukupnog duga za cca 42 miliona KM godišnje. U cilju smanjenja izloženosti ovom riziku potrebno je preferirati zaduživanje po fiksnoj kamatnoj stopi.

Valutni rizik je znatno manji u odnosu na ukupno učešće vanjskog duga u ukupnoj strukturi duga zbog valutne klauzule (povezanost BAM sa EUR) zbog čega je izloženost valutnom riziku 37,6% iako je učešće vanjskog duga u ukupnom dugu 78,5%. Postoji puna opredijeljenost za korištenje u budućnosti postojećeg modela monetarne i politike deviznog kursa zasnovanog na valutnom odboru i fiksnom kursu u odnosu na euro, te pod tom pretpostavkom je smanjenje valutnog rizika moguće kroz povećanje zaduživanja u valutama EUR i KM.

Slika 2. Profil otplate postojećeg ukupnog duga



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

6. Makroekonomske pretpostavke

Makroekonomske projekcije korištene u Srednjoročnoj strategiji upravljanja dugom BiH su jednake projekcijama korištenim pri izradi Globalnog okvira fiskalnog bilansa i politika u BiH 2016–2018. godina.

U Tabeli 4. su prikazane makroekonomske pretpostavke korištene u analizi izrade Srednjoročne strategije upravljanja dugom BiH.

Tabela 4. Makroekonomske projekcije BiH

	2015.	2016.	2017.	2018.
Nominalni BDP ⁴ (u mil. KM)	29.146	30.465	32.188	34.182
Nominalni rast u %	3,4	4,5	5,7	6,2
BDP deflator (preth.godina=100)	100,7	101,3	102	101,7
Realni rast %	2,6	3,2	3,6	4,4
Inflacija mjerena indeksom potrošačkih cijena u %	1	0,9	1,2	1,5
Budžetski prihodi ⁵ (u mil. KM)	4.419	5.384	5.591	5.736
Budžetski rashodi ⁶ (u mil. KM)	4.749	5.859	5.397	5.179
Rezerve u stranim valutama ⁷ (u mil. KM)	8.605	8.605	8.605	8.605

7. Izvori finansiranja

7.1. Vanjski izvori finansiranja

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

Tabela 5. Vanjski izvori finansiranja

Naziv kreditora	Kamatna stopa	Grejs period	Rok otplate	Valuta	Rizik
IBRD	Fiksna ili varijabilna	5 do 10	18 do 30	EUR	Rizik refiksiranja
EVROPSKA KOMISIJA	Fiksna 2% ili varijabilna	4 do 5	15 do 20	EUR	Rizik refiksiranja
MMF	Varijabilna	4	10	SDR	Rizik refiksiranja, refinansiranja i valutni rizik
EIB	Fiksna ili varijabilna	4-5	25	EUR	Rizik refiksiranja
CEB	Fiksna ili varijabilna	5	10	EUR	Rizik refiksiranja i refinansiranja
IFAD	Fiksna 0,75%	10	30	SDR	Rizik refinansiranja i valutni rizik
EBRD	Fiksna ili varijabilna	3 do 5	12-15	EUR	Rizik refiksiranja
OPEC FOND	Fiksna 2%	10	20	USD	Valutni rizik
AUSTRIJA	Fiksna	3 do 7.5	10 do 15	EUR	
NJEMAČA	Fiksna	2.5 do 10	12 do 20	EUR	
SAUDIJSKI FOND	Fiksna 1 do 2%	5	25	SAR	Valutni rizik
KUVAJTSKI FOND	Fiksna 2%	5	25	KFW	Valutni rizik

⁴ Izvor: Globalni okvir fiskalnog bilansa i politika u BiH 2016–2018. godina

⁵ Izvor: entitetska ministarstva finansija, Direkcija za finansije Brčko Distrikta, DOB Institucija BiH

⁶ Izvor: entitetska ministarstva finansija, Direkcija za finansije Brčko Distrikta, DOB Institucija BiH

⁷ Izvor: Centralna banka BiH za 2015. godinu, a zbog nepostojanja projekcija rezervi u stranim valutama u svrhu izrade Strategije korišteni su isti iznosi za naredne godine kao i za 2015. godinu.

Bosna i Hercegovina ima rejting B/stabilne perspektive, koji je odredila rejting kuća S&P, te rejting B3 sa stabilnim izgledima koji je odredila rejting kuća Moody's.

7.2. Unutrašnji izvori finansiranja

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

8. Analiza Srednjoročne strategije upravljanja dugom BiH

Kao što je već rečeno, Srednjoročna strategija upravljanja dugom BiH predstavlja konsolidaciju strategija entiteta i BD, uključujući vanjski dug Institucija BiH.

U cilju određivanja poželjnih strategija entiteta i BD korišteni su scenariji šoka kako bi se sagledao uticaj rasta kamatnih stopa na unutrašnji i vanjski dug i deprecijacije valutnih kurseva (opadanje vrijednosti KM u odnosu na USD). Troškovi su izračunati na osnovu tokova koji se generišu u skladu sa polaznim scenarijem, dok se rizik mjeri kao povećanje troškova zbog šokova koji utiču na valutne kurseve i povećanje kamatnih stopa i povećanje duga u odnosu na BDP.

U nastavku se daje kratak opis preferiranih strategija entiteta i BD, gdje su entiteti i BD, na osnovu navedene analize, identifikovali poželjne strategije, kao i strategije koje bi se mogle smatrati kao 'status quo' (nastavak postojećih politika zaduživanja).

FBiH i BD su uključili planirane investicione projekte, dok je RS uključila samo one investicione projekte koje je odobrila Narodna skupština RS.

8.1. Opis strategija upravljanja dugom entiteta i Brčko distrikta

FBiH je odabrala Strategiju upravljanja dugom koja ima za cilj smanjenje valutnog rizika, rizika kamatne stope i rizika refinansiranja i razvoj domaćeg tržišta vrijednosnih papira. Po ovoj preferiranoj strategiji⁸ vanjsko zaduživanje bi se vršilo u valuti EUR po fiksnoj kamatnoj stopi, tamo gdje je moguće, a unutrašnje zaduživanje izdavanjem trezorskih zapisa i obveznica ročnosti 3, 5 i 7 godina. Budžetska podrška će se finansirati iz tekućih sredstava, MMF-a počevši od 2016. godine, kroz povoljnije uslove - veći grejs period i veću ročnost otplate glavnice, putem emisije trezorskih zapisa, te emisijom obveznica ročnosti 3, 5 i 7 godina. U periodu 2016-2018. godina Vlada FBiH ne planira izlazak na međunarodno tržište kapitala putem emisije obveznica.

RS je odabrala Strategiju upravljanja dugom čiji je glavni cilj finansiranje odobrenih investicionih projekata, refinansiranje posmatranog duga i izvršenje budžeta RS, uz minimalne troškove i rizike, a imajući u vidu stepen razvijenosti ekonomije i unutrašnjeg tržišta vrijednosnih papira. Preferiranom strategijom⁹ nastavlja se razvoj unutrašnjeg finansijskog tržišta RS uvođenjem u 2016.

⁸ Identifikovana kao strategija S2 u Strategiji upravljanja dugom FBiH

⁹ Identifikovane kao strategija S3 u Strategiji upravljanja dugom RS-a

godini instrumenata ročnosti 3, 5, 7 i 10 godina sa „bullet“ otplatom. Nastavlja se izdavanje trezorskih zapisa i obveznica ročnosti 3 i 5 godina uz postepeno smanjenje istih, kao i izdavanje obveznica ročnosti 7 i 10 godina sa tendencijom postepenog povećanja istih tokom perioda 2016-2018. godina. Vanjsko zaduživanje bi se vršilo kod multilateralnih kreditora u valutama EUR i USD (i po fiksnoj i po varijabilnoj kamatnoj stopi), s tim što se planira izlazak na međunarodno tržište kapitala putem emisije obveznica u 2018. godini, po mogućnosti u saradnji sa FBiH.

BD preferira Strategiju upravljanja dugom čiji je cilj obezbjeđenje izvora finansiranja čija je namjena isključivo finansiranje investicionih projekata od ključnog značaja za poticanje ekonomskog rasta i razvoja BD, a koji osiguravaju prihvatljivi nivo troškova i rizika finansiranja. Ova strategija¹⁰ omogućava najniži trošak finansiranja uz smanjenje rizika refinansiranja i valutnog rizika uz prihvatljivi nivo rizika kamatne stope. Po ovoj strategiji svo buduće zaduživanje u posmatranom periodu vršiće se iz vanjskih izvora finansiranja. Preferiraju se vanjski izvori finansiranja u valuti EUR po fiksnoj kamatnoj stopi, tamo gdje je moguće. Kao potencijalni vanjski izvori finansiranja definisani su multilateralni kreditori (EBRD, OPEC, IBRD).

FBiH i RS imaju zajednički cilj, a to je razvoj domaćeg tržišta vrijednosnih papira. FBiH i BD imaju za cilj i smanjenje rizika kamatne stope i valutnog rizika preferirajući zaduživanje po fiksnoj kamatnoj stopi u valuti EUR, dok RS preferira zaduživanje po varijabilnoj kamatnoj stopi u valutama EUR i USD iz razloga nižih troškova varijabilne u odnosu na fiksnu kamatnu stopu što obezbjeđuje najniže troškove finansiranja uz prihvatljiv nivo valutnog rizika i rizika kamatne stope.

Trenutna struktura duga Institucija BiH pokazuje da je cjelokupni dug Institucija BiH vanjski dug u valuti EUR sa učešćem fiksne kamatne stope od 67,3%, prosječno vrijeme do dospelja je 7,5 godina, dok 5,4% duga dospijeva u narednoj godini. Analiza strukture duga Institucija BiH je pokazala da je dug jedino izložen riziku promjene kamatne stope. Institucije BiH ne planiraju zaduživanje u posmatranom periodu, ali u slučaju potrebe za vanjskim finansiranjem primjenjivat će smjernice definisane Srednjoročnom strategijom upravljanja dugom BiH.

8.2. Analiza troškova i rizika Srednjoročne strategije upravljanja dugom BiH

U Tabeli 6. su prikazani indikatori troškova i rizika preferirane strategije BiH i strategije koja predstavlja nastavak dosadašnjih politika zaduživanja (status quo) na kraju 2018. godine, kao i indikatori troškova i rizika BiH na kraju 2014. godine.

Strategija 'status quo' je uključena u analizu za ocjenjivanje prednosti preferirane strategije u odnosu na polazni nivo - situaciju bez promjena.

¹⁰ Identifikovana kao strategija S2 u Srednjoročnoj strategiji upravljanja dugom BD-a

Tabela 6: Indikatori troškova i rizika strategije BiH na kraju 2018. godine

Indikatori troškova i rizika		2014	2018	
		BiH	Status quo BiH	Preferirana BiH
Dug (u milionima KM)		10.374,0	12.005,5	12.180,1
Nominalni dug kao % BDP		36,8	35,1	35,6
Sadašnja vrijednost duga kao % BDP		30,7	30,7	30,9
Trošak duga	Prosječna ponderisana kamatna stopa (%)	1,6	2,2	2,3
Rizik refinansiranja	ATM vanjski dug (godine)	7,6	7,4	7,2
	ATM unutrašnji dug (godine)	3,2	2,8	3,9
	ATM ukupni dug (godine)	6,8	6,4	6,7
Rizik kamatne stope	ATR (godine)	4,4	3,6	4,3
	Dug koji se refiksira u 1 godini (% ukupnog duga)	47,3	53,3	44,3
	Dug sa fiksnom kamatnom stopom (% ukupnog)	59,4	55,1	61,5
Valutni rizik	Vanjski dug kao (% ukupnog duga)	78,5	78,8	80,8
	Kratkoročni vanjski dug (% rezervi)	4,5	6,1	6,0

Uzimajući u obzir da je Bosna i Hercegovina imala pristup koncesionalnim IDA izvorima finansiranja nominalni iznos duga i trošak duga (prosječna ponderisana kamatna stopa) su viši po preferiranoj strategiji u odnosu na strategiju koja predstavlja nastavak dosadašnjih politika zaduživanja (status quo), dok je rizik refinansiranja i rizik kamatne stope manji.

Analiza pokazuje da se očekuje da će se odnos duga i BDP-a smanjiti u odnosu na trenutno stanje, dok će se neznatno povećati u odnosu na status quo. Prosječna kamatna stopa će se povećati zbog smanjene dostupnosti povoljnih kredita i očekivanih povećanja promjenljivih kamatnih stopa. Prema preferiranoj strategiji, trošak finansiranja se povećava do 2,3%, što je neznatno više od 2,2%, nivoa koji bi bio postignut održavanjem status quo.

Prosječno vrijeme do ponovog fiksiranja (ATR) i prosječno vrijeme do dospijeca (ATM) prema preferiranoj strategiji ostaju na nivoima koji su slični nivoima sa kraja 2014. godine. Istovremeno, prosječno vrijeme do dospijeca i prosječno vrijeme do ponovog fiksiranja (promjene kamatne stope) prema preferiranoj strategiji će se produžiti u odnosu na status quo, zbog uticaja većeg vanjskog zaduživanja po fiksnoj kamatnoj stopi, kao i eksplicitnih napora na preusmjeravanju domaćih instrumenata ka dugoročnijim instrumentima. Udio duga sa uslovima fiksnih kamatnih stopa povećava se do 61,5% prema preferiranoj strategiji u odnosu i na trenutni nivo i na status quo. Sve ovo ukazuje da preferirana strategija obezbjeđuje smanjenje rizika kamatne stope i rizika refinansiranja u odnosu na status quo.

Učešće vanjskog duga u ukupnom dugu (80,8%), neznatno se povećava u odnosu na nivoe sa kraja 2014. godine i u odnosu na status quo. Povećanje učešća vanjskog duga u ukupnom dugu je rezultat ograničenja domaćeg tržišta koje dovodi do potrebe za mobilizacijom finansijskih sredstava iz vanjskih izvora usljed dalje potrebe za zaduživanjem zbog servisiranja postojećeg duga koji dopijeva i finansiranja investicionih i razvojnih projekata u entitetima i BD. Učešće kratkoročnog vanjskog duga u državnim rezervama prema preferiranoj strategiji pokazuje bolji omjer nego što je to u slučaju scenarija tekuće prakse.

9. Smjernice

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

Analiza pokazuje da su potrebne značajne mjere u cilju smanjenja trenutnog trenda povećanja rizika refinansiranja, rizika kamatne stope i valutnog rizika. Za državni vanjski dug operativne smjernice za period 2016-2018. godina će stoga biti sljedeće:

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

Smjernice za unutrašnje zaduživanje, koje sprovode entiteti i BD, su definisane u okviru strategija entiteta i BD, a koje predstavljaju sastavni dio Srednjoročne strategije upravljanja dugom Bosne i Hercegovine. Navedene smjernice trebaju biti u skladu sa standardima EU i odnositi se na mjere za unapređenje atraktivnosti tržišta domaćih vrijednosnih papira, a koje za cilj imaju obezbjeđenje dužeg roka dospeljeća domaćih vrijednosnih papira.

Prilog 1

Strategija upravljanja dugom Republike Srpske

РЕПУБЛИКА СРПСКА

ВЛАДА

**СТРАТЕГИЈА УПРАВЉАЊА ДУГОМ РЕПУБЛИКЕ СРПСКЕ
ЗА ПЕРИОД 2015-2018**

Децембар, 2015

Садржај

1. Циљеви и претпоставке.....	2
2. Постојећи дуг.....	4
3. Средњорочна стратегија управљања дугом	7
Прилог 1. Обухват Стратегије управљања дугом	9
Прилог 2. Аналитичке претпоставке.....	10

1. Циљеви и претпоставке

Средњерочна стратегија управљања дугом Републике Српске (у даљем тексту: Стратегија) утврђује средњерочне циљеве и активности Министарства финансија Републике Српске (МФРС) у области управљања дугом. Имплементација Стратегије се континуирано прати и о њеном извршењу се годишње извјештава Влада Републике Српске.

Стратегија обухвата дуг који представља директну или индиректну обавезу Републике Српске (буџета РС), уз одређене изузетке.

Подаци о спољном дугу обухватају:

- a) дуг Републике Српске-буџета (изузев дијела дуга према Паришком клубу кредитора-Њемачка, за који нису утврђени услови отплате);
- b) дуг јединица локалне самоуправе;
- c) дуг јавних предузећа и Инвестиционо развојне банке Републике Српске (у даљем тексту: ИРБ РС).

Подаци о унутрашњем дугу обухватају:

- a) дуг Републике Српске-буџета (верификовани унутрашњи дуг у складу са Законом о унутрашњем дугу РС, трезорски записи, дугорочне обвезнице, кредити и активирани гаранције) и
- b) дуг фондова социјалне сигурности настао по основу индиректног задужења.

Унутрашњи дуг настао директним задужењем јединица локалне самоуправе и фондова социјалне сигурности није обухваћен Стратегијом јер исти не представља ни директну нити индиректну обавезу Републике Српске (буџета) те њиме МФРС не може ни да управља. Обавезе Републике Српске (буџета) које се односе на стару девизну штедњу, ратну штету и опште обавезе укључене су у Стратегију само уколико су исте верификоване. Детаљан преглед обухвата Стратегије дат је у Прилогу 1.

Циљ управљања дугом Републике Српске је обезбјеђење финансијских средстава за финансирање одобрених инвестиционих пројеката, рефинансирање посматраног дуга и извршење буџета РС, уз минималне трошкове и ризике, а имајући у виду степен развијености економије и домаћег тржишта хартија од вриједности.

Стратегија се заснива на сљедећим претпоставкама:

- a) У средњем року Влада Републике Српске ће наставити имплементацију фискалне консолидације и план реформи презентованих Економском политиком РС, како би се обезбиједила дугорочна фискална одрживост и транспарентност (као што је утврђено Законом о фискалној одговорности);
- b) Макроекономска ситуација ће се развијати у складу са пројекцијама презентованим у Ревидираном документу оквирног буџета РС (у даљем тексту: РДОБ РС) (Табела 1 и 2);
- c) Сва нова задужења у којима се као зајмопримац појављује Влада Републике Српске биће уговорена у складу са процедурама прописаним Законом о задуживању, дугу и гаранцијама РС, односно посредством Министарства финансија РС;
- d) Нема признавања (преузимања) дуга од других нивоа власти, осим дуга Фонда за пензијско-инвалидско осигурање који 01.01.2016. године улази у трезорски систем пословања;

- е) Емитовање обвезница по основу ратне штете и старе девизне штедње, вршиће се у складу са пројекцијама укљученим у РДОБ РС;
- ф) Централна Банка Босне и Херцеговине (у даљем тексту: ЦБ БиХ) наставиће да одржава монетарну стабилност у складу са аранжманом валутног одбора, према одредбама Закона о Централној Банци, и неће издавати хартије од вриједности на домаћем тржишту;
- г) Дугорочни кредитни рејтинг Босне и Херцеговине неће бити снижен у средњем року;
- х) База институционалних инвеститора на домаћем финансијском тржишту РС ће бити одржавана и проширена у средњем року;
- и) Неће бити значајнијих повећања реферетне каматне стопе Европске централне банке;
- ј) Зајмодавци ће нудити средства по прихватљивим условима.

Табела 1: Макроекономски показатељи за период 2009-2014. и пројекције за период 2015-2018.

ПРОИЗВОДНА МЕТОДА	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
БДП у милионима КМ – номинални	8,236	8,318	8,682	8,585	8,761	8,847	8,873	9,135	9,536	10,012
Број становника - у милионима	1.44	1.43	1.43	1.43	1.43	1.42	1.42	1.42	1.41	1.41
БДП по становнику у КМ	5,739	5,805	6,073	6,006	6,146	6,225	6,256	6,454	6,752	7,104
% раста БДП-а, номинално	-3.0%	1.0%	4.4%	-1.1%	2.1%	1.0%	0.3%	2.9%	4.4%	5.0%
% раста БДП-а, реално	-3.0%	0.8%	0.8%	-1.1%	1.9%	0.2%	1.4%	2.4%	2.7%	3.0%
Инфлација-годишња стопа	-0.4%	2.5%	3.9%	2.1%	0.0%	-1.2%	-1.0%	0.5%	1.5%	1.7%
Просјечне нето плате у КМ	788	784	809	818	808	825	833	842	853	865
Увоз у милионима КМ	3.568	4.053	4.578	4.488	4.558	4.946	4.575	4.777	5.053	5.352
Раст увоза у %	-14.0%	13.6%	13.0%	-2.0%	1.6%	8.5%	-7.5%	4.4%	5.8%	5.9%
Извоз у милионима КМ	1,673	2,178	2,561	2,375	2,604	2,692	2,613	2,744	2,936	3,171
Раст извоза у %	-13.0%	30.2%	17.6%	-7.3%	9.7%	3.4%	-2.9%	5.0%	7.0%	8.0%
Покривеност увоза извозом у %	46.9%	53.7%	55.9%	52.9%	57.1%	54.4%	57.1%	57.4%	58.1%	59.2%
Стопа незапослености у %	21.4%	23.6%	24.5%	25.6%	27.0%	25.7%	25.2%	24.7%	24.2%	23.7%

Извор: РДОБ РС за период 2016-2018, Министарство финансија РС

Табела 2: Општи дио за период 2016-2018

Опис	Ребаланс Буџета 2015	РДОБ 2016	РДОБ 2017	РДОБ 2018
А. БУЏЕТСКИ ПРИХОДИ (I+II+III+IV)	1.608.900.000	2.468.103.000	2.524.012.100	2.610.926.800
I Порески приходи	1.449.882.000	2.288.940.000	2.351.372.100	2.434.211.800
II Непорески приходи	159.018.000	179.163.000	172.640.000	176.715.000
III Грантови	0	0	0	0
IV Трансфери између буџетских јединица	0	0	0	0
Б. БУЏЕТСКИ РАСХОДИ (I+II+III)	1.545.352.300	2.405.362.800	2.416.945.900	2.422.607.800
I Текући расходи	1.219.913.000	2.270.503.500	2.285.258.500	2.294.779.500
II Трансфери између буџетских јединица	324.388.100	127.039.000	127.289.800	123.903.200
III Буџетска резерва	1.051.200	7.820.300	4.397.600	3.925.100
Ц. БРУТО БУЏЕТСКИ СУФИЦИТ/ДЕФИЦИТ (А-Б)	63.547.700	62.740.200	107.066.200	188.319.000
Д. НЕТО ИЗДАЦИ ЗА НЕФИНАНСИЈСКУ ИМОВИНУ	-27.308.300	-52.059.700	-19.749.800	-20.656.800
Е. БУЏЕТСКИ СУФИЦИТ/ДЕФИЦИТ (Ц+Д)	36.239.400	10.680.500	87.316.400	167.662.200

Опис	Ребаланс Бюжета 2015	РДОБ 2016	РДОБ 2017	РДОБ 2018
Ф. НЕТО ФИНАНСИРАЊЕ (Г+Х)	-36.239.400	-10.680.500	-87.316.400	-167.662.200
Г. НЕТО ПРИМИЦИ ОД ФИНАНСИЈСКЕ ИМОВИНЕ	3.480.000	1.347.500	117.200	0
Х. НЕТО ЗАДУЖИВАЊЕ	-39.719.400	-12.028.000	-87.433.600	-167.662.200

Извор: Министарство финансија РС

2. Постојећи портфолио дуга

2.1. Преглед портфолија

Структура дуга Републике Српске анализираног у оквиру Стратегије је резултат основног принципа којим се руководило при задуживању у прошлости, а то је максимизирање спољног финансирања по концесионим условима. Стога портфолио дуга, који је анализиран у оквиру Стратегије, карактерише висок удио спољног дуга са релативно дугим роком доспијећа и ниском просјечном каматном стопом на нивоу од 1,4%.

Дуг који је обухваћен Стратегијом износи 4,3 милијарде КМ (2,6 милијарди USD) тј. 48,0 % БДП-а, на дан 31.12.2014. године. Спољни дуг износи 67,7% укупног посматраног дуга (2,9 милијарди КМ или 1,8 милијарди USD, што чини 32,5% БДП-а), док унутрашњи дуг износи 32,3% укупног посматраног дуга (1,4 милијарде КМ или 0,8 милијарди USD, што чини 15,5% БДП-а).

Спољни дуг обухваћен Стратегијом састоји се од:

- релевантног спољног дуга тј. зајмова уговорених посредством Министарства финансија и трезора БиХ;
- директног спољног дуга (дуг директно уговорен са спољним кредиторима); и
- “старог” спољног дуга (дуг настао до 02.04.1992. године).

Спољни дуг је првенствено уговорен са мултилатералним кредиторима (77,3 % укупног спољног дуга). Највећи износ дуга према мултилатералним кредиторима представљају обавезе према Свјетској банци (IDA и IBRD), Европској банци за обнову и развој (EBRD), Европској инвестиционој банци (EIB), те Међународном монетарном фонду (ММФ).

Унутрашњи дуг обухваћен Стратегијом састоји се од:

- трезорских записа и средњерочних обвезница;
Стање дуга по трезорским записима са 31.12.2014. године износи 94,5 милиона КМ (58,8 милиона USD). Рок доспијећа по овим хартијама од вриједности је 3, 6, 9 и 12 мјесеци. Стање дуга по средњерочним обвезницама са 31.12.2014. године износи 335,0 милиона КМ (208,3 милиона USD). Рок доспијећа ових обвезница је 4 и 5 година (са амортизационом отплатом) и 7 година (са једнократном отплатом).
- обвезница емитованих за измирење обавеза дефинисаних Законом о унутрашњем дугу РС, и то:
 - обвезнице за измирење обавеза по основу ратне штете са роком доспијећа од 13 до 15 година и грејс периодом од 3 до 5 година, уз каматну стопу од 1,5% и амортизациону отплату;

- ii) обвезнице за измирење обавеза по основу старе девизне штедње са роком доспијећа од 5 година, без грејс периода, уз каматну стопу од 2,5% и амортизациону отплату;
- iii) обвезнице за измирење обавеза према добављачима и по основу извршних судских одлука, са роком доспијећа од 15 година и грејс периодом од 5 година, уз каматну стопу од 1,5% и амортизациону отплату;

Ове обвезнице су регистроване у Централном регистру хартија од вриједности РС и котирају се на Бањалучкој берзи. Стање дуга по овим обвезницама на дан 31.12.2014. године износи 422,5 милиона КМ (262,7 милиона USD).

- с) комерцијалних кредита код домаћих банака;

Стање дуга по овим кредитима на дан 31.12.2014. године износи 294,9 милиона КМ (183,4 милиона USD). Ови кредити отплаћују се уз фиксну или варијабилну каматну стопу, са роком доспијећа од 4-12 година и грејс периодом од 1-2 године, уз амортизациону отплату.

- д) готовинских исплата (према акционом плану) за измирење обавеза на име извршних судских одлука по основу ратне штете и општих обавеза, у складу са Законом о унутрашњем дугу РС;

Стање дуга по овом основу, на дан 31.12.2014. године, износи 181,9 милиона КМ (113,1 милиона USD).

Неверификоване обавезе по основу ратне штете, старе девизне штедње и општих обавеза, с обзиром да још увијек не представљају обавезу Републике Српске (буџета), нису укључене у стање дуга посматраног у оквиру Стратегије. Међутим, у оквиру нових задуживања укључени су процијењени износи верификације по основу поменутих обавеза, што се одражава на потребе за финансирањем. Ипак, Република Српска овај дуг приказује у стању дуга приликом извјештавања, у складу са постојећом законском регулативом. Стање дуга по основу ових обавеза, на дан 31.12.2014. године, износи 390,6 милиона КМ (242,8 милиона USD).

2.2. Индикатори трошкова и ризика

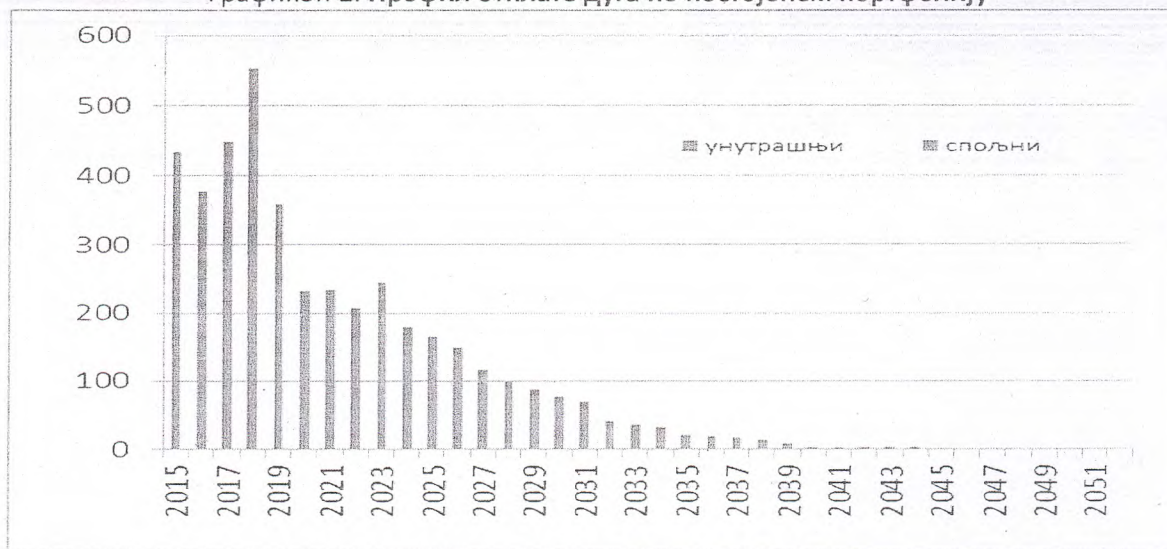
Најважнији индикатори трошкова и ризика постојећег портфолија приказани су сљедећом табелом и графиком профила отплате дуга.

Табела 3: Индикатори трошкова и ризика постојећег портфолија

Индикатори ризика		Спољни дуг	Унутрашњи дуг	Укупан дуг
Износ (у милионима USD)		1.789,4	853,1	2.642,4
Номинални износ дуга у односу на БДП (%)		32,5	15,5	48,0
Садашња вриједност дуга у односу на БДП (%)		25,9	15,5	41,5
Трошак задуживања	Просјечна пондерисана каматна стопа (%)	1,4	3,4	2,1
Ризик рефинансирања	АТМ (године)	7,7	4,2	6,6
	Дуг који доспијева у 1 години (% од укупног)	5,7	19,7	10,2
Ризик каматне стопе	АТР (године)	4,7	3,7	4,4
	Дуг који се рефиксира у 1 години (% од укупног)	51,8	34,3	46,1
	Дуг са фиксном каматном стопом (% од укупног)	50,2	82,9	60,7
Валутни ризик	Спољни дуг (% од укупног)			67,7
	Краткорочни спољни дуг (у % девизних резерви)			5,7

Извор: Министарство финансија РС

Графикон 1: Профил отплате дуга по постојећем портфолију



Извор: Министарство финансија РС

Уопштено гледајући, постојећи портфолио карактерише низак ниво трошкова. Пондерисана просјечна каматна стопа укупног дуга је 2,1%, спољног дуга 1,4%, а унутрашњег дуга 3,4%. Ово је у највећој мјери резултат спољних концесионих зајмова, те ниске каматне стопе коју носе обвезнице за измирење обавеза унутрашњег дуга, дефинисаних Законом о унутрашњем дугу РС.

Валутни ризик је умјерен. Од укупног портфолија, 32,3% је деноминовано у КМ, док је 35,3% деноминовано у EUR. С обзиром на важећи аранжман валутног одбора, којим је домаћа валута везана за EUR, само је 32,4% укупног портфолија изложено валутном ризику (тј. 23,6% уколико се SDR декомпонује на саставне валуте и искључи дио заснован на EUR-у). У USD је деноминовано 4,5% портфолија (тј. 14,4% уколико се SDR декомпонује на саставне валуте), што носи одређен ниво ризика, имајући у виду флукуације USD у протеклом периоду.

Ризик рефинансирања је умјерен. Од укупног портфолија, 60,7% је уговорено са фиксним условима. Просјечно вријеме до доспијећа посматраног портфолија је 6,6 година. Просјечно вријеме до доспијећа спољног дуга је 7,7 година, што је резултат дугорочних концесионих зајмова, а просјечно вријеме до доспијећа унутрашњег дуга је 4,2 године. Готово 20% унутрашњег дуга доспијева у року од годину дана, што је уобичајено у земљама које емитују трезорске записе у сврху активног управљања ликвидношћу. Профил отплате показује повећање отплате спољног и унутрашњег дуга у наредним годинама, посебно у 2018. години када за отплату доспијевају значајне обавезе по основу унутрашњег дуга у виду средњерочних обвезница и дугорочних кредита, док је нагли скок у отплати спољног дуга резултат доспијећа обавеза по основу Stand by аранжмана са ММФ-ом.

Одржавање индикатора трошкова и ризика на релативно ниском нивоу представља изазов за Републику Српску, узевши у обзир промјену у структури извора финансирања. Постојећи портфолио дуга карактеришу повољни индикатори трошкова и ризика, захваљујући значајној заступљености концесионих извора финансирања, те обвезница за измирење обавеза по основу унутрашњег дуга са ниским трошковима и дугим роком доспијећа. С обзиром да ће у будућности концесиони извори финансирања бити мање доступни, биће потребно веће ослањање на комерцијалне спољне и домаће изворе, водећи рачуна о томе да пораст нивоа трошкова и ризика буде прихватљив.

3. Средњорочна стратегија управљања дугом

Главни циљ управљања дугом Републике Српске је обезбјеђење финансијских средстава за финансирање одобрених инвестиционих пројеката, рефинансирање посматраног дуга и извршење буџета РС, уз минималне трошкове и ризике, а имајући у виду степен развијености економије и домаћег тржишта хартија од вриједности.

У сврху остварења главног циља управљања дугом, дефинисани су сљедећи циљеви задуживања:

- а) обезбиједити могућности континуираног задуживања на домаћем финансијском тржишту и истражити могућности задуживања на иностраном финансијском тржишту, уз прихватљиве услове;
- б) минимизирати трошкове, уз прихватљив ниво ризика, имајући у виду развој домаћег тржишта хартија од вриједности.

У наредном средњорочном периоду (2016-2018), претходно поменути циљеви ће бити остварени кроз стратегију *диверзификације извора финансирања и инструмената*, која је, од укупно четири анализираних, изабрана као преферирана стратегија.¹ Ова стратегија обезбјеђује ниске трошкове и ризике, као посљедицу наставка кориштења доступне подршке мултилатералних кредитора. У исто вријеме, она обезбјеђује унапређење позиције Републике Српске у погледу будућих извора финансирања, и то кроз развој домаћег финансијског тржишта, те потенцијални излазак на међународно финансијско тржиште на крају посматраног периода. Просјечно вријеме до доспијећа домаћег и укупног дуга се умјерено повећава, а индикатори валутног ризика и ризика каматне стопе су слични као и у другим анализираним стратегијама.

При имплементацији стратегије, активности задуживања МФРС ће вршити у складу са најбољим праксама, и то:

- а) активности на домаћем и међународном финансијском тржишту ће се обављати професионално, транспарентно, сврсисходно и правовремено, а уговорене обавезе ће се уредно извршавати;
- б) избор услова задуживања ће бити усмјерени (по редослиједу приоритета) на рефинансирање дуга, обезбјеђење средстава за финансирање извршења буџета, усклађеност са одредбама Закона о фискалној одговорности и остварење идентификованих индикатора дуга;
- с) приликом планирања задуживања акценат ће бити на развоју и проширењу дугорочних могућности задуживања на финансијском тржишту, а не на краткорочним компаративним предностима сваке појединачне трансакције;
- д) уопштено гледано, биће осигурани најповољнији услови задуживања, имајући у виду принцип наведен под с).

Како би се имплементирала преферирана стратегија утврђени су сљедећи задаци МФРС:

- а) развој и одржавање сарадње са партнерима и инвеститорима на домаћем и иностраном тржишту;
- б) израда, и евентуално ревидирање, средњорочног плана задуживања;

¹За више детаља о резултатима анализе погледати Прилог 2

- c) објављивање календара аукција на кварталној основи и, у складу са могућностима, обезбјеђење информација о планираним аукцијама у дужем временском периоду;
- d) константно одржавање понуде средњорочних и дугорочних финансијских инструмената на домаћем финансијском тржишту, уз тенденцију проширења лепезе инструмената како би се омогућио развој домаћег тржишта хартија од вриједности;
- e) идентификовање индикатора структуре дуга - профил доспијећа дуга, структура каматних стопа, трошкови задуживања, стање унутрашњег дуга, изложеност валутном ризику (не рачунајући дуг исказан у EUR-у због постојања аранжмана валутног одбора) и утврђивање циљаних величина индикатора трошкова и ризика;
- f) праћење кретања портфолија дуга у односу на идентификоване индикаторе дуга и полугодишње извјештавање о вриједностима истих;
- g) управљање процесом оцјене кредитног рејтинга у Републици Српској уз осигурање активног учешћа ресорно надлежних представника.

У средњем року, задатак МФРС ће бити хармонизација пракси и процедура на домаћем тржишту хартија од вриједности, са оним на тржишту ЕУ.

У складу са утврђеним циљевима и основним принципима управљања дугом, имајући у виду структуру дуга и ситуацију на финансијским тржиштима, идентификовани су сљедећи индикатори структуре дуга, као што је представљено у сљедећој табели.

Табела 4: Идентификовани индикатори структуре дуга

Циљ	Индикатор	Показатељ
Управљање валутним ризиком	Спољни дуг, искључујући дуг у EUR (% укупног посматраног дуга)	$\leq 35\%$
Развој домаћег тржишта	Унутрашњи дуг (% укупног посматраног дуга)	$\geq 25\%$
Управљање ризиком рефинансирања	АТМ (године)	≥ 4
	Краткорочни дуг – оригиналне рочности (% прихода остварених у претходној години)	$\leq 8\%$
Управљање ризиком каматних стопа	Дуг по фиксним условима (% укупног посматраног дуга)	$\geq 60\%$
Управљање трошковима дуга	Пондерисана просјечна каматна стопа (%)	$\leq 3,5$

Прилог 1. Обухват Стратегије управљања дугом

ОПИС		Укључено/ Искључено	Разлог укључивања у средњерочну стратегију управљања дугом	Износи у мил. USD са 31.12.2014.
1	Укупан дуг у складу са Законом (1.1.+1.2.+2.а.)		100.0%	3,143 \$
1.1.	Спољни дуг			1,795 \$
1.1.1.	Републике Српске			1,156 \$
1.1.1.1.	Релевантан спољни дуг	✓	Директна обавеза са јасном обавезом отплате	1,145 \$
1.1.1.2.	Релевантан спољни дуг-ПК Њемачка	✗	Директна обавеза али није утврђен начин отплате	6 \$
1.1.1.3.	Директан спољни дуг	✓	Директна обавеза са јасном обавезом отплате	5 \$
1.1.2.	Јединица локалне самоуправе			39 \$
1.1.2.1.	Релевантан спољни дуг	✓	Индиректна обавеза са јасном обавезом отплате	39 \$
1.1.3.	Јавних предузећа и ИРБ-а			600 \$
1.1.3.1.	Релевантан спољни дуг	✓	Индиректна обавеза са јасном обавезом отплате	564 \$
1.1.3.2.	Директан спољни дуг	✓	Индиректна обавеза са јасном обавезом отплате	35 \$
1.2.	Унутрашњи дуг			1,345 \$
1.2.1.	Републике Српске			947 \$
1.2.1.1.	пројектовани унутрашњи дуг			646 \$
1.2.1.1.1.	Емитоване дужничке обвезнице (СДШ, РШ, ОО)	✓	Директна обавеза са јасном обавезом отплате	262.7 \$
1.2.1.1.2.	Планиране емисије дужничких обвезница (РШ)	✓	Директна обавеза са јасном обавезом отплате	27 \$
1.2.1.1.3.	Планиране емисије дужничких обвезница (СДШ, ОО)	✗	Директна обавеза која зависи од процеса верификације	211.1 \$
1.2.1.1.4.	Готовинске исплате (АП ОО, АП РШ, ...)	✓	Директна обавеза са јасном обавезом отплате	113.5 \$
1.2.1.1.5.	Планиране готовинске исплате ОО, РШ, НС,...	✗	Директна обавеза која зависи од процеса верификације	31.8 \$
1.2.1.2.	Ликвидне дугорочне обвезнице	✓	Директна обавеза са јасном обавезом отплате	208.3 \$
1.2.1.3.	Трезорски записи	✓	Директна обавеза са јасном обавезом отплате	58.8 \$
1.2.1.4.	Дугорочни зајмови код комерцијалних банака	✓	Директна обавеза са јасном обавезом отплате	34.3 \$
1.2.2.	Јединица локалне самоуправе	✗	Није директна нити индиректна обавеза	205 \$
1.2.3.	Фондова социјалне сигурности			193 \$
1.2.3.1.	Директно задужење	✗	Није директна нити индиректна обавеза	47 \$
1.2.3.2.	Индиректно задужење	✓	Индиректна обавеза са јасном обавезом отплате	145.9 \$
2	Гаранције (а+б+ц)			150 \$
а	Активирани гаранције РС	✓	Издате гаранције које су активирани и конвертовани у дуг	3.1 \$
б	Неактивирани гаранције РС	✗	Издате гаранције РС које нису активирани	147 \$
ц	Имплицитне гаранције РС	✗	Дуг јавних предузећа, јединица локалне самоуправе и други облици имплицитних гаранција	0 \$
3	Укупан дуг укључен у средњерочну стратегију управљања дугом		84.1%	2,642 \$
4	Укупан дуг искључен из средњерочне стратегије управљања дугом		15.9%	500 \$

Извор: Министарство финансија РС

Прилог 2. Аналитичке претпоставке

У овом дијелу представљене су анализе сценарија, опис алтернативних стратегија задуживања Републике Српске и разматрање истих у погледу трошкова и ризика. Планови отплате дуга су генерисани према основном и алтернативним сценаријима уз примјену валутних шокова и шокова каматне стопе. Трошкови су израчунати на основу профила отплате дуга према основном сценарију, а ризик је мјерен порастом у отплати дуга као резултатом шокова каматне стопе и девизних курсева.

а. Анализа сценарија

У сврху анализе осјетљивости стратегија примијењени су следећи шокови:

- **Шок девизног курса:** 30% депресијације курса KM/USD у другој години;
- **Шок каматне стопе:** 4 % раст каматне стопе на краткорочне домаће и дугорочне спољне инструменте и 2% на средњерочне домаће инструменте, што доприноси изравнавању криве приноса;
- **Комбиновани шок:** 20% депресијације курса KM/USD у комбинацији са шоком од 3% на краткорочне домаће и дугорочне спољне инструменте и 1,5% на средњерочне домаће инструменте.

б. Опис анализираних стратегија

Проведена анализа показује нефлексибилност опција за прибављање финансијских средстава. Структура извора финансирања буџетских издатака у текућој години је дефинисана ребалансом буџета Републике Српске, те је примијењена у свим посматраним стратегијама. Све стратегије укључују повлачења по основу одобрених инвестиционих пројеката, планиране емисије обвезница за измирење обавеза по основу пројектованих верификација унутрашњег дуга, те преузимање дуга Фонда пензијско инвалидског осигурања у 2016. години. Инструменти за финансирање тих потреба су унапријед утврђени. Варијације у стратегијама односе се првенствено на изворе потребне за финансирање буџетских издатака (укључујући издатаке за отплату, тј. рефинансирање дуга) за наредне 3 године - 49% укупних потреба за финансирањем у читавом посматраном периоду.

Могућности које су на располагању Републици Српској су ограничене. Након дужег периода кориштења концесионих мултилатералних и билатералних извора финансирања, који су сада оскудни, неопходна је диверзификација истих, при чему треба имати на уму и ограничења у приступу домаћем тржишту. Приступ међународном тржишту капитала постоји као опција у неким стратегијама Републике Српске, али релативно скромне потребе за финансирањем могу повећати трошкове и ограничити могућности издавања обвезница као и приватни пласман на међународном тржишту.

Стратегије које су биле предмет разматрања су следеће:

- **Стратегија 1 – Status quo.** У оквиру ове стратегије, задржана је постојећа структура извора финансирања буџетских издатака из текуће године у читавом посматраном периоду.
- **Стратегија 2 – Приступ међународном тржишту капитала.** Потребе за финансирањем се задовољавају издавањем еврообвезница или сличних спољних комерцијалних

инструмената. Ова стратегија предвиђа емитовање обвезница у износу од по 500 милиона КМ (од око 310 милиона USD) у периоду 2016-2018. године. Ослањање на домаће тржиште и мултилатералне кредиторе је значајно смањено, те поред издавања обвезница за измирење обавеза по основу Закона о унутрашњем дугу РС, ова стратегија не предвиђа емитовање обвезница на домаћем тржишту, али се током посматраног периода задржава емитовање трезорских записа у износу од око 60, 50, 75 милиона КМ (35, 30, 45 милиона USD) у 2016, 2017 и 2018. години, ретроспективно.

- **Стратегија 3 - Диверзификација инструмената и извора финансирања.** Наставља се развој домаћег финансијског тржишта увођењем, у 2016. години, инструмената рочности 3, 5, 7 и 10 година са „bullet“ отплатом. Обим емисија трезорских записа током периода 2016-2018. године се одржава на нивоу од око 95-100 милиона КМ годишње (60 милиона USD), трогодишњих обвезница на нивоу од око 20-35 милиона КМ (од око 10-20 милиона USD) и петогодишњих обвезница на нивоу од око 65-105 милиона КМ годишње (од око 40-65 милиона USD) са тенденцијом постепеног смањења обима датих инструмената током посматраног периода, седмогодишњих и десетогодишњих обвезница на нивоу од по 40-105 милиона КМ годишње (25-65 милиона USD) са тенденцијом постепеног повећања обима датих инструмената током периода, уз подршку мултилатералних кредитора у периоду 2016-2018. године, а за 2018. годину стратегија предвиђа излазак на међународно тржиште, самостално или у сарадњи са Федерацијом БиХ.
- **Стратегија 4 - Интензивнији развој домаћег тржишта.** Стратегија предвиђа изостанак подршке мултилатералних кредитора и спољних извора финансирања, што изискује ослањање само на домаће тржиште. Обим инструмената на домаћем тржишту је повећан, уз преусмјеравање на обвезнице са краћим роком доспијећа, због ограничења присутних у домаћем банкарском сектору (изложеност према јавном сектору, интерне политике ограничења рокова пласмана у обвезнице јавног сектора, итд.).

Табела 5: Структура инструмената финансирања у анализираним стратегијама

Укупно задуживање у% - током посматраног периода				
Инструменти новог задуживања	C1	C2	C3	C4
Спољни вар. USD	0%	0%	0%	0%
Спољни вар. EUR	22%	18%	18%	17%
Спољни фиксни USD	9%	9%	9%	9%
Спољни фиксни EUR	2%	2%	2%	2%
IMF SBA вар. USD	0%	0%	14%	0%
Еврообвезнице	0%	46%	6%	0%
Домаћи комерцијални кредити вар.	2%	2%	2%	2%
Домаћи трезорски записи фиксни	15%	9%	12%	19%
Домаће обвезнице 3 г. фиксне	43%	7%	9%	19%
Домаће обвезнице 5 г. фиксне	0%	0%	8%	10%
Домаће обвезнице 7 г. фиксне	0%	0%	6%	12%
Домаће обвезнице(вериф. дуг) 3-8 г. фиксне	0%	0%	0%	0%
Домаће обвезнице 10 г. фиксне	6%	6%	12%	9%
Спољни извори	34%	76%	50%	29%
Домаћи извори	66%	24%	50%	71%
	100%	100%	100%	100%

Извор: Министарство финансија РС

с. Трошкови и ризици посматраних стратегија

Посматране стратегије су анализиране примјеном основног и алтернативних сценарија под утицајем примијењених шокова. Два кључна индикатора трошкова стање дуга/БДП и сервис камате/БДП су израчунати како би се утврдила осјетљивост стратегија на примијењене шокове. Однос дуга и БДП-а је важан при анализирању оних промјена у стању дуга које су резултат промјена девизног курса, јер овај однос одражава ефекте ревалуације. Сервис камате у односу на БДП показује могући утицај сваке појединачне стратегије на буџет. Ризик сваке стратегије је разлика између трошкова који прозилазе из основног сценарија и трошкова који настају након примијене шокова на основни сценарио. Максимални ризик који резултира из три стрес сценарија користи се за поређење ризика повезаног са сваком од посматраних стратегија. За сврху поређења, акценат се ставља на резултат на крају посматраног периода, тј. у 2018. години. Стандардни индикатори трошкова и ризика за све четири стратегије приказани су сљедећим графиконом и табелом.

Графикон 2: Индикатори трошкова и ризика посматраних стратегија



Извор: Министарство финансија РС

Табела 6: Индикатори трошкова и ризика посматраних стратегија на крају 2018. године

Индикатори ризика		2014	са 31.12.2018.			
		Полазна	C1	C2	C3	C4
Дуг /БДП (%)		48,0	52,0	52,4	52,0	52,1
Садашња вриједност дуга/БДП (%)		41,4	46,8	47,5	46,9	47,2
Пондерисана просјечна каматна стопа (%)		2,1	2,6	3,1	2,6	2,8
Ризик рефинансирања	АТМ спољног дуга (године)	7,7	8,0	6,9	7,2	7,8
	АТМ унутрашњег дуга (године)	4,2	3,3	5,1	5,4	4,5
	АТМ укупног дуга (године)	6,6	6,2	6,7	6,6	6,4
Ризик каматне стопе	АТР (године)	4,4	3,9	4,7	4,5	4,4
	Дуг који се рефиксира у 1 години (% од укупног)	46,1	44,7	34,2	44,2	40,9
	Дуг са фиксном стопом (% од укупног)	60,7	68,1	71,1	62,2	70,8
Валутни ризик	Спољни дуг (% од укупног)	67,7	60,6	84,6	69,9	58,0
	Краткорочни спољни дуг (учешће у резервама, у %)	5,7	7,8	7,8	7,8	7,8

Извор: Министарство финансија РС

У погледу стања дуга и трошкова камата, стратегије 2 и 4 показују највеће трошкове, док стратегије 3 и 1 показују низак ниво трошкова. Трошкови су повећани у стратегији 2 и 4 због повећаног ослањања на скупље спољне и домаће изворе финансирања, респективно. Већи удио мултилатералних извора у стратегијама 1 и 3 смањују трошкове, а тиме и ризике. Из сличних разлога, садашња вриједност дуга је мања у стратегијама 1 и 3, уз повећано кориштење инструмената дуже рочности и нижих трошкова. Стратегија 1 носи нешто већи ризик него стратегија 3 због већег учешћа спољног дуга који је осјетљив на промјене каматних стопа.

Ризик рефинансирања и рефиксирања такође варирају код свих стратегија. Стратегије 3 и 2 обезбјеђују највеће просјечно вријеме до доспијећа портфолија унутрашњег и укупног дуга. Смањено просјечно вријеме до доспијећа спољног дуга одраз је повећања спољних извора финансирања са релативно кратким роком доспијећа. Код унутрашњег дуга, дуже рочности одраз су нових емисија дугорочних обвезница за измирење унутрашњег дуга у складу са Законом о унутрашњем дугу РС, те усмјеравање домаћег портфолија према дугорочним обвезницама. Примјеном стратегије 2 просјечно вријеме до доспијећа опада значајније, услед ослањања на инструменте релативно кратке рочности на међународном тржишту и емитовање искључиво трезорских записа на домаћем тржишту. Просјечно вријеме рефиксирања је на релативно сличном нивоу код свих стратегија, уз незнатно смањење код стратегије 1, што је одраз већег учешћа варијабилних спољних инструмената, те инструмената са краћим роком доспијећа на домаћем тржишту у оквиру ове стратегије.

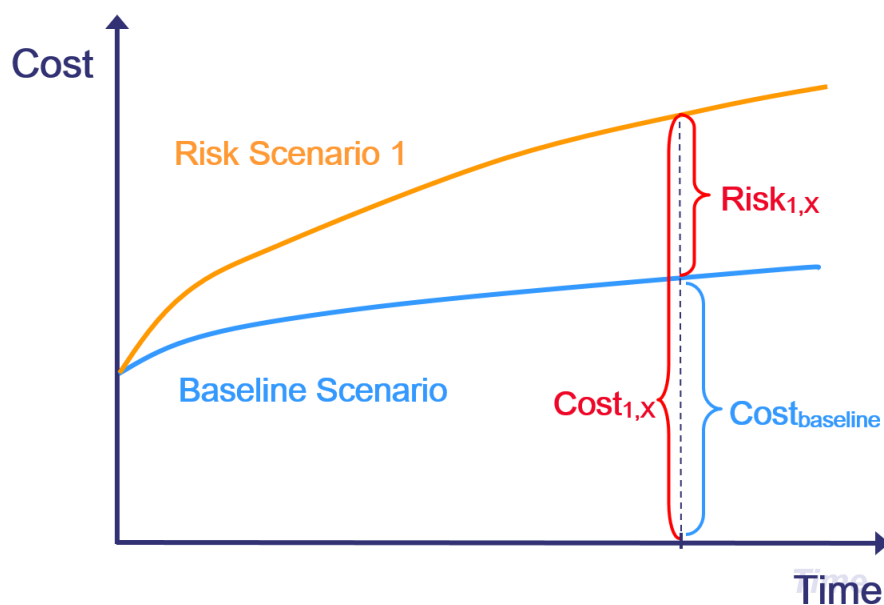
Поједине стратегије показују значајно повећање валутног ризика. Удио дуга деноминованог у страним валутама значајно се повећава у оквиру стратегије 2, док у оквиру стратегије 4 опада. Ово је одраз циљева стратегија у смислу повећаног кориштења спољних комерцијалних извора финансирања, односно домаћих извора, респективно. Веома је важно примијетити да је валутни ризик ублажен постојањем аранжмана валутног одбора којим је домаћа валута фиксним курсом везана за EUR.

Имајући у виду све напријед наведено, за наредни период изабрана је стратегија 3. У поређењу са другим стратегијама, ова стратегија обезбјеђује релативно ниске трошкове и ризике услед кориштења доступне подршке мултилатералних кредитора. Истовремено, изабрана стратегија обезбјеђује добру позицију Републике Српске у погледу могућих будућих извора финансирања, и то кроз подршку развоју домаћег тржишта и потенцијални излазак на међународно тржиште капитала на крају посматраног периода. Просјечно вријеме до доспијећа унутрашњег и укупног дуга се умјерено повећава, трошкови финансирања су најнижи, док су валутни ризик и ризик рефиксирања на прихватљивом нивоу. Профил отплате по одабраној стратегији уједначен је у поређењу са осталим стратегијама, са значајнијим скоком у 2021. години, што је резултат убрзане отплате IDA кредита и благог нагомилавања отплата по основу средњорочних домаћих инструмената који су планирани да се емитују у посматраном периоду.

Prilog 2

Strategija upravljanja dugom Federacije Bosne i Hercegovine

STRATEGIJA UPRAVLJANJA DUGOM 2016-2018



Sadržaj

SAŽETAK.....	4
1. PRAVNI I INSTITUCIONALNI OKVIR	5
2. CILJEVI I OBUHVAT STRATEGIJE UPRAVLJANJA DUGOM	6
2.1. Ciljevi upravljanja dugom	6
2.2. Obuhvat Strategije	7
3. PORTFOLIO VLADINOG DUGA	7
3.1. Struktura unutrašnjeg duga	7
3.2. Struktura vanjskog duga	8
4. RIZICI TRENUTNOG PORTFOLIJA DUGA FEDERACIJE BiH	9
4.1. Karakteristike troškova i rizika portfolija duga Federacije BiH	9
4.2. Rizik refinansiranja.....	9
4.3. Kamatni rizik.....	11
4.4. Valutni rizik	12
4.5. Potencijalne obaveze.....	14
4.5.1. Garancije	14
4.5.2. Preuzimanje obaveza krajnjih korisnika.....	14
5. MAKROEKONOMSKI OKVIR.....	14
6. IZVORI FINANSIRANJA.....	17
6.1. Vanjski izvori finansiranja.....	17
6.2. Domaći izvori finansiranja	18
7. PRETPOSTAVKE CIJENA I OPISI SCENARIJA ŠOKA.....	23
7.1. Scenario nepredviđenih događaja (Šok scenario)	24
7.2. Opis alternativnih strategija zaduživanja	26
7.3. Analiza troškova i rizika alternativnih strategija zaduživanja	26
7.4. Indikatori rizika alternativnih strategija.....	28
8. SMJERNICE ZA UPRAVLJANJE DUGOM	30
8.1. Sveukupna struktura portfolija duga.....	30
8.2. Smjernice za zaduživanje	30
8.3. Kvantitativne strateške mete	30
9. KOMUNIKACIJA SA TRŽIŠTEM	31
9.1. Srednjoročna strategija upravljanje dugom.....	31
9.2. Godišnji plan zaduživanja	31
9.3. Kvartalni kalendar aukcija	31
9.4. Obavještenja o aukcijama	31
9.5. Publikacije	31

SKRAĆENICE

ATM	-	Prosječno vrijeme dospelja (Average Time to Maturity)
ATR	-	Prosječno vrijeme refiksiranja (Average Time to Refixing)
BAM	-	Bosansko Hercegovačka Konvertibilna Marka
BDP	-	Bruto domaći proizvod (Bruto Domestic Product)
BiH	-	Bosna i Hercegovina
CBBH	-	Centralna banka Bosne i Hercegovine
CEDB	-	Razvojna banka Vijeća Evrope (Council of Europe Development Bank)
DB	-	Distrikt Brčko
DOB	-	Dokument okvirnog budžeta
EBRD	-	Evropska banka za obnovu i razvoj (European Bank for Reconstruction and Development)
EIB	-	Evropska investicijska banka (European Investment Bank)
EUR	-	Euro
FBIH	-	Federacija Bosne i Hercegovine
FMF	-	Federalno ministarstvo finansija-financija
GBP	-	Britanska funta (Great Britain Pound)
IBRD	-	Međunarodna banka za obnovu i razvoj (International Bank For Reconstruction and Development)
IDA	-	Međunarodna asocijacija za razvoj (International Development Association)
JPY	-	Japanski jen
KfW	-	Njemačka banka za obnovu i razvoj (KfW Development Bank)
KWD	-	Kuvajtski dinar
MMF	-	Međunarodni monetarni fond (International Monetary Fund)
MTDS AT	-	Analitički alat za izradu Srednjoročne Strategije upravljanja dugom (Medium Term Debt Management Strategy - Amalitical Tool)
MTDS	-	Srednjoročna strategija upravljanja dugom (Medium Term Debt Management Strategy)
PJI	-	Program javnih investicija
RP	-	Ratna potraživanja
RS	-	Republika Srpska
SAR	-	Saudijski rijal
SASE	-	Sarajevska berza-burza vrijednosnih papira (Sarajevo Stock Exchange)
SDR	-	Specijalna prava vučenja (Special Drawing Rights)
SDŠ	-	Stara devizna štednja
USD	-	Američki dolar (United States Dollar)
WB	-	Svjetska banka (World Bank)

SAŽETAK

Upravljanje vladinim dugom je proces donošenja i izvršenja strategije upravljanja vladinim dugom u cilju prikupljanja potrebnog iznosa finansijskih sredstava, ispunjavanja ciljeva vezanih za rizik i troškove, kao i ispunjavanje svih ostalih ciljeva upravljanja dugom koje vlada utvrdi, kao što su razvoj i održavanje efikasnog domaćeg tržišta za vladine vrijednosne papire. Srednjoročna strategija upravljanja dugom operacionalizira te ciljeve i predstavlja plan kojeg vlada namjerava implementirati u srednjoročnom periodu u cilju postizanja željene strukture portfolija svog duga, koja odražava vladine preference u smislu balansa između troškova i rizika.

Prezentirana Strategija upravljanja dugom za period 2016-2018 (u daljem tekstu: Strategija) predstavlja sažetak glavnih načela i smjernica za politike upravljanja dugom Vlade FBiH u posmatranom periodu. Pripremljena je u skladu sa smjernicama MMF i WB za izradu srednjoročne strategije upravljanje dugom i međunarodnim dobrim praksama. Uz uvažavanje uticaja i ograničenja iz vanjskog i domaćeg makroekonomskog okruženja i druge potencijalne rizike, Strategija opisuje planove finansiranja vladinog duga u narednim godinama, te indikativne mjere i alate koji će koristiti za dostizanje usvojenih strateških ciljeva.

U prvom i drugom dijelu ovog dokumenta ukratko je predstavljen zakonodavni i institucionalni okvir za upravljanje dugom Vlade Federacije BiH, te ciljevi i obuhvat Strategije.

U trećem i četvrtom dijelu opisana je struktura portfolija duga, te su identificirani ključni faktori rizika koji su svojstveni postojećem portfoliju duga Vlade FBiH. U makroekonomskom okviru predstavljena je makroekonomska situacija u FBiH, BiH i zemljama u okruženju, te opisana očekivanja i trendovi u narednom periodu. Strategija se temelji na pretpostavkama datim u Dokumentu okvirnog budžeta 2016-2018, Budžetu FBiH za 2015. godinu, te Programu javnih investicija FBiH 2016-2018.

Šesti dio navodi glavne izvore sredstava koji su dostupni Vladi FBiH u narednom periodu, uključujući njihove osnovne karakteristike, ograničenja i rizike koje su svojstveni navedenim instrumentima. Slijedom toga, date su i smjernice za upravljanje dugom Vlade FBiH, uključujući i glavne strateške ciljeve koji su postavljeni u narednom periodu. Tu je dat i kratak pregled mjera koje treba poduzeti za ostvarivanje postavljenih ciljeva.

U posljednjem dijelu ovog dokumenta navedene su aktivnosti koje će se provoditi u cilju implementacije Strategije i koje podrazumjevaju unapređenja i poboljšanja komunikacije sa učesnicima na tržištu, te dokumente i ključne informacije vezane za dug i zaduživanje koje će biti objavljivane na web stranici FMF (<http://www.fmf.gov.ba>). Javno objavljivanje ovih dokumenta i njihova dostupnost široj javnosti, predstavlja ključni faktor u osiguranju transparentnosti upravljanja javnim dugom i daljem unapređenje komunikacije sa kreditorima i investitorima u vrijednosne papire FBiH. Kako bi se osigurala dosljednost i konzistentnost sa vladinim politikama Strategija će biti revidirana i ažurirana svake godine, u okviru budžetskog procesa, a po potrebi i češće ukoliko dođe do značajnijih promjena na tržištu i makroekonomskom okruženju.

1. PRAVNI I INSTITUCIONALNI OKVIR

Kompleksnost postojećeg ustavnog uređenja BiH rezultirala je uspostavljanjem višestrukog zakonodavnog i institucionalnog okvira za upravljanje dugom na svim nivoima vlasti u BiH. Zakon zaduživanju, dugu i garancijama Bosne i Hercegovine („Službeni glasnik BiH“ br. 52/05 i 103/09) daje ovlaštenja entitetima i Distriktu (Federacija Bosne i Hercegovine, Republika Srpska i Distrikt Brčko) da sklapaju ugovore o zaduživanju s vanjskim kreditorima po osnovu direktnog duga uz prethodno odobrenje Parlamentarne skupštine BiH (član 49), u skladu sa uslovima iz Ustava BiH. Procedure ugovaranja novih vanjskih državnih zajmova sadržane su u članu 39. (nosilac obaveze BiH), a procedure otplate vanjskog državnog duga u članu 50. navedenog Zakona.

U skladu sa Zakonom o dugu, zaduživanju i garancijama u Federaciji Bosne i Hercegovine („Službene novine FBiH“, br. 86/07, 24/09 i 44/10) (u daljem tekstu: „Zakon o dugu u FBiH“) FBiH se može zaduživati u zemlji i u inostranstvu u domaćoj ili stranoj valuti. FMF je nadležno za provođenje procedure zaduživanja i upravljanje dugom FBiH. Prema članovima 51. i 52. istog zakona, FMF je jedini organ nadležan za pripremu i potpisivanje garancija FBiH.

Zakonom o dugu u FBiH su definisani i limiti zaduživanja za ukupni javni dug FBiH, koji se konsolidira na nivou FMF prema federalnom Zakonu o dugu (član 7.): “Federacija se može dugoročno zadužiti ako u vrijeme zaduživanja iznos servisiranja duga, kompletnog unutrašnjeg i vanjskog duga i garancija koji dopijeva svake naredne godine, uključujući i servisiranje predloženog novog zaduživanja i svih zajmova za koje je Federacija izdala garancije, uz limite iznosa duga kantona navedene u paragrafu 2 ovog člana, ne prelazi 18 procenata konsolidiranih prihoda Federacije i Kantona ostvarenih u prethodnoj fiskalnoj godini.” Zakon je također definirao da je Federalno ministarstvo finansija jedini javni subjekt odgovoran za upravljanje dugom u FBiH (član 4.).

Zakonom o dugu u FBiH jasno je propisano u koje svrhe se FBiH može zadužiti na vanjskom ili unutrašnjem tržištu, te izdati garancije. Prema članu 19. ovog Zakona FBiH se na domaćem tržištu može zadužiti u sljedeće svrhe:

1. finansiranje budžetskog deficita proizišlog iz gotovinskog toka,
2. finansiranje budžetskog deficita FBiH,
3. finansiranje kapitalnih investicija,
4. refinansiranje ukupnog ili dijela neizmirenog duga FBiH,
5. plaćanje garancija FBiH u potpunosti ili djelimično,
6. plaćanje obaveza po osnovu unutrašnjeg duga

Nadalje, član 38. Zakona o dugu u FBiH propisuju da se FBiH može zadužiti na vanjskom tržištu u svrhu:

1. finansiranja budžetskog deficita FBiH,
2. refinansiranja i restrukturiranja neizmirenog unutrašnjeg i vanjskog duga FBiH,
3. plaćanja garancija FBiH u potpunosti ili djelimično,
4. plaćanja troškova servisiranja duga FBiH, uključujući i povezane troškove,
5. finansiranja kapitalnih projekata,
6. restrukturiranja i konsolidovanja javnih preduzeća i podrške finansijskim institucijama u većinskom vlasništvu Vlade FBiH.

Pored toga, članom 53. Zakona o dugu u FBiH utvrđeno je da se garancije FBiH mogu izdati samo u sljedeće u svrhe:

1. finansiranja kapitalnih investicija
2. restrukturiranja i konsolidovanja javnih preduzeća i podrške finansijskim institucijama u većinskom vlasništvu Vlade FBiH.

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

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

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

2. CILJEVI I OBUHVAT STRATEGIJE UPRAVLJANJA DUGOM

2.1. Ciljevi upravljanja dugom

Zakonom o dugu u FBiH ciljevi upravljanja dugom nisu definirani, niti je ranije postojala zvanična strategija za upravljanje dugom FBiH. Međutim, u cilju zadovoljenja finansijskih potreba Vlade FBiH, FMF je i prethodnih godina identificiralo poželjne strategije upravljanja dugom, te u skladu s tim nastojalo provoditi politike zaduživanja. Zbog nerazvijenog domaćeg tržišta duga, i niza drugih ograničenja takva politika zasnivala se na maksimiziranju koncesionalnog duga. Provođenje politike koncesionalnog zaduživanja ima svoje dobre i loše strane. Pozitivne se ogledaju u smanjenim troškovima servisiranja duga i osiguranju njegove održivosti, a negativne u generiranju značajnog valutnog rizika i potpunog zanemarivanja razvoja domaćeg tržišta. Osim navedenog, koncesionalno zaduživanje nosi sa sobom uslovljavanje i vezano je direktno za investicione projekte što smanjuje sposobnost Vlade FBiH da neovisno odlučuje o smjernicama razvoja FBiH.

U cilju razvoja krivulje prinosa i produljenja ročnosti domaćeg duga, emitovanjem dugoročnijih vrijednosnih papira na domaćem tržištu, početkom 2011. godine postavljen je i drugi a odnosio se na razvoj domaćeg tržišta vrijednosnih papira.

Uvažavajući trenutnu fiskalnu i ekonomsku politiku Vlade FBiH, te rezultate analiza alternativnih strategija, ključni ciljevi upravljanja dugom Vlade FBiH u periodu 2016.-2018. godine su:

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

2.2. Obuhvat Strategije

Srednjoročna strategija upravljanja dugom Vlade FBiH za period 2016.-2018. godine obuhvata portfolio duga kojim upravlja Vlada FBiH, a koji je odobrio Parlament FBiH odnosno ukupni vanjski i unutrašnji dug FBiH, uključujući i onaj dio duga koji je ugovoren radi prosljeđivanja krajnjim korisnicima (finansijskim institucijama, javnim kompanijama, kantonima i lokalnim zajednicama) i ukupan unutrašnji dug Vlade Federacije BiH.

U portfoliju duga Vlade FBiH postoji jedna unutrašnja garancija FBiH izdata 2010. godine za JP Željeznice FBiH i jedna vanjska podgarancija izdata za JKP Vodovod i kanalizacija doo Tuzla, u periodu koji je obuhvaćen Strategijom ne očekuje se aktiviranje ovih garancija, te stoga nisu uključene u njen obuhvat.

3. PORTFOLIO VLADINOG DUGA

Struktura portfolija duga Vlade FBiH u skladu je sa implicitnom strategijom upravljanja dugom koja se primjenjuje već duži niz godina. Zbog nerazvijenog domaćeg tržišta vrijednosnih papira i niza drugih ograničenja, ta se politika sastojala od maksimiziranja vanjskog koncesionalnog zaduživanja, što ujedno i objašnjava niske implicirane kamatne stope za portfolio vanjskog duga Vlade FBiH od 1,4%.

Tabela 1. Ukupan dug Federacije BiH na dan 31.12.2014. godine

Opis	Vanjski dug	Unutrašnji dug	Ukupni dug
Iznos (u mil BAM)	5.143,90	888,13	6.032,03
Iznos (u mil. USD)	3.198,12	552,17	3.750,30
Nominalni dug kao % BDP-a ¹	29,14	5,00	34,14

Vanjski dug u FBiH iznosio je 5.143,90 mil. BAM (3.198,12 USD) ili 85,27% ukupnog portfolija duga, a unutrašnji preostalih 14,73% ili 888,13 mil. BAM (552,17 USD) što na kraju decembra 2014. godine ukupno iznosi 6.032,03 mil. BAM (3.750,30 USD) ili 34,14 % BDP-a FBiH (Tabela 1.).

3.1. Struktura unutrašnjeg duga

Unutrašnji dug FBiH je dug nastao u skladu sa zakonom i dug nastao emisijom dužničkih vrijednosnih papira i na dan 31.12.2014. godine iznosi 888,13 mil. BAM (552,17 mil USD). Unutrašnji dug sastoji se od tržišnih i netržišnih instrumenata.

Tržišni instrumenti su trezorski zapisi i obveznice koje je FBiH putem aukcija počela izdavati 2011. i 2012. godine, respektivno. U periodu od 2011.-2014. godine održano

¹ Izvor podatka za BDP u 2015. godini, Dokument okvirnog budžeta za Federaciju Bosne i Hercegovine za razdoblje 2016 -2018 godine

je 22 aukcije trezorskih zapisa i 7 aukcija obveznica. Na aukcijama je izdato 530 mil. BAM trezorskih zapisa različite ročnosti (3, 6, 9 i 12 mjeseci), dok je na aukcijama obveznica izdato 310 mil. BAM ročnosti od 2, 3 i 5 godina. Netržišni instrumenti su obveznice koje se izdaju direktno po osnovu verifikovanih obaveza za staru deviznu štednju i ratna potraživanja. Ove obveznice imaju zakonom utvrđen rok dospeljeća i kamatnu stopu od 2,5%.

Tržišni vrijednosni papiri su registrirane u Registru vrijednosnih papira u FBiH i kotiraju na Sarajevskoj berzi-burzi vrijednosnih papira. Na kraju 2014. godine preostalo je 390,00 mil. BAM (242,47 mil. USD) neotplaćenih obaveza po osnovu emitovanih tržišnih vrijednosnih papira i 446,00 mil BAM (277,29 mil. USD) po osnovu netržišnih vrijednosnih papira.

Tabela 2. Struktura unutrašnjeg duga na kraju 2014. godine

		2011	2012	2013	2014
					u mil. BAM
I.	Ukupan unutrašnji dug	818,12	870,16	795,83	888,13
1.	Netržišni instrumenti	715,48	667,79	552,30	446,00
	Obveznice SDŠ	524,19	477,78	357,90	251,60
	Obveznice RP	191,29	190,01	194,40	194,40
2	Tržišni instrumenti	90,00	190,00	220,00	390,00
	Trezorski zapisi	90,00	60,00	50,00	100,00
	Obveznice	0,00	130,00	170,00	290,00
3.	Obaveze bivšeg FMO	12,64	12,37	12,37	12,20
	Dobavljači	7,36	7,36	7,33	7,28
	Plaće	5,28	5,01	5,04	4,92
4.	Ostalo	0,00	0,00	11,16	39,93

Izvor: Federalno ministarstvo finansija-financija

3.2. Struktura vanjskog duga

Vanjski dug se sastoji od zajmova ugovorenih putem instrumenta prosljeđivanja od strane države BiH 4.098,40 mil. BAM (79,67% ukupno neotplaćenog vanjskog duga) što je bio glavni izvor vanjskog finansiranja prethodnih deset godina; direktnog vanjskog duga (dug ugovoren direktno s vanjskim kreditorima) u iznosu od 93,40 mil. BAM (1,8%) i vanjskog duga naslijeđenog od bivše Jugoslavije (restrukturiranje duga Pariškom klubu i restrukturiranje duga komercijalnim bankama ili Londonskom klubu i drugi, kao što su dug IBRD-u) u iznosu od 952,10 mil. BAM (18,51%).

FBiH se uglavnom zadužuje kod multilateralnih institucija (73% ukupnog neotplaćenog duga). Najveći multilateralni kreditori su Svjetska banka (IDA i IBRD) na koju otpada 30,8% ukupnog vanjskog duga, nakon čega slijede EIB (16,3%), MMF (13,1%), i EBRD (11,0%). Među bilateralnim kreditorima, na Pariški i Londonski klub otpada 14,4%, dok na ostale bilateralne kreditore otpada 14,5% ukupnog vanjskog duga.

Tabela 3. Vanjski dug prema kreditorima na kraju 2014. godine u mil. BAM

	Kreditor	Ukupno	%	Stari dug ²	Novi dug ³
1	WB	1.583,01	30,8%	211,84	1.371,17
2	EIB	836,02	16,3%	0,00	836,02
3	MMF	672,91	13,1%	0,00	672,91
4	EBRD	563,51	11,0%	0,00	563,51
5	Pariški klub	509,20	9,9%	509,20	0,00
6	Londonski klub	231,06	4,5%	231,06	0,00
7	Evropska komisija	148,64	2,9%	0,00	148,64
8	Vlada Španije	138,60	2,7%	0,00	138,60
9	Saudijski fond	79,18	1,5%	0,00	79,18
10	Vlada Portugala	62,57	1,2%	0,00	62,57
11	Ostali	319,20	6,2%	0,00	319,20
12	UKUPNO	5.143,90	100,0%	952,10	4.191,80

Izvor: Federalno ministarstvo finansija-financija

4. RIZICI TRENUTNOG PORTFOLIJA DUGA FEDERACIJE BiH

4.1 Karakteristike troškova i rizika portfolija duga Federacije BiH

Ukupan portfolio duga ima relativno nisku ponderisanu prosječnu kamatnu stopu od 1,4 % (Tabela 4.). Kod unutrašnjeg duga niska ponderisana prosječna kamatna stopa rezultat je omjera obveznica emitiranih za staru deviznu štednju i ratna potraživanja koje imaju nisku kamatnu stopu, kao i trezorskih zapisa. Kod vanjskog duga, prosječna kamatna stopa je niska i iznosi 1,4% ali će se vjerovatno u srednjoročnom periodu povećati, obzirom da Bosna i Hercegovina više nema pristupa izuzetno koncesionalnom zaduživanju pod IDA uslovima. Očekuje se da će se postojeći nizak nivo varijabilne kamate povećati.

4.2 Rizik refinansiranja

Rizik refinansiranja je veći za unutrašnji dug i koncentriran je na kratki i srednji rok. Profil otplate (Slika 1.) naginje ka kratkom i srednjem roku. Prosječno vrijeme dospjeća (ATM) za unutrašnji dug je 2,6 godina, u poređenju s 7,6 godina za vanjski dug. Relativno kraće prosječno dospjeće unutrašnjeg duga se objašnjava omjerom T-zapisa, obveznica s kratkim rokom dospjeća (2-3 godine) i obveznica s dužim dospjećem, ali s amortizacionom otplatom. Kao rezultat toga, 35% unutrašnjeg duga dospjeva za 1 godinu, u poređenju s 5,7% vanjskog duga.

² „Stari“ dug: vanjski državni dug nastao prije 02.04.1992. godine, odnosno dug koji je Bosna i Hercegovina preuzela kao naslijeđene međunarodne obaveze, nastale do 02.04.1992. godine, a koje su nakon pregovora sa ino-povjericima rekonstruisane i reprogramirane.

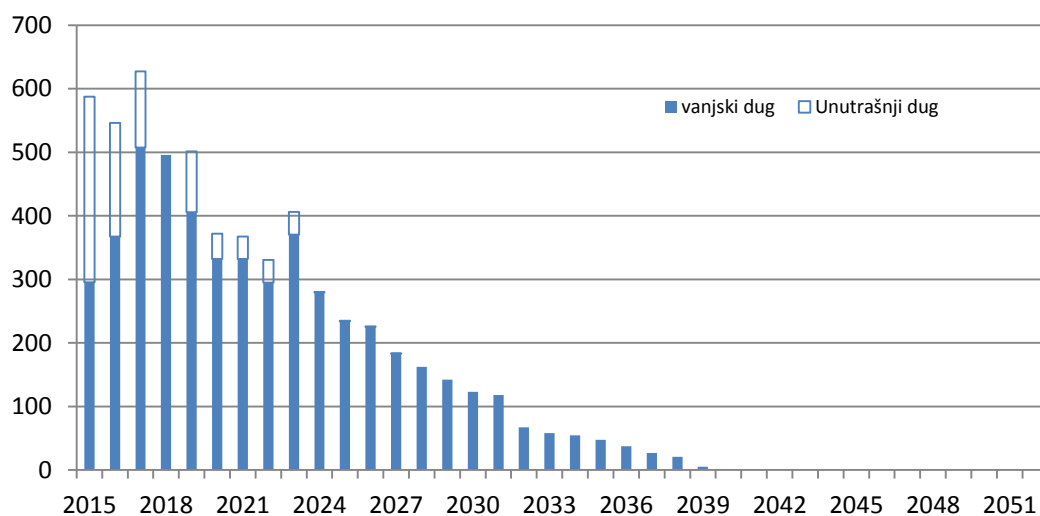
³ „Novi“ dug: vanjski dug nastao poslije 14.12.1995. godine

Tabela 4. Indikatori troškova i rizika duga FBiH na dan 31.12.2014. godine

Indikatori rizika		Vanjski dug	Unutrašnji dug	Ukupni dug
Iznos (u mil. USD)		3.228,5 ⁴	519,4 ⁵	3.747,8
Nominalni dug kao % BDP-a		28,5	4,6	33,1
Sadašnja vrijednost kao % BDP-a		23,9	4,6	28,4
Troškovi duga	Ponderisana prosječna kamata (%)	1,4	2,0	1,4
Rizik refinansiranja	ATM (godine)	7,6	2,6	6,9
	Dospjeće duga u 1 god (% ukup.)	5,7	35,0	9,7
Kamatni rizik	ATR (godine)	4,7	2,6	4,4
	Refiksiranje duga u 1 g (% ukup.)	50,3	35,0	48,2
	Dug s fiksnom kamatom (% ukup.)	51,5	100,0	58,3
Valutni rizik	Devizni dug (% ukupnog duga)			86,1
	Kratkoročni devizni dug (% rezervi)			3,7

Izvor: MTDS AT

Slika 1. Profil otplate duga FBiH na dan 31.12.2014. godine (mil. BAM)

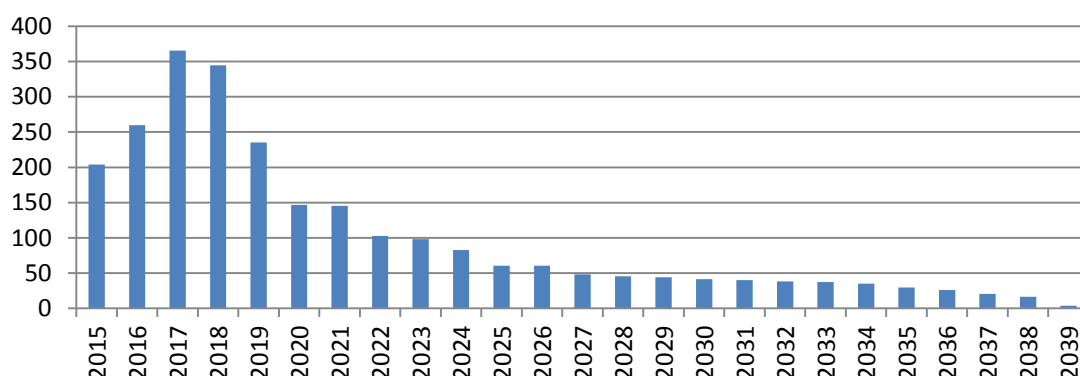


Izvor: MTDS AT

⁴ Iznos vanjskog duga koji je analiziran u analitičkom alatu je veći od podatka u Informaciji o vanjskom i unutrašnjem dugu Federacije na dan 31.12.2014. godine za 47,5 mil. BAM (cca 30 mil USD). Obavještenje o povlačenju kredita za Projekat koridor Vc zaprimljeno je poslije zaključenja glavne knjige trezora.

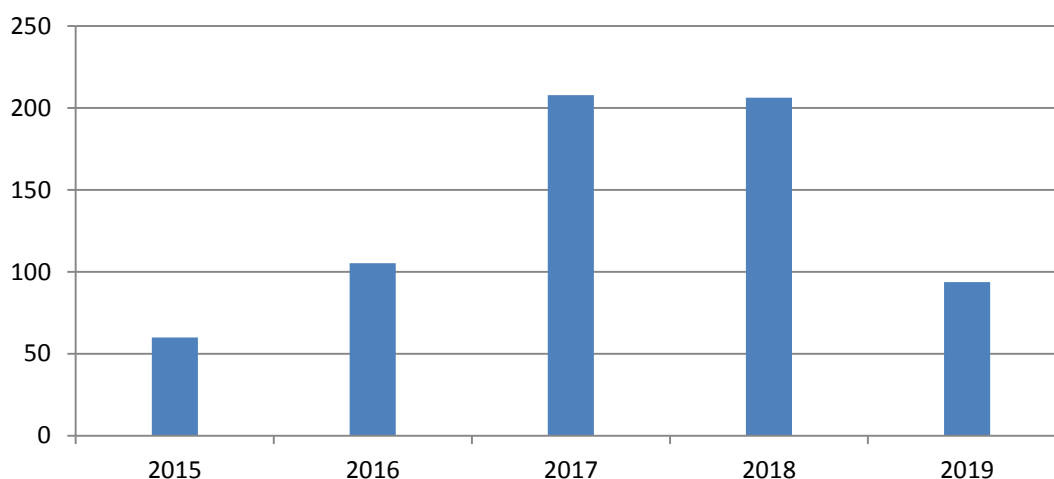
⁵ Podatak o unutrašnjem dugu je manji od podatka Informaciji o vanjskom i unutrašnjem dugu Federacije na dan 31.12.2014. godine za 52,96 mil. BAM (cca 37 mil USD). Riječ je o iznos koji je verifikovan po osnovu SDŠ i RP ali nisu emitovane obveznice po osnovu tih obaveza.

Slika 2. Profil otplate duga FBiH sa promjenjivim kamatnim stopama, (mil. BAM)



Izvor: Federalno ministarstvo finansija-financija

Slika 3. Profil otplate duga FBiH prema MMF-u, (mil.BAM)



Izvor: Federalno ministarstvo finansija-financija

Kako bi se ovaj rizik ublažio potrebno je kreirati određene rezerve likvidnosti koje će se koristiti isključivo za plaćanje duga. U periodu 2016-2018 Vlada FBiH će nastojati da produži ročnost ukupnog duga kako bi se ublažila koncentracija kratkoročnog duga te maksimalno koristiti koncesionalno zaduživanje s ciljem minimiziranja rizika refinansiranja.

4.3 Kamatni rizik

Rizik kamatne stope je velik za vanjski dug. Oko polovine vanjskog duga i preko četvrtine unutrašnjeg duga imaju kamatnu stopu koja se refiksira unutar 1 godine (Tabela 5.). Razlog tako visokog procenta vanjskog duga koji se refiksira je u tome što je skoro pola portfolija vanjskog duga po varijabilnoj kamatnoj stopi. Povećanje referentne kamatne stope za 1 procentni poen, povećalo bi otplatu duga za cca 15 mil. USD godišnje. Prosječno je potrebno 4,7 godine za refiksiranje kamatne stope za vanjski dug, u poređenju s 2,6 godine za unutrašnji dug.

Tabela 5. Struktura kamatnih stopa vanjskog duga Federacije BiH

Visina fiksne kamatne stope	Stanje duga kraj 2014. u mil.BAM	Referentna kamatna stopa	Stanje duga kraj 2014 u mil.BAM
0-1%	1,655.44	3M USDLIBOR	3.91
1-2%	571.89	3M EURIBOR	3.94
2-3%	180.99	6M EURIBOR	1,670.75
3-4%	125.74	6M USDLIBOR	144.64
5% i više	142.33	6M CIBOR	0.32
UKUPNO	2.676,49	6M STIBOR	0.58
		6MGBP LIBOR	0.66
		KfW kamatna stopa	17.39
		MMF kamatna stopa	672.91
		UKUPNO	2.515,10

Tabela 6. Struktura kamatnih stopa na unutrašnji dug

Visina fiksne kamatne stope	Stanje duga kraj 2014 u mil.BAM
0-1%	39.74
1-2%	59.41
2-3%	433.81
3-4%	40.00
5% i više	262.49
UKUPNO	835,17

Izvor: Federalno ministarstvo finansija-financija

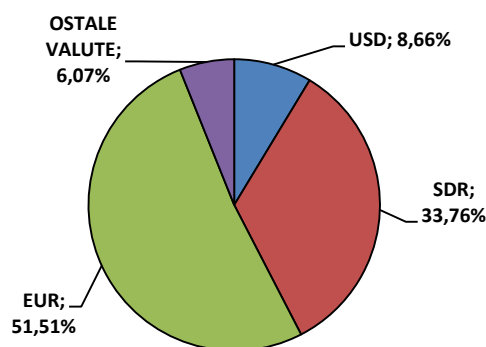
Slijedom navedenog, rizik kamatne stope je veoma izražen, što znači da će se troškovi finansiranja duga mijenjati u skladu sa promjenama kamatnih stopa na tržištu. Kao mjera koja će se primijeniti u cilju smanjivanja ove vrste rizika će biti izbor kredita sa fiksnom kamatnom stopom, gdje god uslovi kreditora to dozvoljavaju, te pomjeranje učešća kredita sa fiksnom kamatnom stopom u odnosu na promjenjivu kamatu.

4.4 Valutni rizik

Kompozicija duga između domaće i strane valute pruža korisne informacije o valutnoj izloženosti portfolija duga FBiH, odnosno valutnom riziku portfolija duga. Veće učešće stranog duga u portfoliju u odnosu na domaći dug govori da je portfolio podložan promjenama u slučaju promjene deviznih kurseva, te se negativno odnosi na troškove po osnovu servisiranja obaveza.

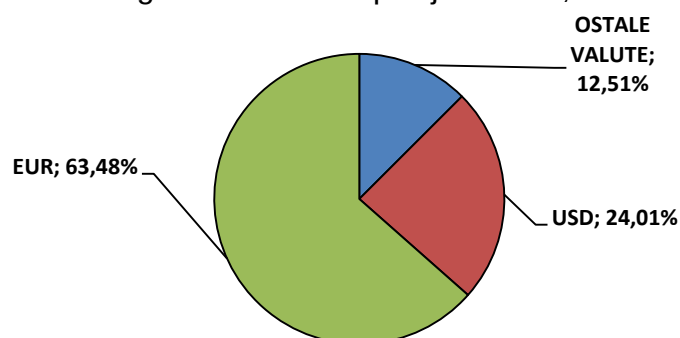
Glavne strane valute u strukturi vanjskog duga FBiH su: EUR (51,51%), Specijalna prava vučenja-SDR (33,76%) i USD (8,66 %).

Slika 4. Valutna struktura portfolija duga na dan 31.12. 2014. godine



Dekompozicijom SDR-a⁶ na valute iz kojih je sastavljen, udio EUR valute raste na 63,48% ukupnog vanjskog duga, dok bi udio USD u tom slučaju iznosio 24,01%. Dakle, imajući u vidu navedeno, kao i činjenicu da domaća valuta BAM ima fiksni kurs sa EUR valutom (Currency Board), i da nema naznaka da postoji namjera za napuštanje istog, može se zaključiti da se valutni rizik odnosi na nešto preko 36% portfolija koji je podložan valutnom riziku.

Slika 5. Valutna struktura duga nakon dekompozicije SDR-a, na dan 31.12. 2014.



Analizirajući troškove servisiranja obaveza po osnovu vanjskog duga, uzimajući u obzir kurseve valuta na kraju 2013. godine, te prosječno ostvareni kurs razmjene valuta tokom servisiranja obaveza u 2014. godini može se doći do zaključka da su samo po osnovu promjene kursa USD i SDR u 2014. godini po osnovu servisiranja obaveza stvarni troškovi veći za cca 6 mil. BAM veći u odnosu na kurs iz 2013. godine. Ukoliko usporedimo kurseve na kraju godine 2013. i 2014. godine ta razlika bila bi i veća, i iznosi preko 10 mil. BAM, što se može vidjeti u narednoj tabeli.

Tabela 7. Odnos troškova servisiranja obaveza u odnosu na kurs valuta mil. BAM

OPIS	Iznos servisa obaveza u 2014. U mil.	Kursna lista 31/12/2013	Vrijednost u mil.BAM kurs 31/12/2013	Kursna lista 31/12/2014	Vrijednost u mil.BAM kurs 31/12/2014	Razlika u mil. BAM
USD	32,57	1.42	46,22	1.61	52,39	6,17
SDR	101,46	2.19	221,96	2.23	226,25	4,29
UKUPNO			268,18		278,64	10,46

⁶ Obračunska valuta MMF-a i nekih drugih kreditora. Sastoji se od 41,9 % USD (Američkog dolara), 37,4 % EUR-a, 9,4 JPY (Japanski Yen) i 11,3 % GBP (Funta Velike Britanije).

U cilju eliminisanja ili smanjenja navedenog rizika potrebno je, gdje god je to moguće i gdje su kreditori omogućili izbor valute zaduženja, preferirati valutu EUR. Obzirom da je BiH u standby aranžmanu sa MMF, te da je valuta zaduženja SDR, neophodno je voditi računa o izboru kreditora kod donošenja odluka o finansiranju javnih investicija.

4.5 Potencijalne obaveze

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

4.5.1 Garancije

Vlada FBiH izdala je 2010. godine garanciju za JP Željeznice FBiH po osnovu sindiciranog kredita u iznosu od 78,9 BAM. Stanje duga na 31.12.2014. godine po navedenoj garanciji iznosi 51,9 mil. BAM. Budući da je kredit po ovoj garanciji, pored drugih instrumenata osiguranja, osiguran i novčanim tokom transfera iz budžeta FBiH koji se u skladu sa relevantnim zakonima redovno planiraju u budžetu FBiH, rizik aktiviranja ove garancije je veoma nizak.

Pored navedene, izdata je i vanjska podgarancija za JKP Vodovod i kanalizacija doo Tuzla na iznos od 5,8 mil EUR (vanjska garancija Bosne i Hercegovine). Neotplaćeni dug po ovoj podgaranciji na kraju 2014. godine iznosio je 2,32 mil EUR.

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

4.5.2 Preuzimanje obaveza krajnjih korisnika

Zakon o dugu u FBiH jasno propisuje da dug kantona, gradova, općina i javnih kompanija ne predstavlja dug FBiH i da FBiH neće biti odgovorna za njihov dug. Ipak, trenutna finansijska pozicija nekoliko kantona, općina i javnih kompanija kojima je FBiH prosljedila kredite ukazuje na moguće teškoće u servisiranju njihovih obaveza prema Vladi FBiH. U vezi sa navedenim, Vlada FBiH će, ukoliko to ocjeni za potrebnim, donijeti propise o načinu preuzimanja ili reprogramiranja dugova krajnjih korisnika.

5. MAKROEKONOMSKI OKVIR

Nakon rasta nominalnog BDP od 2,6%, kao i realnog BDP od 0,7%, u 2013. godini, nominalni BDP za 2014. godinu iznosio je 18,1 milijardi BAM sa nominalnim rastom od 0,6%, dok je realni BDP za 2014. godinu također iznosio 18,1 milijardi BAM sa realnim rastom od svega 0,6%. Prema projekcijama za 2015. i 2016. godinu nominalni BDP bi trebao imati intenzivniji rast od 3,4%, odnosno 4,5%, dok bi rast realnog BDP iznosio 2,6% u 2015. godini i 3,2% u 2016. godini. Kako nominalni, tako i realni BDP

svoj rast bi nastavili i u narednom periodu, što bi rezultiralo stopom od 6,2% nominalnog rasta, odnosno stopom od 4,4% realnog rasta u 2018. godini⁷.

U FBiH je u 2014. godini zabilježena deflacija od 0,7% g/g. U godinama koje slijede očekuje se stabilan i umjeren rast cijena hrane, nafte i gasa, te se pretpostavlja da bi se inflacija u FBiH kretala od 1% u 2016. godini, pa 1,3% u 2017. godini i 1,5% u 2018. godini.

Tabela 8. Makroekonomski pokazatelji za FBiH⁸ za period 2015 - 2018. godine

Indikator	2015	2016	2017	2018
Javni prihodi (uklj. grantove)	1,674	1,778	1,927	1,990
Primarni rashodi javnog sektora	1,940	2,159	1,722	1,512
Rashodi javnog sektora	2,041	2,265	1,820	1,601
Izdaci za kamate	101	106	98	89
Devizne rezerve (mil.USD) ⁹	5,309	5,309	5,309	5,309
BDP (Nominalni)	18,712	19,559	20,665	21,945

Ekonomski rast koji je projiciran u zemljama, ekonomskim partnerima BiH i FBiH, iz regije kao i rast u eurozoni i Evropskoj uniji trebao bi pozitivno uticati na jačanje ekonomskog rasta BiH tokom 2015 – 2016. godine. Uzimajući u obzir navedeno, realno je očekivati jačanje izvoza i industrijske proizvodnje, što bi dovelo do zaustavljanja trenda uvećanja broja nezaposlenih, te njegovog smanjenja. Pored toga, realno je očekivati i poboljšanje tekućih i kapitalnih priliva iz inostranstva.¹⁰

Očekivano postepeno povećanje broja zaposlenih i realnih plata nošeno proizvodnjom i izvozom, rast tekućih priliva iz inostranstva, direktnih stranih ulaganja i sl. trebali bi dovesti do rasta finalne potrošnje od 1,7% i investicija od 8,3% u 2015. godini, dok se u isto vrijeme očekuje rast izvoza od 6,8%. U 2016. godini finalna potrošnja bi se trebala povećavati realnom stopom od 1,8%, a investicije stopom od 7,4%, dok slijedi usporavanje realnog rasta izvoza na stopu od 6%. S druge strane, visok realni rast uvoza od 8,2% u 2014. Godini, koji je u velikoj mjeri bio posljedica povećane uvozne zavisnosti bi trebao biti umanjen u narednom periodu. Otuda je projiciran znatno niži uvozni rast od 5,7% u 2015. godini, odnosno 4% u 2016. godini. Time je, obzirom na relativno stabilan rast domaće tražnje, pojačan ukupan ekonomski rast u ovom periodu.

U periodu 2017 – 2018. godine očekuje se daljnje postepeno jačanje ekonomskog rasta u BiH i to prvenstveno kao posljedica sve povoljnijeg eksternog okruženja. Tako je za 2017. godinu projiciran rast od 3,6% nakon čega slijedi daljnje ubrzavanje rasta

⁷ Dokument okvirnog budžeta 2016-2018, Federalno ministarstvo finansija-financija

⁸ Izvršena procjena FMF-a na osnovu procentualnog učešća FBiH u BDP-u Prema podacima iz Godišnjeg biltena "Bosna i Hercegovina u brojevima 2013." Agencija za statistiku BiH, Sarajevo mart 2014. i na osnovu podataka DEP-a iz materijala: "DOB makroekonomske projekcije 2016-2018" Sarajevo, mart 2015. godine.

⁹ Izvor podataka: Centralna Banka BiH Bilten 4 2014.godine, mart 2015

¹⁰ Dokument okvirnog budžeta 2016-2018, Federalno ministarstvo finansija-financija

na 4,4% u 2018. godini. Slično kao i u prethodnih par godina, očekuje se da bi ovo ubrzavanje rasta trebalo biti prvenstveno nošeno domaćom tražnjom uz zanemariv uticaj bilansa vanjske trgovine.

Aranžman valutnog odbora koji je ustanovljen Zakonom o CBBH i dalje pruža podršku monetarnoj stabilnosti i održavanju niske inflacije u zemlji. Devizne rezerve su i tokom 2014. godine ostale na zadovoljavajućem nivou. Doznake iz inostranstva su i dalje značajan izvor finansijskog priliva BiH. Doznake su se tokom krize održale i ostale značajan dio stranog finansiranja u iznosu od 14% BDP-a u 2014. godini. Primarni javni rashodi, koji uključuju i kapitalne izdatke, će se povećati za 32% u 2015. godini u odnosu na 2014. godinu prije nego što počnu padati nakon toga iznosiće prosječno 11% BDP-a tokom projiciranog perioda. Glavni rizici za ostvarenje ovih projekcija su vezani za (ne)ostvarivanje pretpostavki iz vanjskog sektora vezano za ekonomski rast u okruženju, kretanje svjetskih cijena sirovina, vremenske prilike i sl.

Tabela 9. Bosna i Hercegovina: Makroekonomski rizici i implikacije po strategije upravljanja dugom ¹¹

Rizik po sektorima	Vjerovatnost rizika	Implikacije po upravljanje dugom
Realni sektor		
- Rast	Srednja	Slaba vanjska potražnja ili veća finansijska nestabilnost bi mogli smanjiti potencijal za rast, što bi dovelo do poteškoća u fiskalnoj politici i rezultiralo većim zaduživanjem.
Fiskalni sektor		
- Održivost duga	Srednja	Pritisak na rastuće rashode i kapitalne investicije bi povećao finansijske potrebe. Štaviše, potencijalne obaveze bilo iz bankarskog sektora ili državnih preduzeća bi mogle dovesti do povećanja bruto finansijskih potreba i troškova finansiranja i pogoršanja fiskalnog bilansa. Možda će se morati pribjeći većem domaćem zaduživanju.
Platni bilans		
- Vanjska potražnja/kurs valuta	Srednja do visoka	Spor globalni rast, posebno u EU, može smanjiti izvoz i i FDI, dovodeći do pristiksa na devizne rezerve, obzirom na aranžman valutnog odbora. Možda će se morati ići na vanjsko zaduživanje.
Inflacija		
- Cijene roba/kurs valuta	Srednja do mala	Sadašnja deflacija, ako ne dođe do preobrata tog trenda, može uzrokovati dalje probleme s već velikom stopom nezaposlenosti. Veća inflacija bi mogla povećati troškove servisiranja duga.
Finansijski sistem		
- Sveukupno stanje	Srednja	Agencije za bankarstvo su obavile stres-test nekih od manjih banaka i banke koje nisu dobro prošle trebaju povećati rezerve kapitala. ¹²

¹¹ Grupa Svjetske banke

¹² Dalji pregled NPL-ova će se obaviti zajednički s MMF-om, te će se provesti brojne mjere u koordinaciji s osobljem MMF-a.

6. IZVORI FINANSIRANJA

U ovom dijelu data je evaluacija izvora finansiranja koji su na raspolaganju Vladi FBiH i procjena njihovog potencijala u periodu 2016-2018.

6.1. Vanjski izvori finansiranja

Portfolio vanjskog duga Vlade FBiH pokazuje da koncesionalni zajmovi (sa grant elementom preko 35%) čine najveći dio ukupnog vanjskog duga, a glavni izvor takvog finansiranja (preko 73%) čine multilateralne institucije. Identificirani izvori sredstava koji stoje na raspolaganju Vladi FBiH i s njima povezani rizici su prezentirani u Tabeli 10.

Vanjska finansijska sredstva koja stoje na raspolaganju BiH u periodu 2016-2018 procjenjuju se na 3,0 milijarde BAM (2,1 milijardi USD), od čega se 49% odnosi na zajmove sa koncesionalnim uslovima. Uzimajući u obzir troškove i rizike ugovaranja ovakvih zajmova, Vlada FBiH će nastaviti sa politikom zaduživanja putem BiH kod multilateralnih institucija, a procjene ukazuju da bi se 65% potreba moglo zadovoljiti finansiranjem iz multilateralnih izvora. Međutim, zbog prestanka pristupa BiH IDA sredstvima, portfolio vanjskog finansiranja će se pomjeriti prema manje koncesionalnom finansiranju.

Vlada FBiH je za naredne 3 godine osigurala ugovaranje finansiranja s multilateralnim i bilateralnim kreditorima koje će pokriti značajan dio potreba za razvojne programe i projekte. Ugovorena a neangažovana sredstva na kraju decembra 2014. godine iznosila su 889,10 mil BAM, pored toga, u postupku odobravanja nalazi se dodatnih 1,9 mlrd BAM. Ostali vanjski finansijski izvori će vjerovatno biti kvazi-koncesionalni. Sastoje se od bilateralnih zajmova od identificiranih kreditora za finansiranje određenih infrastrukturnih projekata, kao što su projekti izgradnje cesta, autocesta i energetskih objekata. Kod budžetske podrške, MMF i Svjetska banka i dalje ostaju primarni izvori finansiranja u narednom periodu.

U periodu 2016-2018 Vlada FBiH nije planirala izlazak na međunarodno tržište kapitala putem emisije obveznica. U slučaju neočekivanog rasta finansijskih potreba u posmatranom periodu, Vlada FBiH će razmotriti opciju djelomično garantovanih kredita u saradnji sa Svjetskom bankom – IBRD (partial credit guarantee).

Tabela 10. FBiH: Pregled vanjskih izvora finansiranja (2016- 2018. godina)

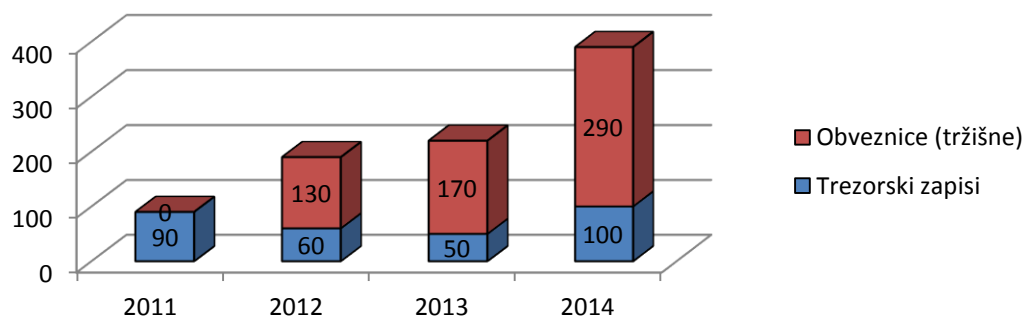
Rb	Naziv kreditora	Kamatna stopa	Grace period	Rok otplate	Valuta	Isplata u mil. USD	%	Rizici
1	IBRD	Fiksna ili varijabilna	5-10	18-30	EUR	60,67	6,53	Rizik refiksiranja za varijabilnu
2	EIB	Fiksna ili varijabilna	4-5	25	EUR	173,28	18,66	Rizik refiksiranja za varijabilnu
3	MMF ¹³	Varijabilna	4	10	SDR	330,00	35,53	Rizik refiksiranja, refinansiranja, i valutni rizik
4	EBRD	Fiksna ili varijabilna, 6-m EURIBOR+1%	3-5	12-15	EUR	62,00	6,68	Rizik refiksiranja za varijabilnu
5	Kuvajtski fond	Fiksna, 2%	5	25	KWD	0,00	0,00	Valutni rizik
6	Saudijski fond	Fiksna, 1% - 2%	5	25	SAR	27,30	2,94	Valutni rizik
7	OPEC fond	Fiksna, 2%	10	20	USD	29,18	3,14	Valutni rizik
8	CEDB	Fiksna ili varijabilna	5	10	EUR	48,64	5,24	Rizik refiksiranja za varijabilnu
9	IFAD	Fiksna, 0,75%	10	30	SDR	7,60	0,82	Rizik refiksiranja, refinansiranja, i valutni rizik
10	Austrija	Fiksna	3 do 7,5	10 - 15	EUR	18,57	2,00	
11	KfW	Fiksna	2,5 - 10	12 - 20	EUR	171,46	18,46	
	UKUPNO					928,72	100,00	

Izvor: Federalno ministarstvo finansija-financija

6.2. Domaći izvori finansiranja

Domaće tržište vladinog duga je relativno malo i nerazvijeno, ali trend pokazuje da ono ipak raste, prilagođavajući se finansijskim potrebama Vlade FBiH.

Slika 6. Stanje duga po osnovu tržišnih vrijednosnih papira 2011-2014

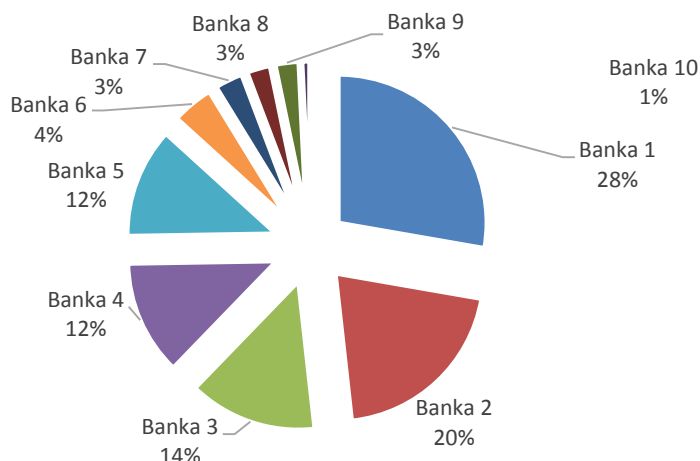


Izvor: Federalno ministarstvo finansija-financija

¹³ Navedeno se odnosi na Prošireni aranžman (Extended Fund Facility)

Domaće komercijalne banke su trenutno najveći investitori u trezorske zapise i obveznice Vlade FBiH. Međutim, budući da banke vrijednosne papire kupljene na primarnom tržištu čuvaju do dospelosti, ovim papirima trenutno se ne trguje na sekundarnom tržištu. Na kraju 2014. godine vlasnici trezorskih zapisa Vlade FBiH u 100% iznosu bile su domaće komercijalne banke, i to one sa sjedištem u FBiH. Struktura vlasnika trezorskih zapisa na kraju 2014. godine prikazana na slici 7. pokazuje ujednačenu disperziju izloženosti banaka prema ovom instrumentu Vlade FBiH.

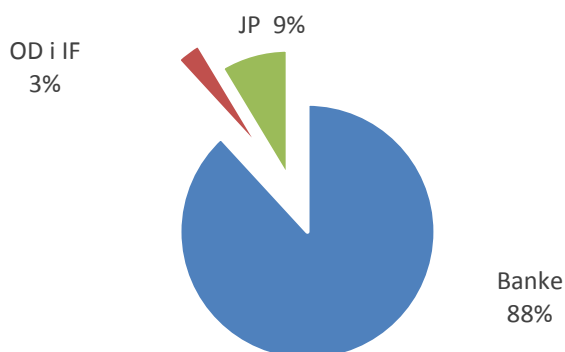
Slika 7. Struktura vlasnika trezorskih zapisa na kraju 2014. godine po bankama



Izvor: Federalno ministarstvo finansija-financija

Iako su komercijalne banke najznačajniji investitori i u obveznice, interes za ulaganje u dugoročnije plasmane iskazuje i nebankarski sektor (investicioni fondovi, osiguravajuća društva, i drugi). Za razliku od trezorskih zapisa, struktura vlasnika tržišnih obveznica FBiH na kraju 2014. godine prikazana na slici 8. pokazuje neujednačen interes banaka i drugih investitora za ulaganje u tržišne obveznice.

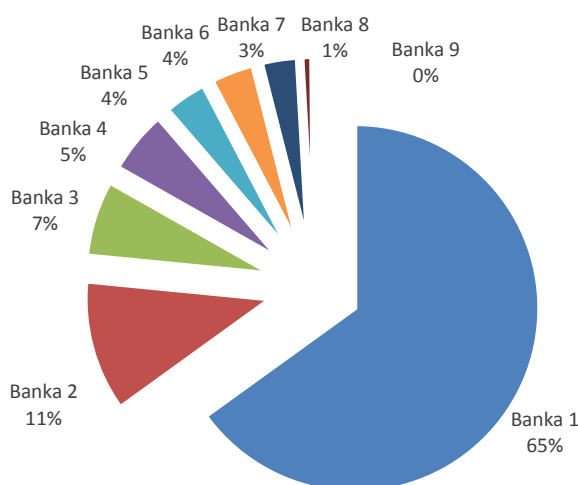
Slika 8. Struktura vlasnika obveznica FBiH na kraju 2014. godine po sektorima



Izvor: Federalno ministarstvo finansija-financija

Na kraju 2014. godine bankarski sektor je držao 88% obveznica Vlade FBiH izdatih putem aukcija, javna preduzeća 9%, dok se ostalih 3% bilo u vlasništvu investicionih fondova i osiguravajućih društava. Navedena slika pokazuje da su najveći investitori u obveznice Vlade FBiH domaće komercijalne banke. Ovakva pojava se može objasniti i činjenicom da je FBiH emitovala dugoročne obveznice za staru deviznu štednju i ratna potraživanja. Ovim obveznicama se trguje na sekundarnom tržištu, a vlasnici su ih prodali uz diskont zbog čega su investitori ostvarivali značaj prinos (iznad 8%), što je za posljedicu imalo manji interes za ulaganje u tržišne obveznice Vlade FBiH koje nose znatno manji prinos.

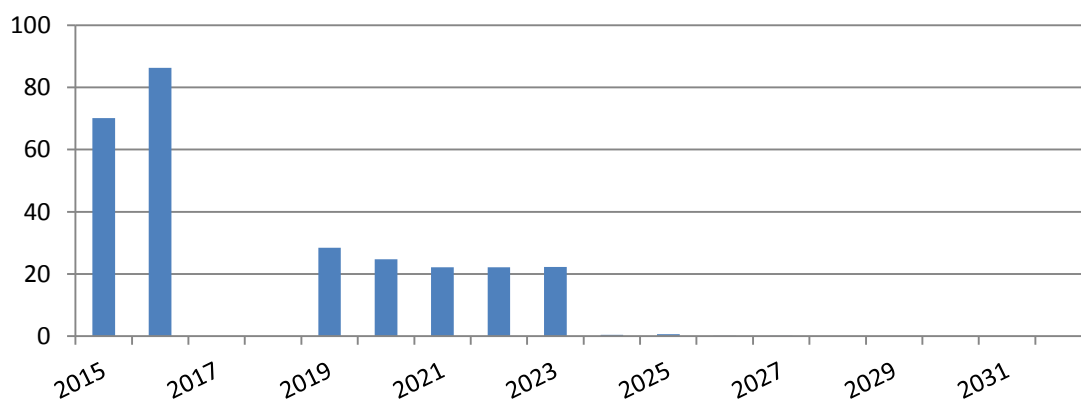
Slika 10. Struktura vlasnika obveznica FBiH na kraju 2014. godine po bankama



Izvor: Federalno ministarstvo finansija-financija

Pregled dospelja obveznica po osnovu stare devizne štednje i ratnih potraživanja prikazan je na slici 9.

Slika 9. Profil otplate duga FBiH po osnovu stare devizne štednje i ratnih potraživanja

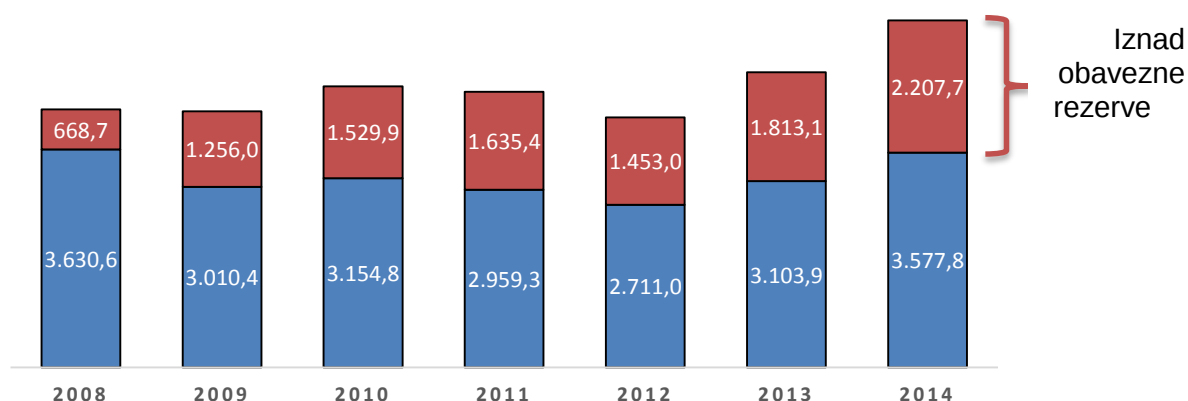


Izvor: Federalno ministarstvo finansija-financija

Dospijanjem značajnog dijela obveznica stare devizne srednje u 2015. i 2016. godini doći će do stvaranja pretpostavki za razvoj sekundarnog tržišta obveznica čiji razvoj je prisustvo ovih instrumenata do sada kočilo.

Uzimajući u obzir trenutnu bankocentričnost domaćeg tržišta duga, zastoje u reformi penzionog sistema, i druge ograničavajuće faktore koji utiču na mogućnost proširenja baze investitora, potencijalni izvori finansiranja uglavnom će ovisiti o likvidnosti bankarskog sektora, ročnom strukturom depozita i investicionim politikama banaka. Trenutno, banke imaju značajan višak likvidnosti, koji se mjeri sredstvima iznad zahtjeva za obaveznom rezervom u BAM položenom u CBBiH. Na ova sredstva banke ostvaruju veoma malu kamatu zbog niskih kamatnih stopa u EUR za koji je BAM vezana. Na kraju 2014. godine višak likvidnosti je iznosio preko 2,2 milijarde BAM, a slika 11. pokazuje dinamiku kretanja rezervi koje su komercijalne banke držale kod CBBiH. Razlog ovako visokog iznosa rezervi komercijalnih banaka je može biti i visok nivo loših kredita koji iznosi cca 15%.

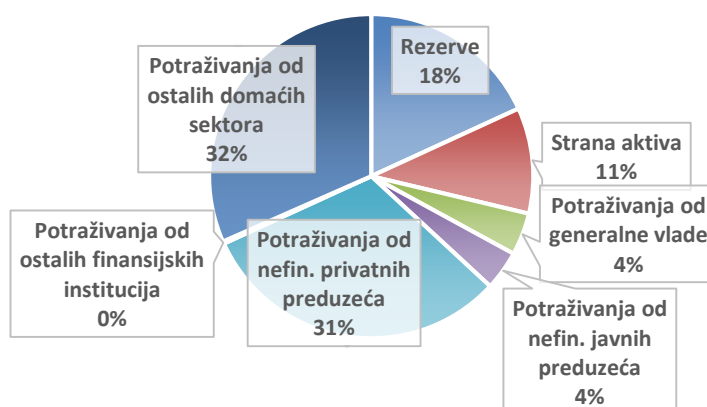
Slika 11. Pregled držanja rezervi komercijalnih banaka kod CBBiH



Izvor: CBBH

Međutim, gotovo sve banke su u stranom vlasništvu i imaju stroge limite izloženosti prema enitetskim vladama. Od 27 banaka koje posluju u BiH, samo 10 banaka, i to onih sa sjedištem u FBiH, aktivno učestvuje na aukcijama trezorskih zapisa i obveznica Vlade FBiH, a neke od njih su se približile odobrenim limitima izloženosti prema Vladi FBiH. Ipak, za Vladu FBiH ti limiti izloženosti ne predstavljaju bitno ograničenje i nastavak skromnog programa domaćeg zaduživanja, koji se zasniva na refinansiranju postojećeg tržišnog duga putem trezorskih zapisa i obveznica, može se provesti bez većih problema. Aktiva banaka u FBiH na kraju 2014. godine iznosila je 17.382 mil. BAM, a njena struktura prikaza je na sljedećoj slici.

Slika 12. Aktiva banaka u FBiH na kraju 2014. godine



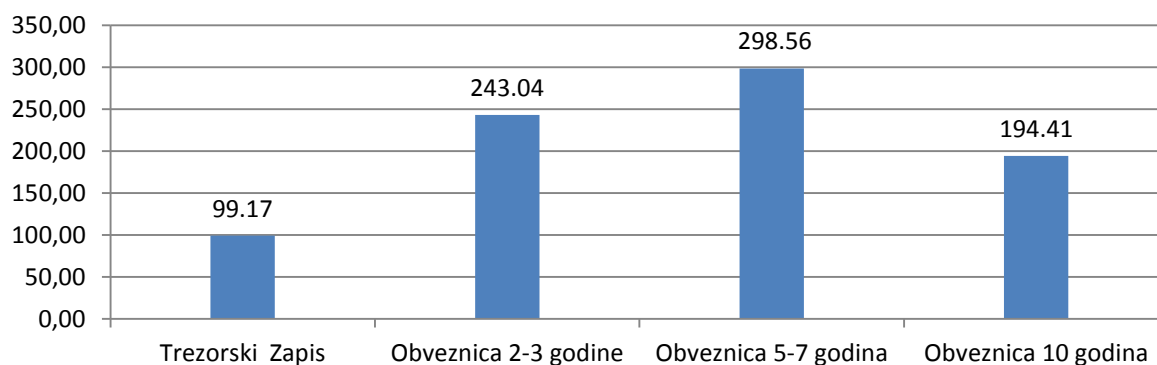
Izvor: CBBH

U namjeri da osigura dalji razvoj domaćeg tržišta vrijednostnih papira transparentnost zaduživanja, Vlada FBiH će nastaviti sa redovnim mjesečnim aukcijama trezorskih zapisa, a nekoliko puta godišnje i obveznica. Mjesečno izdanje trezorskih zapisa (ročnosti 3, 6, 9 i 12 mjeseci) će varirati zavisno od finansijskih potreba trezora za upravljanje likvidnošću. Kod novih izdanja obveznica, pored postojeće ročnosti od 2, 3 i 5 godina, u skladu sa interesima investitora nastojat će se izdati i obveznice ročnosti 7 i 10 godina. Troškovi i rizici ovih instrumenata su rezimirani u tabeli 9.

Tabela 11. Domaći izvori finansiranja

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

Slika 13. Stanje duga po vrijednostnim papirima FBiH na kraju 2014.godine (mil.BAM)



Izvor: Federalno ministarstvo finansija

7. PRETPOSTAVKE CIJENA I OPISI SCENARIJA ŠOKA

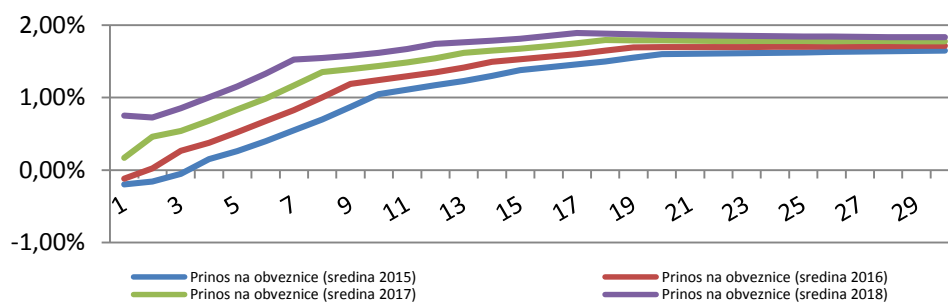
Sačinjena su četiri scenarija, osnovni i tri scenarija šoka sa pretpostavakama visine kamatnih stopa i kursa za period 2015.-2018. godina. Analizirana su tri scenarija rizika, uključujući po jedan odvojeni kamatni i valutni, te jedan kombinovani kamatno-valutni.

Iako je to postala uobičajna praksa u regiji, BiH još uvijek nije počela izdavati euroobveznice. Obzirom da Federacija BiH, odnosno Bosna i Hercegovina u ime entiteta, nema namjeru izlaziti na međunarodno finansijsko tržište u posmatranom periodu, nisu rađene procjene troškova i rizika za jednu takvu emisiju.

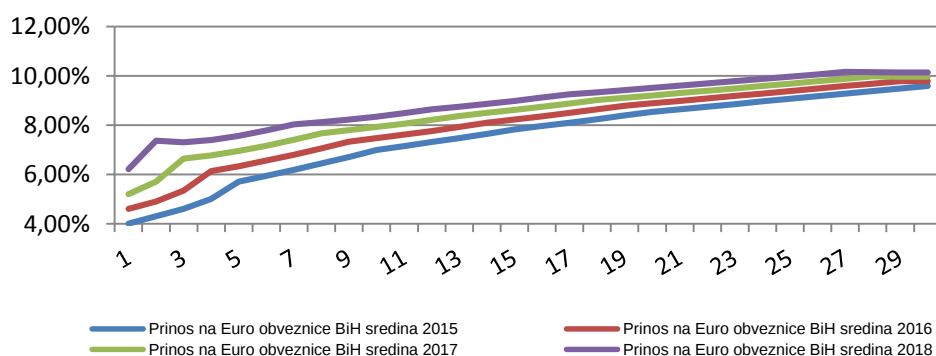
Procijena očekivanih prinosa i budućih prinosa za emisiju obveznica BiH u EURO valuti (Slika 14), rađena je na osnovu sadašnjih prinosa na euroobveznice koje su emitirale Albanija, Crna Gora, kao zemlje koje imaju kreditni rejting sličan kreditnom rejtingu BiH, i Njemačkih obveznica kao referentnih prinosa. BiH ima kreditni rejting B od S&P i B3 od Moody's. U regiji Albanija ima B, odnosno B1. Crna Gora ima nešto bolji kreditni rejting BB-, odnosno Ba3.

Navedene procjene su, obzirom da se radi o jedinstvenom ekonomskom prostoru, prihvaćene u dogovoru sa Ministarstvom finansija RS, Direkcijom za finansije DB i Ministarstvom finansija i trezora BiH, te su navedene projekcije korištene prilikom analize. Pretpostavka je da će razlika (spread) između 6m EURIBOR (6m LIBOR) i njemačke jednogodišnje obveznice (američke jednogodišnje obveznice) biti jednaka kroz cijeli period. Za kredite po fiksnoj kamatnoj stopi primjenjena je ista metodologija koja je korištena za procjene stopa LIBOR i EURIBOR.

Slika 14. Prinos na Njemačke obveznice različitih ročnosti (sredina 2015.)

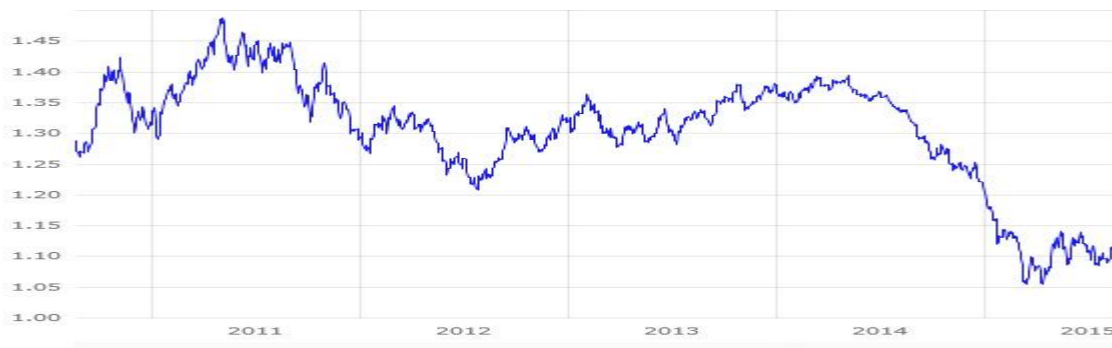


Slika 15. Procijenjena krivulja prinosa obveznica BiH u EURO valuti (sredina 2015.)



Valuta BiH vezana za EUR putem aranžmana valutnog odbora, glavni valutni rizik u portfoliju duga predstavlja nestabilnost EUR u odnosu na ostale strane valute, uglavnom USD. Kurs USD/EUR je istorijski relativno nestabilan (Slika 16).¹⁴

Slika 16. Kurs USD/EUR



Budući kurs USD/EUR se može mehanički izračunati iz krivulje prinosa ili iz diferencijala inflacije. To bi ukazalo na jačanje EUR i BAM u odnosu na USD. Međutim, imajući u vidu izgled tržišta, istoriju i MMF-ove prognoze, prilikom izrade Strategije FMF se vodilo konzervativnim pristupom, te je pretpostavljen fiksni odnos između valuta EUR i USD tokom cijelog perioda, jer je sa slike 14. vidljivo da je nakon deprecijacije EUR-a u odnosu na USD došlo do stabilizacije kursa navedenih valuta.

7.1. Scenario nepredviđenih događaja (Šok scenario)

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

- 1) Šok deviznog kursa: (pod pretpostavkom 7,2% od osnovne linije)
 - Mali šok: 20% deprecijacije u odnosu na USD
 - Veliki šok: 30% deprecijacije u odnosu na USD
- 2) Kamatni šok:
 - Mali šok: 3,0% na kratkoročne vanjske i unutrašnje instrumente (1,5% na 2-3g na obveznice) u drugoj godini perioda (2016),
 - Veliki šok: 4,0% na kratkoročne vanjske i unutrašnje instrumente (2% na 2-3g na obveznice) u drugoj godini perioda (2016).
- 3) Kombinacija dva mala šoka (devizni i kamatni)

¹⁴ MMF-ove prognoze inflacije za eurozonu i U.S. ukazuju na manje jačanje EUR u poređenju s USD u iznosu od 1,5% u periodu 2015.-17. g. Ipak, tržišni akteri smatraju da će EUR oslabiti u odnosu na USD zbog smanjenja monetarne stimulacije u US i povećanja monetarne stimulacije u eurozoni. Tokom protekla tri mjeseca EUR je oslabio u odnosu na USD za više od 7 procenata.

Tabela 12. 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	Fix	Koncesionalni	20	5	Strana	USD
EUR_2	Koncesionalni EUR Fiksni	Fix	Koncesionalni	20	5	Strana	EUR
USD_3	Koncesionalni USD Varijabilni	Var	Koncesionalni	15	4	Strana	USD
EUR_4	Koncesionalni EUR Varijabilni	Var	Koncesionalni	15	4	Strana	EUR
USD_5	MMF SBA USD Varijabilni	Var	Koncesionalni	10	5	Strana	USD
BAM_6	T zapis DX Fiksni	Fix	Tržni	1	0	Domaća	BAM
BAM_7	3y T obveznica DX Fiksni	Fix	Tržni	3	2	Domaća	BAM
BAM_8	5 T obveznica DX Fiksni	Fix	Tržni	5	4	Domaća	BAM
BAM_9	10y T obveznica DX Fiksni	Fix	Tržni	10	9	Domaća	BAM
BAM_10	2y T obveznica DX Fiksni	Fix	Tržni	2	1	Domaća	BAM
BAM_11	7y T obveznica DX Fiksni	Fix	Tržni	7	6	Domaća	BAM
BAM_12	Komercijalni kredit fiksni	Fix	Tržni	7	1	Domaća	BAM

Izvor: MTDS AT

Analizom portfolija duga FBiH, makroekonomskih pretpostavki za posmatrani period kao i potencijalnih izvora finansiranja FMF je napravilo nekoliko alternativnih scenaria i strategija zaduživanja, te definisalo poželjnu strategiju zaduživanja u periodu koji obuhvata ova Strategija i čiji su indikatori rizika izabranog portfolija prikazani u tabeli 13.

Tabela 13. Usporedba trenutnih indikatora rizika portfolija i rizika izabrane strategije

Indikatori rizika		2014	2018
		Trenutni portfolio	Izabrana strategija
Nominalni duga (% BDP-a)		33,3	30,6
Sadašnja vrijednost (% BDP-a)		27,0	25,7
Ponderisana prosječna kamata (%)		1,33	2,1
Rizik refinansiranja	ATM Vanjski dug (god.)	7,6	7,2
	ATM Unutrašnji dug (god.)	2,6	2,8
	ATM Ukupni dug (god.)	6,9	6,7
Kamatni rizik	ATR (godine)	4,4	4,1
	Dug koji se refiksira u 1 g (% ukupnog)	48,2	44,6
	Dug po fiksnoj kamati (% ukupnog)	58,3	60,8
Valutni rizik	Devizni dug (% ukupnog)	86,1	88,6
	Kratkoročni devizni dug (% rezervi)	3,7	4,9

7.2. Opis alternativnih strategija zaduživanja

Vanjsko zaduživanje Federacije BiH pretežno se koristi za finansiranje razvojnih programa i kao podrška budžetima. U većini slučajeva, to su projekti sa unaprijed identificiranim kreditorima i sa već poznatim uslovima, te je time ograničena mogućnost pregovaranja finansijskih uslova zajma. Tim ograničenjima treba upravljati u kombinaciji s ograničenjima opisanim za domaće finansiranje, da bi se ublažili ranije identificirani rizici. U tom kontekstu su razrađene četiri strategije, kako slijedi:

Strategija 1 (S1) Povećati EUR Varijabilni instrument uz razvoj domaćeg tržišta kapitala: Zahtjevi za zaduživanjem su vođeni potrebom za finansiranje očekivanih razvojnih programa i budžetske podrške. Finansiranje razvojnih projekata do 2018. godine procijenjeno je na 1.669 mil. BAM. Određeni vanjski izvori finansiranja su okvirno identificirani. Razvojni projekti bi se trebali finansirati po uslovima koji pretežno obuhvataju varijabilne kamatne stope u EUR valuti. Budžetska podrška će se finansirati iz tekućih sredstava, MMF-a i putem emisije trezorskih zapisa, te emisijom trogodišnjih, petogodišnjih i sedmogodišnjih tržišnih obveznica u obimu koji osigurava dalji razvoj domaćeg tržišta.

Strategija 2 (S2) Povećati EUR Fiksni instrument, zadržati razvoj domaćeg tržišta i produžiti otplatu MMF-a: U okviru ove strategije predviđeno je zaduživanje od vanjskih kreditora po uslovima fiksne kamatne stope, tamo gdje je moguće, u valuti EUR. Budžetska podrška će se finansirati iz tekućih sredstava, MMF-a počevši od 2016. godine, kroz povoljnije uslove - veći grace period i veću ročnost otplate glavnice, putem emisije tržišnih trezorskih zapisa, te emisijom trogodišnjih, petogodišnjih i sedmogodišnjih tržišnih obveznica.

Strategija 3 (S3) Intenzivan razvoj domaćeg tržišta kapitala: Kako je jedan od ciljeva upravljanja dugom Vlade FBiH razvoj domaćeg tržišta kapitala, ova strategija predviđa povećanje udjela domaćeg finansiranja uz prestanak finansiranja budžetske podrške iz vanjskih izvora. Ovom strategijom očekuje se tokom vremena povećanje udjela domaćeg zaduživanja postojećim instrumentima, te emisija 10-godišnjih tržišnih obveznica.

Strategija 4 (S4) Status quo: Posljednja strategija je nastavak zaduživanja koje je izvršeno tokom 2014. godine. Podrazumijeva veći udio izvora sa varijabilnim kamatnim stopama u valutama EUR i USD. Ostatak deficita finansirat će se emisijama vrijednosnih papira na domaćem tržištu kapitala (trezorski zapisi, trogodišnje i petogodišnje obveznice), te nastavkom provedbe Stand-by aranžmana sa MMF-om.

7.3. Analiza troškova i rizika alternativnih strategija zaduživanja

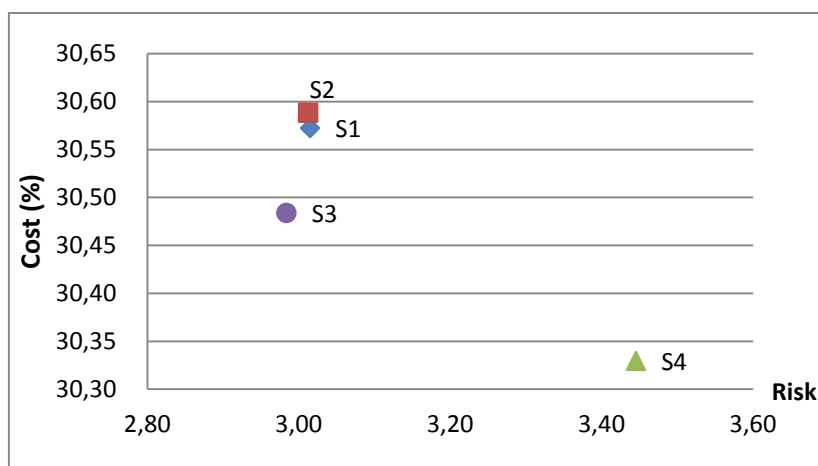
Učinak predložene četiri strategije je procijenjen po osnovnom i scenariju šoka. Dva ključna indikatora troškova (Dug/BDP i Kamata/BDP) izračunati su kako bi se odredio odnos između troškova i rizika različitih strategija. Omjer dug/BDP je bitan kad se analiziraju promjene veličine neotplaćenog duga zbog promjena valutnog kursa i kamatne stope, uzimajući u obzir efekat vrijednosti. Plaćanje kamate/BDP daje procjenu potencijalnog uticaja svake strategije na vladin budžet. Rizik date strategije

je razlika između njenih troškova po scenariju rizika, odnosno scenarij šoka u odnosu na osnovni scenarij. Ishod s maksimalnim rizikom u tri gore opisana scenarija stresa je korišten za izračunavanje rizika svojstvenog svakoj od strategija.

U vezi omjera dug/BDP, trošak servisiranja duga je najosjetljiviji na promjene kamatnih stopa. Dug sa visokim kamatnim stopama generiše tokom vremena veći troškove duga, odnosno povećava potrebe za refinansiranjem. S4 ima najmanje troškove (Slika 18.) zbog strukture duga u kojoj dominira vanjsko zaduživanje po varijabilnim kamatnim stopama, u odnosu na ostale tri strategije koje imaju znatno veći procenat fiksnog zaduživanja i zaduživanja na domaćem tržištu, tako da su skuplje zbog viših kamatnih stopa. S3 strategija je skuplja jer predviđa intenzivno zaduživanje na domaćem tržištu kapitala, čime se povećava udio domaćeg duga u ukupnom dugu. S2 najmanje je rizična u odnosu na ostale strategije i ima neznatno veće troškove u odnosu na S1 i S3. Iako S1 i S2 imaju isti omjer vanjskog i unutrašnjeg duga, S2 ima veći udio zaduživanja po fiksnim kamatnim stopama te je zbog toga malo skuplja.

Najveći rizik za portfolio u okviru sve četiri strategije predstavlja valutni rizik, koji je najosjetljiviji na mogući rast valuta (šok od 30%). Stoga portfolio koji ima najveći udio vanjskog duga sa najvećim procentom ne-eurskih valuta je najrizičniji. S2 je najmanje rizična strategija zbog visokog udjela domaćeg zaduživanja i EUR valute u vanjskom dugu. S4 je najrizičnija jer ima nizak udio domaćeg duga i visok procenat ne-eurskih valuta u vanjskom dugu. S1 i S2 imaju približno jednak rizik zbog toga što imaju jednak omjer domaćeg i vanjskog duga, kao i isti omjer eurskih i ne-eurskih valuta kod vanjskog duga.

Slika 17. Učešće duga u BDP-u

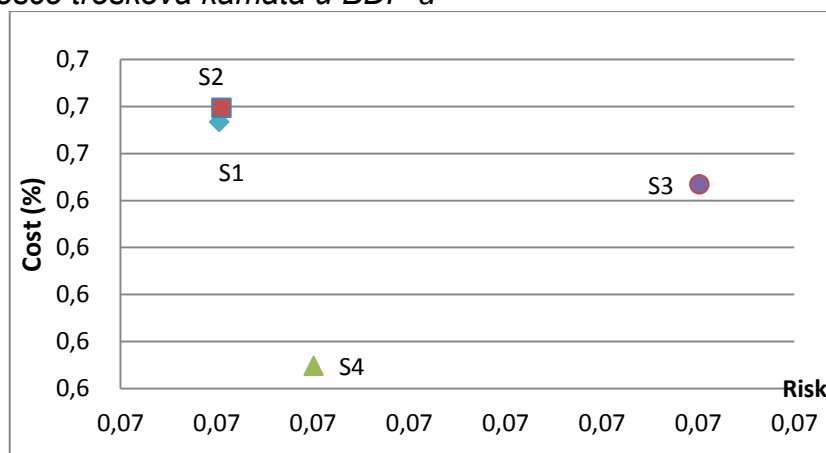


Izvor: MTDS AT

Kada je riječ o odnosu kamata/BDP, troškovi i rizici određeni su kamatnom strukturom portfolija i kreditnim uslovima novih zaduživanja u posmatranom periodu. S4 ima najniže troškove na kamate (Slika 18.), iz razloga što ima najveći udio vanjskog pozajmljivanja po varijabilnim kamatnim stopama. S1 i S2 su najskuplje zbog visokog procenta domaćeg zaduživanja i viših kamatnih stopa na domaća zaduživanja. S1 ima neznatno veće troškove od S2 zbog većeg obima zaduživanja po obveznicama ali je manje rizična zbog fiksnih kamatnih stopa. S4 je najrizičnija zato što ima najveći obim zaduživanja po varijabilnim kamatnim stopama i stoga je podložna većem riziku

refiksiranja. S2 nosi manji rizik zbog većeg udjela fiksnih kamatnih stopa u EUR valuti i domaćem dugu, te je stoga najmanje izložena kamatnom riziku te povećanju troškova kamata u slučaju porasta kamatnih stopa.

Slika 18. Učešće troškova kamata u BDP-u



Izvor: MTDS AT

7.4. Indikatori rizika alternativnih strategija

Budući da odnosi *dug/BDP* i *kamata/BDP* nisu dovoljni za procjenu rizika analizirani je također drugi indikatori kao što su rizik refinansiranja, kamatni rizik i valutni rizik (Tabela 14.).

Tabela 14. Indikatori rizika po strategijama

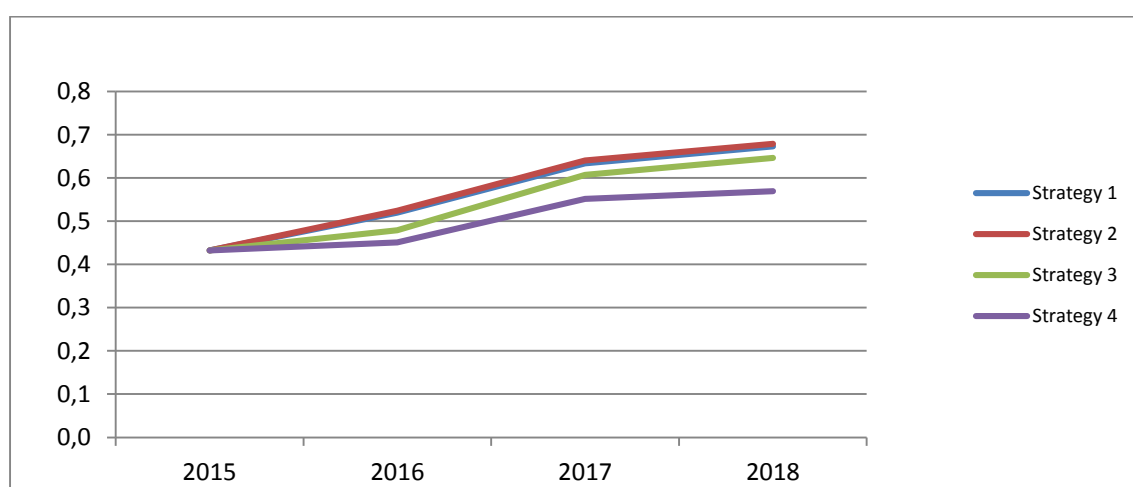
Indikatori rizika		2014	na kraju 2018			
		Trenutni portfolio	S1	S2	S3	S4
Nominalni duga (% u BDP-u)		33,3	30,6	30,6	30,5	30,3
Sadašnja vrijednost (% u BDP-u)		27	25,8	25,7	25,8	26,0
Ponder. prosj. kamata (%)		1,33	2,1	2,1	2,0	1,8
Rizik refinansiranja	ATM Vanjski dug (god.)	7,6	7,2	7,2	7,2	6,8
	ATM Unutrašnji dug (god.)	2,6	2,8	2,8	2,8	2,4
	ATM Ukupni dug (god.)	6,9	6,6	6,7	6,7	6,6
Kamatni rizik	ATR (godine)	4,4	3,9	4,1	3,7	3,2
	Dug koji se refiksira u 1 g (% ukupnog)	48,2	46,5	44,6	51,1	61,1
	Dug po fiksnoj kamati (% ukupnog duga)	58,3	58,9	60,8	54,8	44,0
Valutni rizik	Devizni dug (% ukupnog)	86,1	88,6	88,6	88,9	94,1
	Kratkoročni devizni dug (% rezervi)	3,7	4,9	4,9	4,9	4,9

Izvor: MTDS AT

Poredeći indikatore rizika predloženih strategija sa rizicima trenutnog portfolija duga, vidi se smanjenje udjela duga prema BDP-u, iako se izlazi iz pozajmljivanja po uslovima IDA što bi trebalo dovesti do povećanja učešća umjesto smanjenja. Prosječna kamatna stopa u svim strategijama je viša od trenutne iz pomenutih razloga

(nemogućnost posuđivanja po uslovima IDA-e), ali je kod preferirane strategije niža u odnosu na ostale alternativne strategije. Poredeći strategije međusobno, može se reći da S2 strategija ima najduže prosječno vrijeme do dospeljeća (ATM) za vanjski dug, zbog toga što su uslovi MMF instrumenta produženi. S2 ima najveći obim zaduživanja po fiksnim kamatnim stopama, te zbog toga smanjuje rizik refiksiranja u odnosu na ostale strategije, što rezultira da je ATR veći u odnosu na ATR ostalih strategija. S2 također smanjuje procenat visine duga koji treba refiksirati u narednoj godini (sa 48,2% na 44,6%) dok je kod ostalih znatno veći. Visina duga sa fiksnom stopom će se povećati na 60,8 % u S2 što je povoljnije u odnosu na ostale strategije. Iako S2 ima najviši udio vanjskog zaduživanja, izloženost valutnom riziku nije visoka, zbog znatnog učešća EUR valute u portfoliju, koji se povećava sa 51% u 2014. na 60% u 2018.godini.

Slika 19. Odnos kamata/BDP-a u predloženim strategijama (šok scenarij)



Izvor: MTDS AT

Tabela 15. Potrebe za finansiranjem u Strategiji 2 u mil. BAM po instrumentima

Ukupno povlačenje po instrumentima		2015	2016	2017	2018
Koncesionalni USD Fiksni	Vanjsko	139	158	46	20
Koncesionalni EUR Fiksni	Vanjsko	144	368	62	53
Koncesionalni USD Varijabilni	Vanjsko	16	0	0	0
Koncesionalni EUR Varijabilni	Vanjsko	234	307	50	74
MMF SBA USD Varijabilni	Vanjsko	0	105	219	217
T zapis DX Fiksni	Domaće	100	140	125	42
3y T obveznica DX Fiksni	Domaće	120	40	50	53
5 T obveznica DX Fiksni	Domaće	120	0	50	32
10y T obveznica DX Fiksni	Domaće	0	0	0	0
2y T obveznica DX Fiksni	Domaće	0	0	0	0
7y T obveznica DX Fiksni	Domaće	70	0	50	0

Izvor: MTDS AT

8. SMJERNICE ZA UPRAVLJANJE DUGOM

Ovo poglavlje opisuje smjernice za aktivno upravljanje portfoliom duga Vlade FBiH u srednjeročnom periodu. U namjeri da se osiguraju sredstva za likvidnost budžeta, zadovolji tražnja i poveća likvidnost vladinih vrijednosnih papira, u narednom periodu Vlada FBiH će nastaviti sa izdavanjem trezorskih zapisa i obveznica u obimu i dinamici koji će biti konzistentni sa ovom srednjeročnom Strategijom. U toku 2015. godine planirano je bruto izdavanje domaćih vrijednosnih papira u iznosu od 630 mil. BAM. Od toga: Trezorski zapisi u iznosu 320 mil. BAM, trogodišnje obveznice u iznosu 120 mil. BAM i petogodišnje obveznice u iznosu od 120 mil. BAM i sedmogodišnje obveznice u iznosu 70 mil. BAM.

8.1 Sveukupna struktura portfolija duga

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

Smjernice za strukturu ukupnog portfolija duga su sljedeće:

- Održavanje duga u BAM i EUR valuti iznad 60% ukupnog portfolija duga
- Održanje udjela duga s fiksnom kamatnom stopom preko 50% ukupnog portfolija duga
- Vrijeme do dospeljaća ukupnog duga održavati iznad 6,5 godina

8.2 Smjernice za zaduživanje

Glavne smjernice za portfolio duga su sljedeće:

- Prilikom planiranja zaduživanja voditi računa da se održi ravnomjerna struktura otplate po godinama u cilju minimiziranja rizika likvidnosti;
- Radi smanjenja valutnog rizika maksimalno koristiti zaduživanje u EUR i BAM;
- Procenat refinansiranja duga: dug koji dospijeva unutar 12 mjeseci/jedne godine će iznositi maksimalno 15% ukupnog neotplaćenog duga;
- Prosječno ponderisano dospeljeće portfolija duga održavati iznad 6,5 godina

8.3 Kvantitativne strateške mete

Na osnovu trenutno važećeg makroekonomskog okvira (DOB 2016-2018) praćenjem ovakve strategije zaduživanja na kraju 2018. godine mogao bi se očekivati slijedeće stanje indikatora rizika.

- prosječno vrijeme dospeljaća kredita (ATM) ne bi trebalo biti manje od 6,5 godina
- prosječno vrijeme refiksiranja kredita (ATR) ne bi trebalo biti manje od 4 godine
- učešće servisiranja kamata po osnovu duga u prihodima će iznositi manje od 8%.

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

9. KOMUNIKACIJA SA TRŽIŠTEM

FMF će poboljšati komunikaciju sa učesnicima na tržištu putem redovnih sastanaka i objavljivanjem ključnih informacija o dugu i vladinim politikama.

9.1. Srednjoročna strategija upravljanje dugom

FMF će pripremati srednjoročnu strategiju upravljanja dugom koja slijedi vremenski okvir DOB-a i PJI. Srednjoročna strategija upravljanja dugom revidira se i ažurira na godišnjem nivou.

9.2. Godišnji plan zaduživanja

Nakon usvajanja budžeta, FMF će pripremiti i objaviti godišnji plan zaduživanja koji će obuhvatiti opće podatke o planu zaduživanja za narednu fiskalnu godinu, uključujući podatke o planu povlačenja kreditnih sredstava za kapitalna ulaganja, budžetsku podršku i plan izdanja vrijednosnih papira.

9.3. Kvartalni kalendar aukcija

Na kraju svakog kvartala, na web stranici FMF će objaviti kalendar aukcija vrijednosnih papira Vlade FBiH za naredni kvartal. Kalendar aukcija sadrži detaljne informacije o planu izdavanja T-zapisa i obveznica, datumu aukcije, datumu poravnanja, ročnosti instrumenta, i okvirnom iznosu izdanja.

9.4. Obavještenja o aukcijama

Javni pozivi za učešće na aukciji vrijednosnih papira Vlade FBiH će se objavljivati na web FMF stranici najmanje 7 dana prije održavanja aukcije. Rezultati aukcije objavljuju se na web stranici FMF, SASE i agenta emisije obveznica FBiH neposredno nakon održavanja aukcije.

9.5. Publikacije

FMF će na svojoj web stranici objavljivati kvartalne informacije o vladinom dugu i garancijama, koje uključuju informacije o planu servisiranja duga za naredni kvartal, izvršenom plaćanju duga u prethodnom periodu.

Također, na web stranici FMF biće obuhvaćene i sve druge informacije o dugu koje uključuju:

- Relevantno zakonodavstvo za dug i zaduživanje
- Srednjoročnu strategiju upravljanja dugom
- Godišnja informacija o stanju zaduženosti
- Godišnji plan zaduživanja
- Kvartalni kalendar aukcija
- Obavještnjenje o aukcijama i rezultate aukcija
- Kvartalni izvještaj o dugu Vlade Federacije BiH

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

Prilog 3

Srednjoročna strategija upravljanja dugom

Brčko Distrikta Bosne i Hercegovine

DISTRIKT BRČKO

SREDNJOROČNA STRATEGIJA UPRAVLJANJA DUGOM

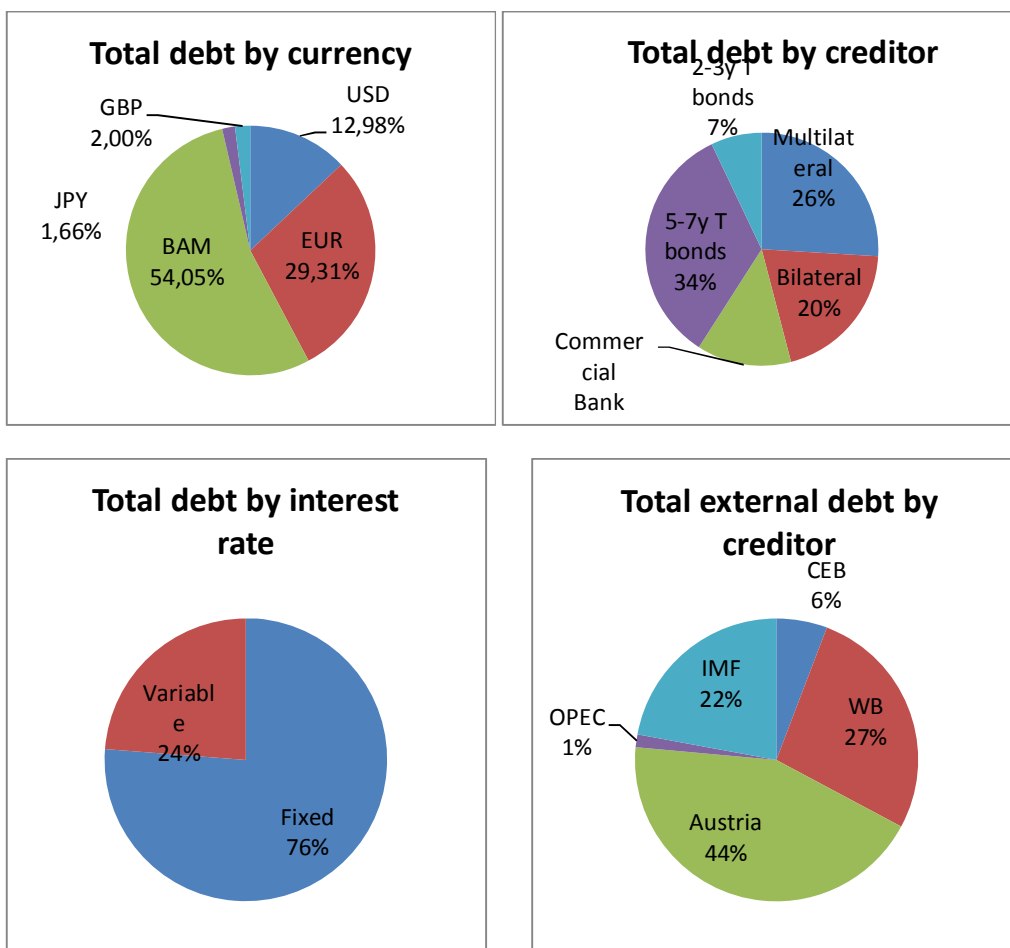
2015-2018

Na kraju 2014.g. ukupni dug Distrikta Brčko (DB) je iznosio 24.10 miliona USD ili 6,0 procenata BDP-a Distrikta, od čega je vanjski dug iznosio 11.10 miliona USD (2,8 procenata BDP-a Distrikta), a domaći dug 13.0 miliona USD (3,3 procenata BDP-a Distrikta). Udio vanjskog duga u ukupnom dugu je 45,9 procenata, a domaćeg 54,1 procent. Vlada DB na kraju 2014.g. nije imala izdatih garancija.

Vanjski dug se sastoji od duga ugovorenog putem BiH (države) i duga kojeg su direktno ugovorile vlasti DB. Najveći kreditor vanjskog duga je Austrija, nakon čega slijede Svjetska banka, IMF, Razvojna banka Vijeća Evrope (CEB) i OPEC Fond (Slika 1). Oko jedne polovine vanjskog duga potiče od jednog bilateralnog kreditora, a druga polovina od multilateralnih kreditora.

Najveći dio domaćeg duga čine obveznice (s dospeljem od 2, 3, 5 i 7 godina) koje se koriste za isplatu stare devizne štednje. Te obveznice stižu na naplatu 2015.g. i 2016.g. Pored toga postoji i jedan zajam komercijalne banke po varijabilnoj kamati.

Slika 1. Distrikt Brčko: Struktura postojećeg duga na kraju 2014.g.



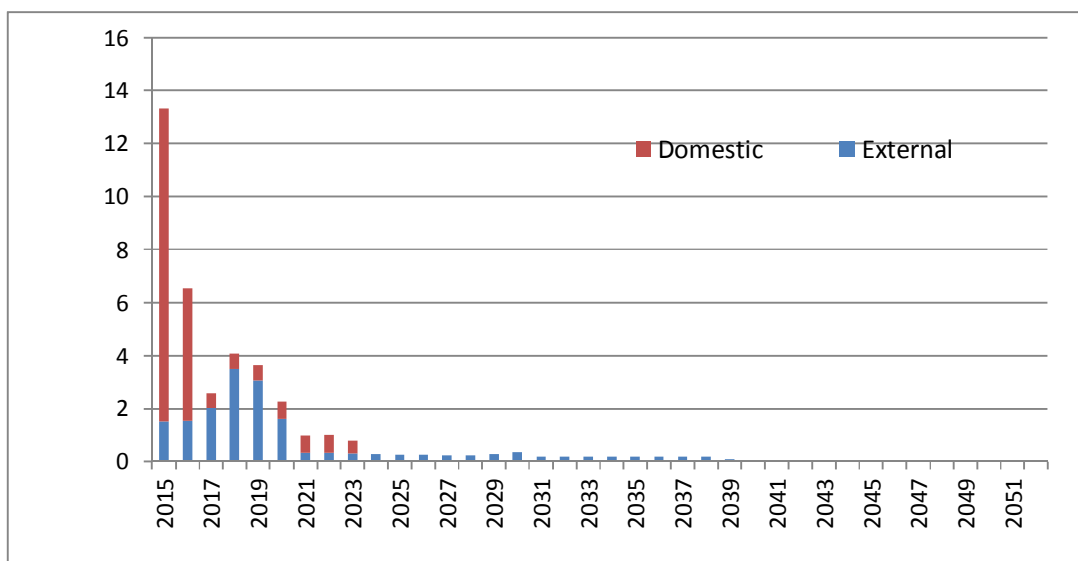
Obzirom na nizak omjer duga i BDP-a, glavni rizici postojećeg portfelja duga su rizik refinanciranja i kamatni rizik kod domaćeg duga, gdje preko 56,5 procenata domaćeg duga dospijeva u 1 godini, a kamate za 78,6 procenata domaćeg duga će se refiksirati unutar 1 godine (Tabela 1). Pored toga, prosječno vrijeme dospijeća domaćeg duga od 1,7 godine je relativno kratko u poređenju sa 6,1 godinom za vanjski dug. Razlog tome je u unutrašnjem dugu najveće učešće obveznica stare devizne štednje sa rokom dospijeća od 2 godine. Profil otplate (Slika 2) naginje prema kraćem roku s vrhuncem otplate glavnice na domaći dug u 2015. i 2016.g. Portfelj se sastoji uglavnom od zajmova s fiksnom kamatnom stopom (76 procenata) i ima relativno malu ponderisanu prosječnu kamatnu stopu (1,4 procenta za vanjski dug i 3,0 procenata za domaći dug).

Tabela 1. Distrikt Brčko: Indikatori troškova i rizika na kraju 2014.g.

Indikatori rizika		Vanjski dug	Domaći dug	Ukupni dug
Iznos (u milionima USD)		11,1	13,0	24,1
Nominalni dug kao % BDP-a		2,8	3,3	6,0
Sadašnja vrijednost kao % BDP-a		2,3	3,3	5,6
Troškovi duga	Ponderisana prosječna kamatna stopa (%)	1,4	3,0	2,3
Rizik refinanciranja	ATM (godine)	6,1	1,7	3,7
	Dospijeće duga u 1 g (% ukupnog)	8,5	56,5	34,4
Kamatni rizik	ATR (godine)	5,3	0,7	2,8
	Refiksiranje duga u 1 g (% ukupnog)	31,5	78,6	56,9
	Fiksni dug (% ukup.)	76,9	75,7	76,2
Valutni rizik	Dev. dug (% ukup.)			45,9
	Kraktor. dev. (% rez.)			

Izvor: vlasti DB, MTDS tim

Slika 2. Distrikt Brčko: Profil otplate javnog duga na kraju 2014.g.



Izvor: vlasti DB, MTDS tim

MAKROEKONOMSKI OKVIR

DB ima uravnotežen tekući budžet, tako da je cjelokupno zaduživanje u svrhu kapitalnih rashoda. Glavni prioriteti za investicije su navedeni u Razvojnoj strategiji Distrikta Brčko 2008.-2017.g.ó. Oni se odnose na investicije u vodosnabdijevanje, zbrinjavanje otpada i infrastrukturu. Lokalne vlasti su procijenile ukupne potrebe za investicionim zaduživanjem za svaku godinu (Tabela 2) na osnovu planiranih projekata (izgradnja Zaobilaznice, Rekonstrukcija Luke Brčko, Izgradnja sistema otpadnih voda, Rekonstrukcija gradske bolnice i izgradnja novog porodilišta.) Na osnovu toga su ukupne potrebe za zaduživanjem zasnovane na isplatama uključene u MTDS analizu kao dio bruto finansijskih potreba.

Tabela 2. Distrikt Brčko: Glavni ekonomski indikatori, 2015.-2018.g.

Calendar	2015	2016	2017	2018
in BAM millions				
Javni prihodi (uključujući grantove)	186	188	190	185
Primarni rashodi javnog sektora	185	187	189,5	184,5
Kamata	1	1	0,5	0,5
Rashodi	186	188	190	185
BDP	638	641	644	647
Potrebna zaduženja za investicije	17	35	57	48

IZVORI FINANCIRANJA

Glavni vanjski kreditor je Austrija, nakon čega slijede multilateralni, CEB, Svjetska banka, MMF i OPEC. U periodu MTDS-a (2015.-2018.g), DB planira ići na diversificiranje financiranja od multilateralnih kreditora, npr. EBRD, OPEC, WB za financiranje infrastrukturnih i razvojnih projekata. U narednom periodu DB planira diversificirati izvore financiranja i na emisiju trezorskih obveznica dužeg dospelja (5 -7 godina) za dalji pristup domaćem tržištu ako zakon to omogući.¹

¹ Po sadašnjem zakonu, DB ne smije izdavati garancije niti dug u formi tržišnih vrijednosnica ili bilo kojeg drugog oblika tržišnog sporazuma.

Tabela 3. Distrikt Brčko: Sadašnji i potencijalni izvori financiranja

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

Izvor: Vlasti DB i MTDS tim

ANALIZA SCENARIJA

Alternativne strategije zaduživanja

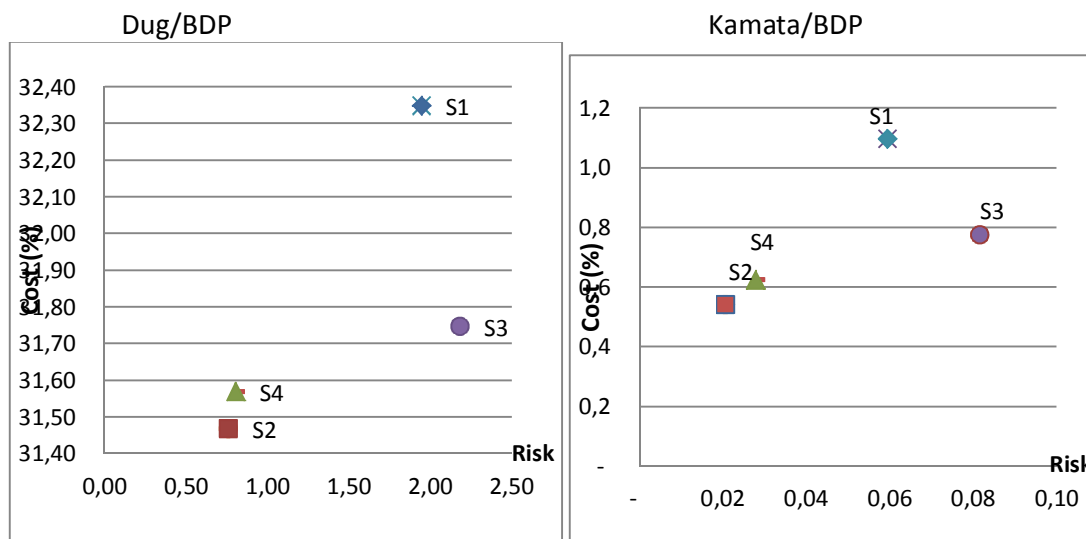
U skladu s postojećim ciljevima upravljanja dugom Distrikta Brčko, urađene su sljedeće 4 strategije za MTDS analizu:

- **S1:** Status quo kod novih zaduženja zadržati postojeći profil duga (bilatelarni i multilateralni vanjski izvori finansiranja , kao i komercijalne banke – domaći izvori finansiranja)
- **S2:** Strategija preferiranja multilateralnih kreditora (nova zaduživanja u EUR sa fiksnom kamatnom stopom)
- **S3:** Strategija smanjivanja rizika kamtne stope (nova pozajmljivanja sa fiksnom kamatnom stopom)
- **S4:** Strategija smanjenja valutnog rizika (nova pozajmljivanja u EUR i BAM)

Analiza rizika i troškova alternativnih strategija zaduživanja

Na osnovu indikatora troškova i rizika na kraju 2018.g. S2 : Strategija preferiranja multilateralnih kreditora (nova zaduživanja u EUR sa fiksnom kamatnom stopom) je poželjna strategija zaduživanja, obzirom da ona nosi najniži trošak i rizik mjereno omjerima dug/BDP i kamata/BDP (Slika 3). Po ovoj strategiji se očekuje povećanje nominalnog duga kao procenta BDP-a na 31,5 procenata do kraja 2018.g. u poređenju sa sadašnjih 6,0 procenata na kraju 2014.g. (Tabela 4). U međuvremenu, implicirana kamanta stopa se neznatno povećala s 2,2 procenta u 2014.g. na 2,3 procenat u 2018.g. Što se tiče rizika, rizik refinanciranja se smanjuje obzirom da se ATM za cijeli portfelj povećava s 3,7 na 10,3 godine, dok se kamatni rizik nešto povećao do kraja 2018.g. u poređenju sa sadašnjim nivoom. Razlog tome je povećanje zaduživanja u formi vanjskih varijabilnih instrumenata u eurima s 0 procenta na 36 procenata po Strategiji 2 (Tabela 5). Kao rezultat toga, procenat fiksnog duga u ukupnom dugu se smanjuje s 76,2 procenata (2014.g.) na 61,5 procenata (2018.g.), dok se procenat duga u stranoj valuti povećava s 45,9 procenata (2014.g.) na 98,5 procenata do kraja 2018.g. Na sve indikatore rizika utiče drastično povećanje ukupnog iznosa duga s 24,1 USD na 118 miliona USD do kraja perioda.

Slika 3. Distrikt Brčko: Balans troškova i rizika alternativnih strategija na kraju 2018.g.



Izvor: Vlasti DB i MTDS tim

Tabela 4. Distrikt Brčko: Indikatori troškova i rizika alternativnih strategija na kraju 2018.g.

Risk Indicators		2014	As at end FY2018			
		Current	S1	S2	S3	S4
Nominal debt as % of GDP		6,0	32,3	31,5	31,7	31,6
PV as % of GDP		5,6	30,5	26,4	28,7	27,5
Implied interest rate (%)		2,2	4,6	2,3	3,3	2,7
Refinancing risk	ATM External Portfolio (years)	6,1	9,5	10,4	10,1	8,6
	ATM Domestic Portfolio (years)	1,7	4,0	2,9	3,6	3,6
	ATM Total Portfolio (years)	3,7	6,7	10,3	8,9	7,7
Interest rate risk	ATR (years)	2,8	5,7	7,7	6,7	2,0
	Debt refixing in 1yr (% of total)	56,9	31,1	39,3	36,1	77,3
	Fixed rate debt (% of total)	76,2	70,8	61,5	65,6	24,4
FX risk	FX debt as % of total	45,9	48,5	98,5	81,1	81,1

Izvor: Vlasti DB i MTDS tim

Tabela 5. Distrikt Brčko: Stanje duga po instrumentima alternativnih strategija na kraju 2018.g.

In % of Total	FY2014	As at end FY2018			
Outstanding by instrument	Current	S1	S2	S3	S4
Concessional FX Fixed USD	13	15	6	33	5
Concessional FX Fixed EUR	22	23	56	15	2
Concessional FX Variable USD	0	0	0	0	0
Concessional FX Variable EUR	0	0	36	32	73
IMF SBA Variable USD	10	10	1	1	1
Commercial Bank DX Variable BAM	13	18	1	1	1
Tbills DX Fixed BAM	0	0	0	0	0
2-3y T bonds DX Fixed BAM	7	4	0	5	5
5-7y T bonds DX Fixed BAM	34	29	0	12	12
10y T bonds DX Fixed BAM	0	0	0	0	0
External	46	48	99	81	81
Domestic	54	52	1	19	19
Total	100	100	100	100	100

Izvor: Vlasti DB i MTDS tim

Preporuke

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

U cilju unapređenja sistema za upravljanje javnim dugom u narednom srednjoročnom periodu nameće se kao potreba reforma zakonodavnog i institucionalnog okvira za