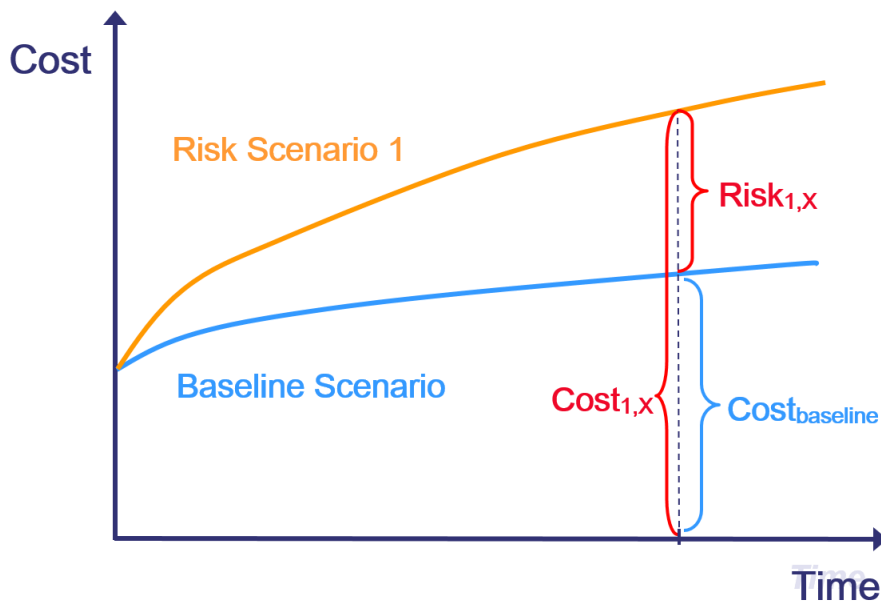


STRATEGIJA UPRAVLJANJA DUGOM 2017-2019



Sadržaj

SAŽETAK.....	4
1. PRAVNI I INSTITUCIONALNI OKVIR	4
2. CILJEVI I OBUHVAT STRATEGIJE UPRAVLJANJA DUGOM	5
2.1. Ciljevi upravljanja dugom	5
2.2. Obuhvat Strategije	5
3. PORTFOLIO VLADINOG DUGA	5
3.1. Struktura vanjskog duga Federacije BiH	6
3.2. Struktura unutrašnjeg duga	6
4. RIZICI TRENUTNOG PORTFOLIJA DUGA FEDERACIJE BiH	8
4.1. Karakteristike troškova i rizika portfolija duga Federacije BiH	8
4.2. Rizik refinansiranja.....	8
4.3. Kamatni rizik.....	9
4.4. Valutni rizik.....	10
4.5. Potencijalne obaveze.....	10
4.5.1. Garancije	11
4.5.2. Preuzimanje obaveza krajnjih korisnika.....	11
5. MAKROEKONOMSKI OKVIR.....	11
6. IZVORI FINANSIRANJA.....	12
6.1. Vanjski izvori finansiranja.....	12
6.2. Domaći izvori finansiranja	13
7. PRETPOSTAVKE CIJENA I OPISI SCENARIJA ŠOKA.....	14
7.1. Scenario nepredviđenih događaja (Šok scenario)	17
7.2. Opis alternativnih strategija zaduživanja	19
7.3. Analiza troškova i rizika alternativnih strategija zaduživanja	20
7.4. Indikatori rizika alternativnih strategija	21
8. SMJERNICE ZA UPRAVLJANJE DUGOM	23
8.1. Sveukupna struktura portfolija duga.....	23
8.2. Smjernice za zaduživanje	24
8.3. Kvantitativne strateške mete	24
9. KOMUNIKACIJA SA TRŽIŠTEM	24

SKRAĆENICE

ATM	-	Prosječno vrijeme dospijeća (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	-	Analitički alat za izradu Srednjoročne Strategije upravljanja dugom (Medium Term Debt Management Strategy - Analytical Tool)
AT	-	Srednjoročna strategija upravljanja dugom (Medium Term Debt Management Strategy)
MTDS	-	
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)
EFF	-	Extended Fund Facilities (Prošireni sporazum MMF-a)

SAŽETAK

Strategija upravljanja dugom Federacije BiH 2017-2019 (u daljem tekstu: Strategija) predstavlja sažetak glavnih načela i smjernica za politike upravljanja u posmatranom periodu. Strategija opisuje planove finansiranja vladinog duga u narednim godinama, te indikativne mjere i alate koji će koristiti za dostizanje usvojenih strateških ciljeva.

Strategija upravljanja dugom Federacije BiH 2017. – 2019. temelji se na postojećim zaduženjima Federacije Bosne i Hercegovine, Dokumentu okvirnog budžeta Federacije BiH 2017 – 2019 i Programu javnih investicija Federacije BiH 2017. – 2019. godina.

U skladu sa usvojenom praksom, a u cilju osiguranja transparentnosti upravljanja dugom, poboljšanjem komunikacije sa investitorima, Federalno ministarstvo finansija/financija (u daljem tekstu FMF) dokumente i ključne podatke o dugu redovno objavljuje na svojoj internet stranici (<http://www.fmf.gov.ba>).

1. PRAVNI I INSTITUCIONALNI OKVIR

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

- Procedure ugovaranja novih vanjskih državnih zajmova sadržane su u članu 39. (nosilac obaveze BiH) Zakona o zaduživanju, dugu i garancijama Bosne i Hercegovine („Službeni glasnik BiH“ br. 52/05, 103/09 i 90/16), a procedure otplate vanjskog državnog duga u članu 50. navedenog Zakona;
- Zakon o zaduživanju, dugu i garancijama Bosne i Hercegovine daje ovlaštenja entitetima i Distriktu (FBiH, RS i DB) da sklapaju ugovore o zaduživanju s vanjskim kreditorima po osnovu direktnog duga što je, u skladu sa uslovima iz Ustava BiH, predmetom prethodne saglasnosti Parlamentarne skupštine BiH (član 49.);
- U skladu sa Zakonom o dugu, zaduživanju i garancijama u Federaciji Bosne i Hercegovine („Službene novine FBiH“, br. 86/07, 24/09, 44/10 i 30/16) (u daljem tekstu: „Zakon o dugu u FBiH“) FBiH se može zaduživati u zemlji i u inostranstvu u domaćoj ili stranoj valuti. Za provođenje procedure zaduživanja, izdavanja garancija i upravljanje dugom FBiH nadležno je FMF. Garancije odobrene od strane Parlamenta Federacije BiH potpisuje federalni ministar finansija/financija (Član 52. Zakona).
- Zakonom o dugu u FBiH su utvrđeni i limiti zaduživanja u FBiH (član 7.).
- Zakonom o dugu u FBiH propisano je u koje svrhe se FBiH može zadužiti na vanjskom (član 38.) ili unutrašnjem tržištu (član 19.), te izdati garancije (član 53.).

2. CILJEVI I OBUHVAT STRATEGIJE UPRAVLJANJA DUGOM

2.1. Ciljevi upravljanja dugom

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

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

2.2. Obuhvat Strategije

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

3. PORTFOLIO DUGA VLADE FEDERACIJE BIH

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

Tabela 1. Ukupan dug FBiH na dan 31.12.2016. godine

Opis	Vanjski dug	Unutrašnji dug	Ukupni dug
Iznos (u mil BAM)	5.250,05	1.016,99	6.267,04
Iznos (u mil. USD)	2.829,53	548,11	3.377,64
Nominalni dug kao % BDP-a ¹	27,38	5,30	32,68

¹ Izvor podatka za BDP u 2016. godini, Dokument okvirnog budžeta za Federaciju Bosne i Hercegovine za razdoblje 2017. -2019. godine (19.176 mil. BAM)

3.1. Struktura vanjskog duga FBiH

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

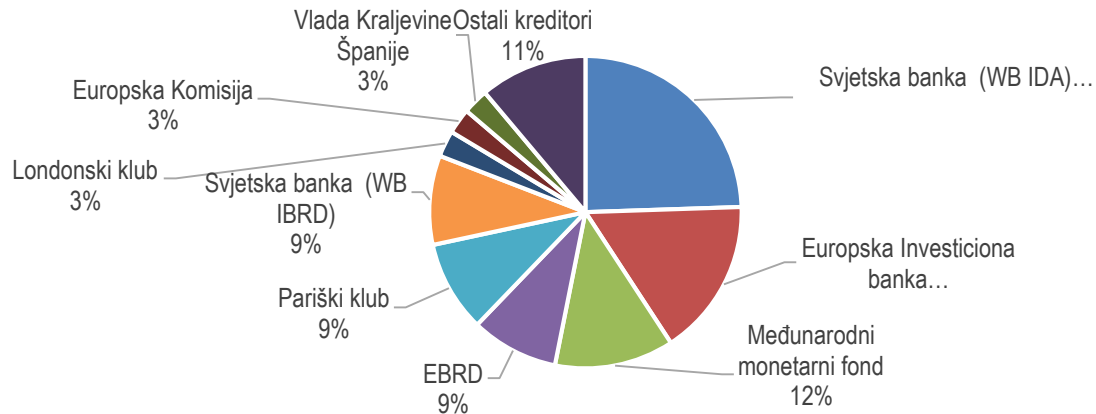


Tabela 2. Pregled stanja vanjskog duga FBiH po kreditorima

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

3.2. Struktura unutrašnjeg duga

Ukupan unutrašnji dug FBiH se sastoji od:

- duga koji je nastao u skladu sa zakonom² (obaveze prema uposlenicima i dobavljačima bivšeg Federalnog ministarstva odbrane i Vojske Federacije BiH, te obaveze po osnovu stare devizne štednje i ratnih potraživanja) i
- duga nastalog emisijom tržišnih vrijednosnih papira.

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

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

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

² Zakon o utvrđivanju i načinu izmirenja unutrašnjih obaveza Federacije Bosne i Hercegovine ("Službene novine Federacije BiH", br. 66/04, 49/05, 35/06, 31/08, 32/09 i 65/09); Zakon o izmirenju obaveza na osnovu računa stare devizne štednje u Federaciji Bosne i Hercegovine ("Službene novine Federacije BiH", br. 62/09, 42/11 i 91/13)

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

	u USD	u BAM
Dug u vrijednosnim papirima po vrstama vrijednosnih papira, od čega	532.502.487	988.031.740
Trezorski zapisi	65.105.500	120.800.000
Trezorske obveznice	334.150.745	620.000.000
Obveznice za ratna potraživanja	105.320.952	195.417.760
Obveznice za staru deviznu štednju	27.925.290	51.813.980
Verificirani dug³, od čega	15.607.651	28.959.216
Dug bivšeg FMO	6.551.836	12.156.604
Obaveze za staru deviznu štednju	8.781.350	16.293.355
Obaveze za ratna potraživanja po sudskim presudama	274.465	509.257
Ukupan unutrašnji dug Vlade Federacije BiH	548.110.138	1.016.990.956

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

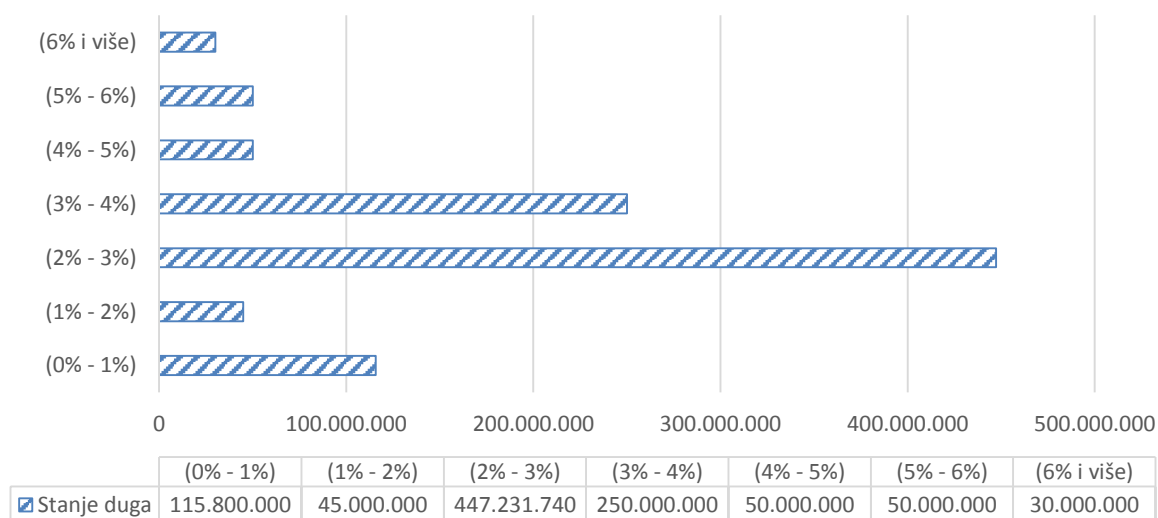


Tabela 4. Kretanje unutrašnjeg duga FBiH u periodu 2011. - 2016. godine, u mil BAM

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

³ Zakonom utvrđene obaveze prema uposlenicima i dobavljačima bivšeg Federalnog ministarstva odbrane i Vojske FBiH, sudske presude iz osnova ratnih potraživanja i verifikovane obaveze za staru deviznu štednju za koje nisu izdani vrijednosni papiri

4. RIZICI PORTFOLIJA DUGA FEDERACIJE BiH

4.1. Karakteristike troškova i rizika portfolija duga Federacije BiH

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

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

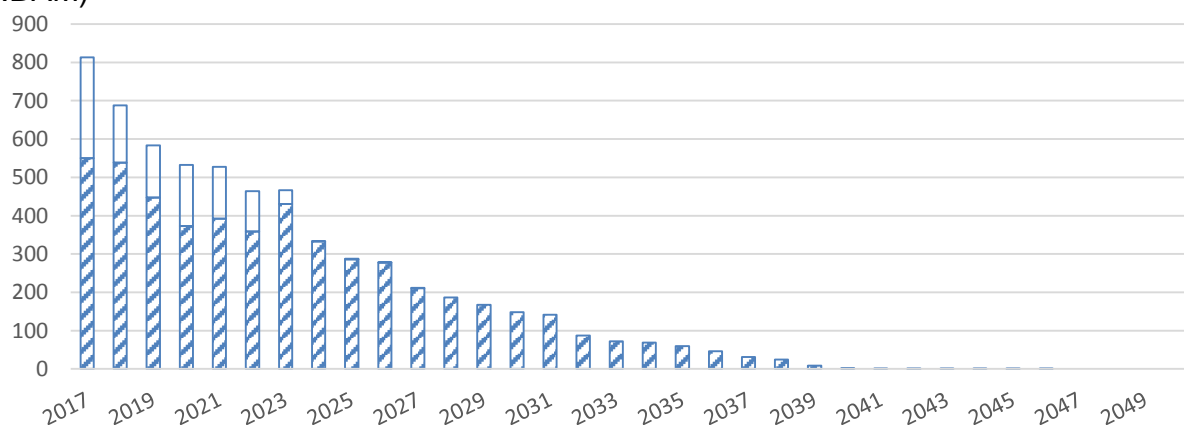
Tabela 5. Indikatori rizika portfolija duga FBiH prema stanju duga na dan 31.12.2016. godine

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

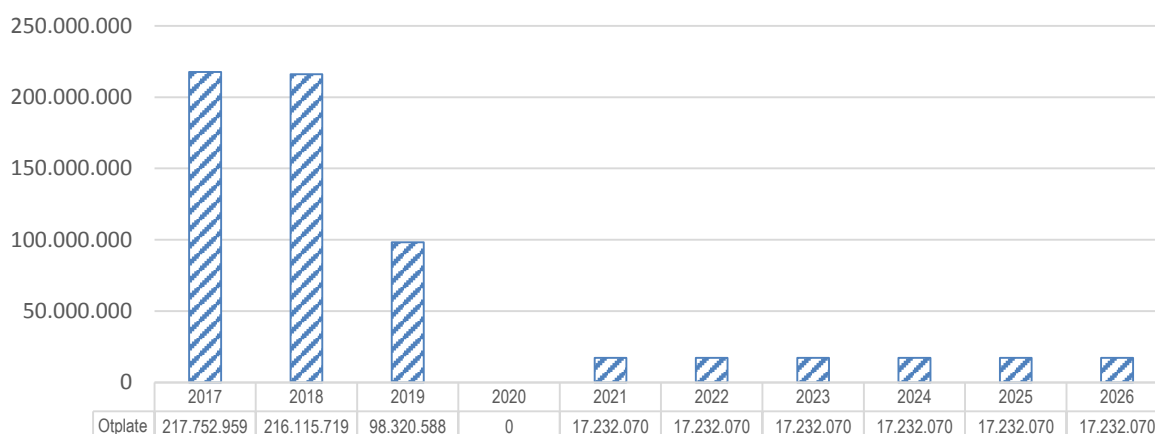
4.2 Rizik refinansiranja

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

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



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



4.3 Kamatni rizik

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

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

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

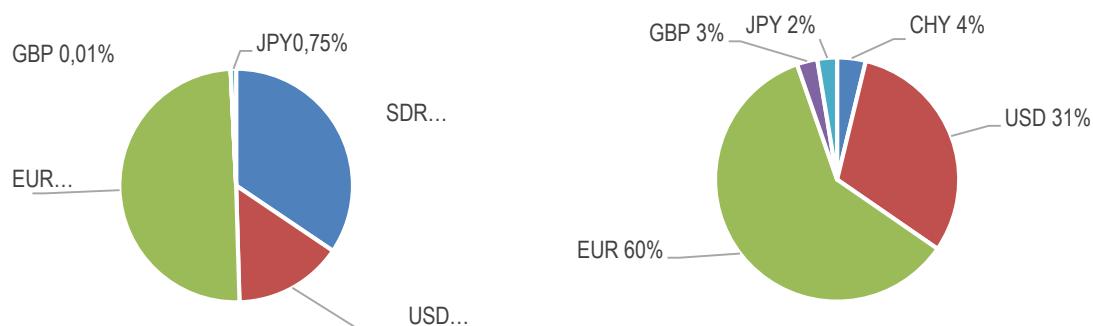
Tabela 7. Struktura vanjskog duga FBiH sa promjenjivom kamatnom stopom

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

4.4 Valutni rizik

Glavne strane valute u strukturi vanjskog duga FBiH su: EUR (49,70%), Specijalna prava vučenja-SDR (34,45%) i USD (15,09 %). Dekompozicijom SDR-a⁴ na valute iz kojih je sastavljen, udio EUR valute raste na 60 % ukupnog vanjskog duga, dok udio USD u tom slučaju iznosi 31 %. Valutni rizik portfolija vanjskog duga FBiH je dosta izražen, odnosno približno 40 % vanjskog duga je osjetljivo na oscilacije deviznih kurseva.

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



4.5 Potencijalne obaveze

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

⁴ Obračunska valuta MMF-a i nekih drugih kreditora. Sastoji se od 41,73% USD (Američkog dolara), 30,93% EUR-a, Kineski Juan (Renminbi) CNY 10,92%, 8,33% JPY (Japanski Yen) i 8,09% GBP (Funta Velike Britanije).

4.5.1 Garancije

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

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

4.5.2 Preuzimanje obaveza krajnjih korisnika kredita

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

5. MAKROEKONOMSKI OKVIR⁵

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

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

Indikator	2017	2018	2019
Javni prihodi (uključujući grantove) ⁶	2.002,57	2.046,64	2.100,63
Primarni rashodi javnog sektora	2.239,34	2.162,48	1.756,17
Rashodi javnog sektora	2.386,35	2.265,60	1.862,50
Izdaci za kamate	147,00	103,12	106,32
Devizne rezerve (mil.USD) ⁷	5.049	5.161	5.196
BDP (Nominalni)	20.265	21.522	22.942

⁵Dokument okvirnog budžeta Federacije BiH 2017.-2019.godine, Federalno ministarstvo finansija/financija, Sarajevo juni/lipanj 2016. godine

⁶Odnosi se na porezne i neporezne prihode Budžeta FBiH

⁷Izvor podataka: Centralna Banka BiH (26.09.2016), preračun izvršen po srednjem kursu USD na dan 31.12.2016. godine

Tabela 9. Makroekonomski rizici i implikacije po strategiji upravljanja dugom

Realni sektor		
- Rast	Srednja	Slaba vanjska potražnja ili veća finansijska nestabilnost bi mogli smanjiti potencijal za rast, što bi dovelo do poteškoća u fiskalnoj politici i rezultiralo većim zaduživanjem.
Fiskalni sektor		
- Održivost duga	Srednja	Pritisak na rastuće rashode i kapitalne investicije bi povećao finansijske potrebe. Štaviše, potencijalne obaveze bilo iz bankarskog sektora ili državnih preduzeća bi mogle dovesti do povećanja bruto finansijskih potreba i troškova finansiranja i pogoršanja fiskalnog bilansa, što bi moglo rezultirati većim domaćim zaduženjem.
Platni bilans		
- Vanjska potražnja/kurs valuta	Srednja do visoka	Spor globalni rast, posebno u EU, može smanjiti izvoz i strane direktne investicije, dovodeći do pritiska na devizne rezerve, obzirom na aranžman valutnog odbora, što bi moglo uticati i na veće vanjsko zaduživanje.
Inflacija		
- Cijene roba/kurs valuta	Srednja do mala	Sadašnja deflacija, ako ne dođe do preobrata tog trenda, može uzrokovati dalje probleme s već velikom stopom nezaposlenosti. Veća inflacija bi mogla povećati troškove servisiranja duga.
Finansijski sistem		
- Sveukupno stanje	Srednja	Stopa adekvatnosti kapitala bankarskog sistema je znatno viša od zakonskog minimuma i predstavlja zadovoljavajuću kapitaliziranost ukupnog sistema za postojeći nivo izloženosti rizicima i jaku osnovu i temelj za očuvanje njegove sigurnosti i stabilnosti.

6. IZVORI FINANSIRANJA

6.1. Vanjski izvori finansiranja

Vanjska finansijska sredstva koja stoje na raspolaganju BiH u periodu 2017-2019 procjenjuju se na 2.404,6 mil. BAM (1.379,56 mil. USD⁸). Uzimajući u obzir troškove i rizike ugovaranja ovakvih zajmova, Vlada FBiH će nastaviti sa politikom zaduživanja putem BiH kod multilateralnih institucija, a procjene ukazuju da bi se 59% potreba moglo zadovoljiti finansiranjem iz multilateralnih izvora. Međutim, zbog prestanka pristupa BiH IDA sredstvima, vanjsko finansiranje će se pomjeriti prema manje koncesionalnom.

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

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

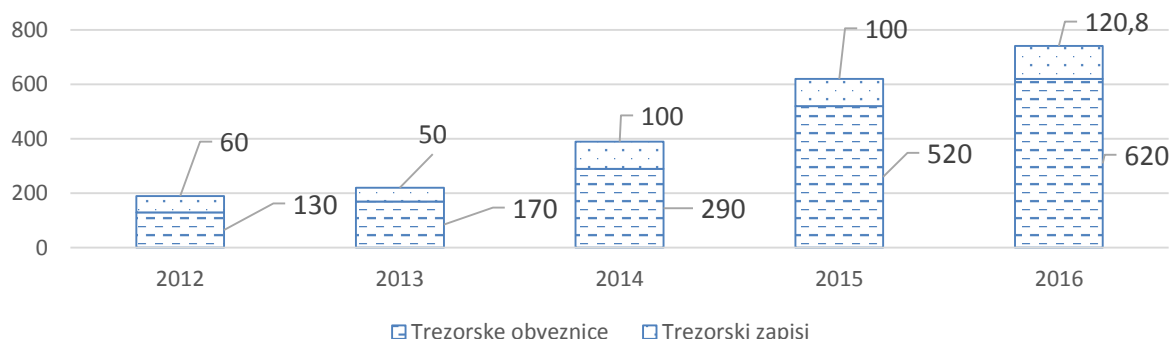
⁸ Preračun izvršen po kursu BAM:USD na dan 31.12.2016. godine (1USD=1,85545 BAM)

Naziv kreditora	Kamatna stopa	Grace period	Rok otplate	Valuta	Isplata mil. USD	%	Rizici
IBRD	Fiksna ili varijabilna	5-10	18-30	EUR	4,50	0,33	Rizik refiksiranja za varijabilnu
EIB	Fiksna ili varijabilna	4-5	25	EUR	370,61	26,86	Rizik refiksiranja za varijabilnu
MMF ⁹	Varijabilna	4	10	SDR	354,67	25,71	Rizik refiksiranja, refinansiranja, i valutni rizik
EBRD	Fiksna ili varijabilna, 6MEURIBOR+1%	3-5	12-15	EUR	150,89	10,94	Rizik refiksiranja za varijabilnu
Kuvajtski fond	Fiksna, 2%	5	25	KWD	47,44	3,44	Valutni rizik
Saudijski fond	Fiksna, 1% - 2%	5	25	SAR	2,43	0,18	Valutni rizik
OPEC fond	Fiksna, 2%	10	20	USD	93,55	6,78	Valutni rizik
CEDB	Fiksna ili varijabilna	5	10	EUR	40,88	2,96	Rizik refiksiranja za varijabilnu
IFAD	Fiksna, 0,75%	10	30	SDR	3,76	0,27	Rizik refiksiranja, refinansiranja, i valutni rizik
IDA	Fiksna	5	25	SDR	37,46	2,72	Rizik refinansiranja
KfW	Fiksna	2,5 - 10	12 - 20	EUR	267,21	19,37	Rizik refinansiranja
Ostala sredstva	Fiksna ili varijabilna	3-5	10-15	EUR	6,16	0,45	Rizik refinansiranja i refiksiranja za varijabilnu
UKUPNO					1.379,56	100,00	

6.2. Domaći izvori finansiranja

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

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



⁹ Navedeno se odnosi na Prošireni aranžman MMF-a (Extended Fund Facility)

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

Mjesečno izdanje trezorskih zapisa (ročnosti tri, šest, devet i 12 mjeseci) će varirati zavisno od finansijskih potreba trezora u procesu upravljanja likvidnošću. Kod novih izdanja obveznica, pored postojeće ročnosti od dvije, tri, pet i sedam godina, u skladu sa interesima investitora nastojat će se izdati i obveznice ročnosti duže od sedam godina. Sve aukcije tržišnih vrijednosnih papira FBiH održavaju se u skladu sa godišnjim indikativnim kalendarom aukcija, koji FMF objavljuje na svojoj internet stranici. Podaci o održanim aukcijama se redovno objavljuju na internet stranici FMF.

Struktura, troškovi i rizici domaćih izvora finansiranja su rezimirani u tabeli 11.

Tabela 11. Domaći izvori finansiranja

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

7. PRETPOSTAVKE CIJENA I OPISI SCENARIJA ŠOKA

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

Pretpostavke o budućim kretanjima kamatnih stopa na spoljni dug zasnovane su na postojećim krivuljama prinosa u EUR i USD polovinom juna 2016. godine. Za projekcije 6M LIBOR¹⁰ i 6M EURIBOR¹¹ pretpostavljeno je da će razlika između vrijednosti 6M EURIBOR (6M LIBOR) i prinosa na njemačke jednogodišnje obveznice (američke jednogodišnje obveznice) biti jednaka kroz cijeli period. Ove kamatne stope predstavljaju referentne kamatne stope za kredite sa promjenjivim kamatama, dok su za instrumente sa fiksnom kamatnom prilikom procjena visine kamata uzeta u obzir postojeća zaduženja.

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

¹⁰ London Interbank Offered Rate

¹¹ Euro Interbank Offered Rate

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

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

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

BiH ima kreditni rejting B od S&P¹³ i B3 od Moody's¹⁴. Oba kreditna rejtinga su nepovoljna, i svrstavaju Bosnu i Hercegovinu u skupinu zemalja sa visokim kreditnim rizikom – neinvestitorski rejting, odnosno u grupu zemalja koja može da izmiruje trenutne dugoročne obaveze ali nepovoljna ekonomska kretanja mogu dovesti zemlju u probleme servisiranja njenih obaveza.

Tabela 14: Pregled dugoročnog rejtinga pojedinih zemalja iz šireg okruženja

Država	Moody's Investors Service	Standard & Poor's
	Dugoročni / izgled	Dugoročni / izgled
Albanija	B1 / stabilan	B+/ stabilan
Bosna i Hercegovina	B3 / stabilan	B / stabilan
Bugarska	Baa2 / stabilan	BB+ / stabilan
Crna Gora	B1 / negativan	B+ / negativan
Grčka	Caa3 / stabilan	B- / stabilan
Hrvatska	Ba2 / negativan	BB / negativan
Mađarska	Ba1 / pozitivan	BB+/ stabilan
Makedonija	-	BB- / stabilan
Rumunija	Baa3 / pozitivan	BBB- / stabilan
Slovenija	Baa3 / stabilan	A / stabilan
Srbija	B1 / pozitivan	BB- / stabilan

Izvor: Centralna banka Bosne i Hercegovine

Mada je to postala uobičajna praksa u regiji, BiH još uvijek nije emitovala vrijednosne papire na međunarodnom finansijskom tržištu. Iako je izgledno da FBiH, neće izlaziti na međunarodno finansijsko tržište u periodu koji pokriva srednjoročna strategija, ipak je

¹² Extended Fund Facilities

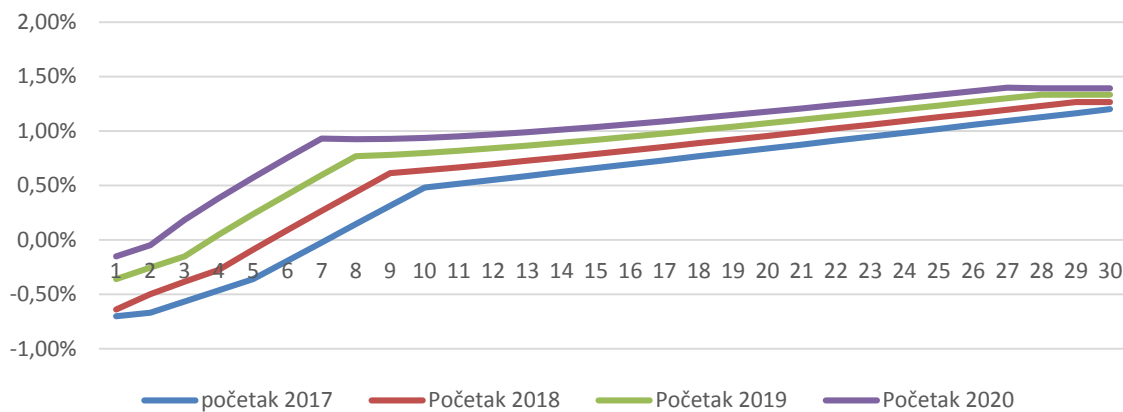
¹³ Standard and Poor's – agencija za procjenu kreditnog rejtinga

¹⁴ Moody's Investors Service - agencija za procjenu kreditnog rejtinga

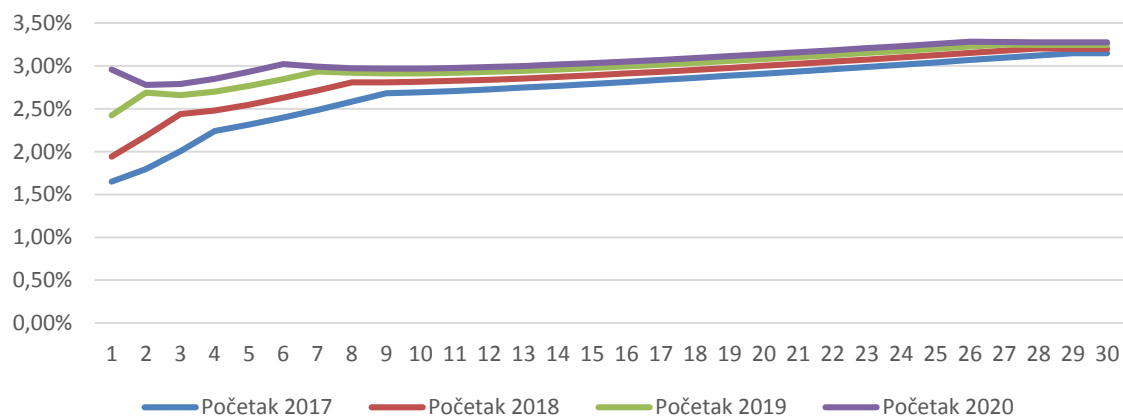
urađena procjena troškova i rizika za jednu takvu emisiju za slučaj da preostali izvori finansiranja ne obezbjeđe zadovoljenje finansijskih potreba Vlade FBiH.

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

Slika 7. Prinos na Njemačke obveznice različitih ročnosti - (sredina 2016.)¹⁵



Slika 8. Krivulja prinosa na Američke obveznice različitih ročnosti - (sredina 2016.)¹⁶

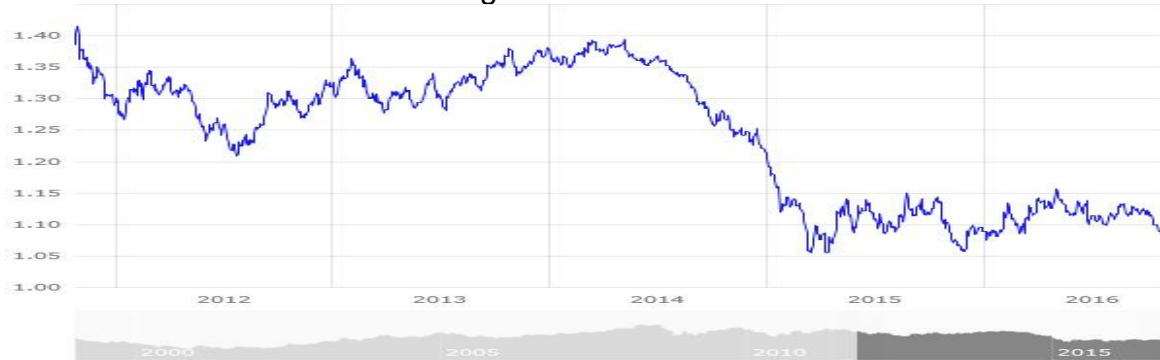


Kako je valuta BiH vezana za EUR putem aranžmana valutnog odbora, glavni valutni rizik u portfoliju duga predstavlja nestabilnost EUR u odnosu na ostale strane valute, uglavnom USD. Kurs USD/EUR je istorijski relativno nestabilan (Slika 9).

¹⁵ Izračun FMF

¹⁶ Izračun FMF

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



Izvor: Bloomberg

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

7.1. Scenario nepredviđenih događaja (Šok scenario)

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

Šokovi za valutni kurs:

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

Šokovi kamatnih stopa:

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

Scenariji šoka:

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

domaće instrumente u drugoj godini. Instrumenti u koje je uključena stara devizna štednje i ratna potraživanja ostaju nepromjenjeni.

Tabela 15. Stilizovani instrumenti portfolija duga Federacije BiH

Oznaka instrumenta	Ime ili vrsta instrumenta	Fiksni ili varijabilni	Koncesionalni ili trži	Dospjeće (godina)	Grace (godina)	Vrsta valute	Valuta
USD_1	Koncesionalni USD	Fiksni	Koncesionalni	20	5	Strana	USD
EUR_2	Koncesionalni EUR	Fiksni	Koncesionalni	20	5	Strana	EUR
USD_3	Koncesionalni USD	Varijabilni	Koncesionalni	20	4	Strana	USD
EUR_4	Koncesionalni EUR	Varijabilni	Koncesionalni	17	5	Strana	EUR
USD_5	MMF EFF USD	Varijabilni	Koncesionalni	10	4,5	Strana	USD
BAM_6	T zapis	Fiksni	Tržni	1	0	Domaća	BAM
BAM_7	1-2y FCSB T obveznica	Fiksni	Tržni	2	1	Domaća	BAM
BAM_8	2-3y T obveznica	Fiksni	Tržni	5	4	Domaća	BAM
BAM_9	5-7y T obveznica	Fiksni	Tržni	6	5	Domaća	BAM
BAM_10	5y WCB T obveznica	Fiksni	Tržni	5	1	Domaća	BAM
BAM_11	5y Eurobond	Fiksni	Tržni	5	4	Strana	EUR

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

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

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

7.2. Opis alternativnih strategija zaduživanja

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

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

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

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

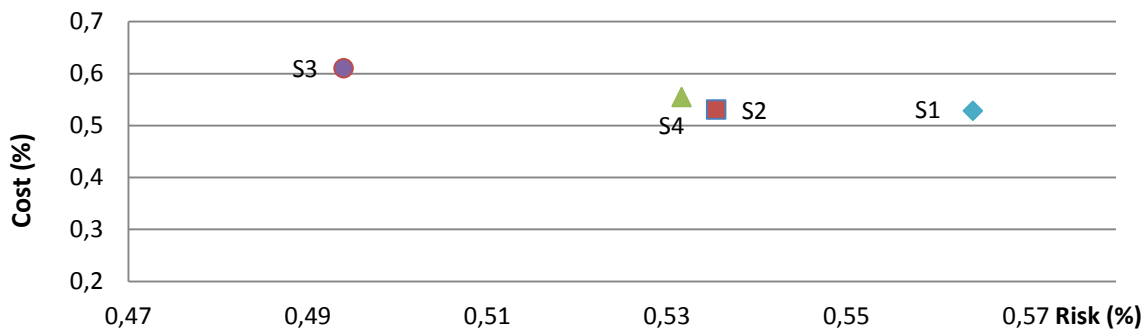
Strategija 4 (S4) (Izostanak sredstava MMF-a u 2017 i 2018. godini) Zaduzivanje FBiH u skladu sa PJI 2017–2019, potpisanim sporazumom sa MMF-om -EFF-extended fund facilities), te refinansiranjem vrijednosnih papira Vlade FBiH na domaćem tržištu. U slučaju izostanka sredstava od MMF-a planirana sredstva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

7.3. Analiza troškova i rizika alternativnih strategija zaduživanja

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

U vezi omjera kamata/BDP, trošak servisiranja duga je najosjetljiviji na promjene kamatnih stopa. Dug sa visokim kamatnim stopama generiše tokom vremena veće troškove duga, odnosno povećava potrebe za refinansiranjem. Bazni scenario strategije S1 ima najmanje troškove (Slika 10.) zbog strukture duga u kojoj dominira vanjsko zaduživanje po varijabilnim kamatnim stopama. Strategija S3 je najskuplja jer predviđa intenzivno zaduživanje na vanjskom tržištu kapitala emisijom euroobveznica po tržišnim kamatnim stopama. S2 i S4 su jednako rizične strategije i imaju neznatno veće troškove u odnosu na S1. Najveći rizik za sve alternativne strategije u pogledu omjera kamata/BDP predstavlja šok kamatne stope u 2. godini strategije te se u tom primjeru odstupanje od baznog scenarija kreće u iznosu od 0,48-0,57%. Najmanji rizik odnosi se na strategiju S3 (odstupanje šok scenarija od baznog) koja je podrazumjevala zaduživanje izdavanjem petogodišnje euroobveznice sa fiksnom kamatnom stopom te domaćim zaduženjem radi refinansiranja unutrašnjeg duga. Ostale tri strategije jednako su rizične u pogledu šoka kamatne stope u 2. godini strategije.

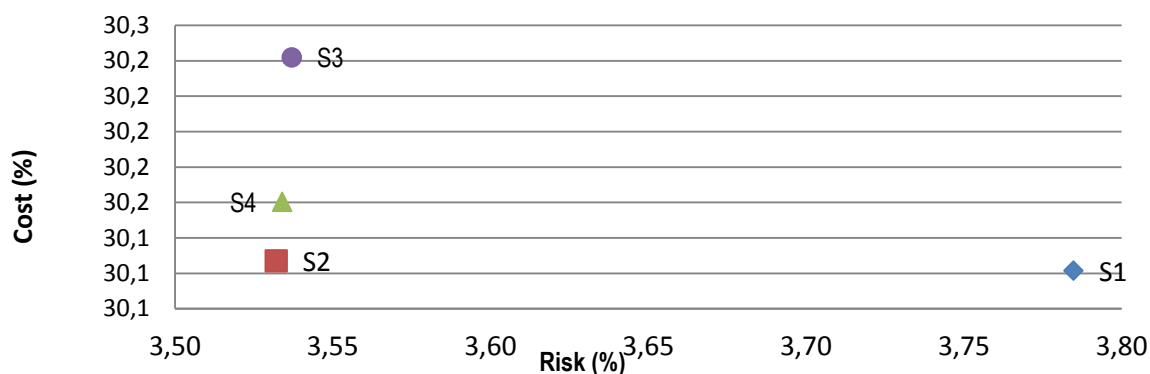
Slika 10. Učešće troškova kamata u BDP-u (kraj 2019. godine)



Najveći rizik portfolia duga za sve četiri strategije, u pogledu omjera dug/BDP predstavlja valutni rizik, u slučaju da se poveća kurs USD u odnosu na BAM (šok od 30% u 2. godini strategije). Portfolio koji ima veći udio ne-eurskih valuta u stanju neotplaćenog vanjskog duga je rizičniji. S2 je najmanje rizična strategija zbog visokog udjela domaćeg zaduživanja po fiksnim stopama i EUR valute u vanjskom dugu. Kao i u slučaju prethodnog indikatora kada posmatramo bazni scenarij, strategija S1 je najjeftinija ali i najrizičnija zbog većeg udijela neeurske valute u vanjskom dugu i zaduženja po varijabilnim kamatanim stopama. S2 i S4 su neznatno skuplje od strategije S1, dok je

strategija S3 najskuplja iz razloga većeg omjera vanjskog finansiranja u odnosu na unutrašnje. Uticajem valutnog šoka u drugoj godini strategije, odstupanje risk scenarija u odnosu na bazni scenarij kreće se u iznosu od 3,26-3,61%, s tim da je najmanje odstupanje kod strategije S3, obzirom da je posuđivanje na vanjskom tržištu uglavnom u EUR valuti.

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



7.4. Indikatori rizika alternativnih strategija

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

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

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

Poredeći indikatore rizika predloženih strategija sa rizicima trenutnog portfolija duga, vidi se smanjenje udjela duga prema BDP-u, iako se izlazi iz pozajmljivanja po uslovima IDA što bi trebalo dovesti do povećanja učešća umjesto smanjenja¹⁷. Prosječna kamatna stopa u svim strategijama je viša od trenutne iz pomenutih razloga (nemogućnost posuđivanja po uslovima IDA-e i smanjen pristup posuđivanju pod koncesionalnim uslovima), ali je kod preferirane strategije niža u odnosu na ostale alternativne strategije.

Poredeći strategije međusobno, može se reći da strategija S1 ima najduže prosječno vrijeme do dospelosti (ATM) za vanjski dug, zbog toga što su uslovi MMF instrumenta produženi. S3 ima najveći obim zaduživanja po fiksnim kamatnim stopama, te zbog toga smanjuje rizik refiksiranja u odnosu na ostale strategije, što rezultira da je ATR veći u odnosu na ATR ostalih strategija. S3 smanjuje procenat visine duga koji treba refiksirati u narednoj godini (sa 45,7 % na 38,2 %) dok je kod ostalih znatno veći.

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

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

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

Ukupno povlačenje po instrumentima		2017	2018	2019
Koncesionalni USD Fiksni	Vanjsko	248	76	79
Koncesionalni EUR Fiksni	Vanjsko	381	291	105
Koncesionalni USD Varijabilni	Vanjsko	0	0	0
Koncesionalni EUR Varijabilni	Vanjsko	275	282	131
MMF EFF USD Varijabilni	Vanjsko	188	220	129
T zapis DX Fiksni	Domaće	100	100	100
1-2y FCSB T obveznica DX Fiksni	Domaće	0	0	0
2-3y T obveznica DX Fiksni	Domaće	0	120	0
5-7y T obveznica DX Fiksni	Domaće	0	0	90
5y WCB T obveznica DX Fiksni	Domaće	0	0	0
5y Euro obveznica DX Fiksni	Vanjsko	0	0	0
		1.192	1.089	635

¹⁷ Projekcija BDP-a u dokumentu okvirnog budžeta Federacije BiH je možda preoptimistična

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

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

8. SMJERNICE ZA UPRAVLJANJE DUGOM

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

8.1 Sveukupna struktura portfolija duga

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

Smjernice za strukturu portfolija duga su sljedeće:

- Održavanje duga u BAM i EUR valuti iznad 60% ukupnog portfolija duga
- Održanje udjela duga s fiksnom kamatnom stopom preko 50% ukupnog portfolija duga
- Vrijeme prosječnog dospjeća ukupnog duga produžiti na 6,5 godina¹⁸

¹⁸ Smjernica iz Strategije upravljanja dugom 2016 – 2018 je bila: održavati prosječno vrijeme dospjeća ukupnog duga iznad 6,5 godina. Obzirom da plan angažovanja sredstva za infrastrukturne projekte predviđen Strategijom 2016 – 2018 nije realizovan, došlo je do smanjenja oba indikatora: ATM i ATR-a.

8.2 Smjernice za zaduživanje

Glavne smjernice za portfolio duga su sljedeće:

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

8.3 Kvantitativne strateške mete

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

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

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

9. KOMUNIKACIJA SA TRŽIŠTEM

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

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