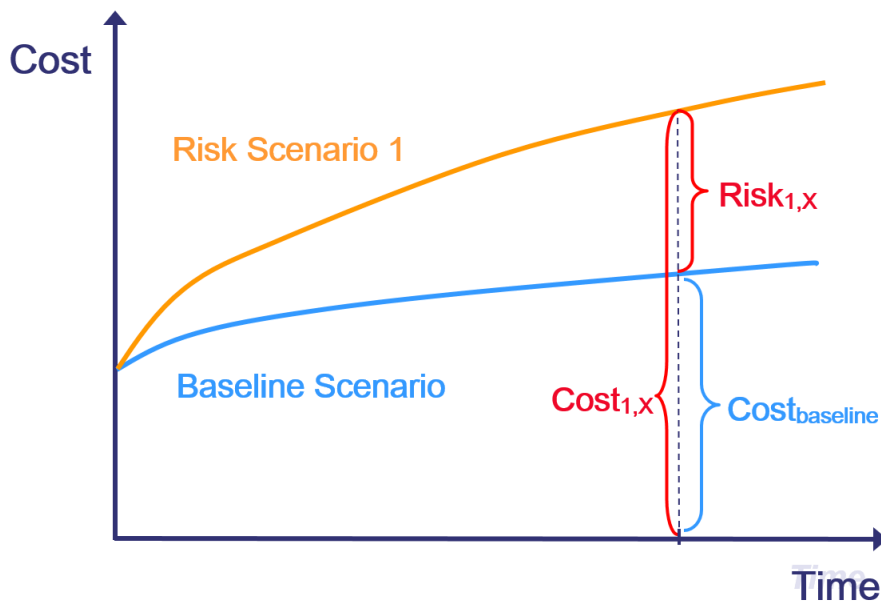


STRATEGIJA UPRAVLJANJA DUGOM 2018-2020



SADRŽAJ

SAŽETAK.....	4
1. PRAVNI I INSTITUCIONALNI OKVIR	4
2. CILJEVI I OBUHVAT STRATEGIJE UPRAVLJANJA DUGOM	4
2.1. Ciljevi upravljanja dugom	4
2.2. Obuhvat Strategije	5
3. PORTFOLIO DUGA VLADE FEDERACIJE BIH.....	5
3.1. Struktura vanjskog duga Federacije BiH na dan 31.12.2017. godine.....	6
3.1.1. Struktura vanjskog duga Federacije BiH po kreditorima.....	6
3.2. Struktura unutrašnjeg duga Federacije BiH na dan 31.12.2017. godine.....	7
4. RIZICI PORTFOLIJA DUGA FEDERACIJE BIH.....	8
4.1. Karakteristike troškova i rizika portfolija duga Federacije BiH	8
4.2. Rizik refinansiranja.....	9
4.3. Kamatni rizik.....	10
4.4. Valutni rizik	10
4.5. Potencijalne obaveze.....	11
4.5.1. Garancije	11
4.5.2. Preuzimanje obaveza krajnjih korisnika.....	11
5. MAKROEKONOMSKI OKVIR.....	11
6. IZVORI FINANSIRANJA.....	13
6.1. Vanjski izvori finansiranja.....	13
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.....	22
8. SMJERNICE ZA UPRAVLJANJE DUGOM	24
8.1. Sveukupna struktura portfolija duga.....	24
8.2. Smjernice za zaduživanje	24
8.3. Kvantitativne strateške mete	24
9. KOMUNIKACIJA SA TRŽIŠTEM	25

SKRAĆENICE

- ATM - Prosječno vrijeme dospijeća (Average Time to Maturity)
- ATR - Prosječno vrijeme refiksiranja (Average Time to Refixing)
- BDP - Bruto domaći proizvod (Bruto Domestic Product)
- DOB - Dokument okvirnog budžeta
- EBRD - Evropska banka za obnovu i razvoj (European Bank for Reconstruction and Development)
- EIB - Evropska investicijska banka (European Investment Bank)
- IBRD - Međunarodna banka za obnovu i razvoj (International Bank For Reconstruction and Development)
- IDA - Međunarodna asocijacija za razvoj (International Development Association)
- KfW - Njemačka banka za obnovu i razvoj (KfW Development Bank)
- IMF - Međunarodni monetarni fond (International Monetary Fund)
- WB - Svjetska banka (World Bank)
- EFF - Extended Fund Facility (Prošireni aranžman IMF-a)

SAŽETAK

Strategija upravljanja dugom 2018-2020 (u daljem tekstu: Strategija) predstavlja sažetak glavnih načela i smjernica za politike upravljanja dugom Federacije BiH u posmatranom periodu i temelji se na postojećem portfoliju duga Federacije BiH, Dokumentu okvirnog budžeta Federacije BiH 2018 – 2020 (DOB 2018 – 2020) i Programu javnih investicija Federacije BiH 2018. – 2020. godina (PJI 2018. – 2020.). Strategija sadrži planove finansiranja potreba Vlade Federacije BiH u narednim godinama, te indikativne mjere i alate koji potrebne za dostizanje usvojenih strateških ciljeva.

1. PRAVNI I INSTITUCIONALNI OKVIR

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

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

2. CILJEVI I OBUHVAT STRATEGIJE UPRAVLJANJA DUGOM

2.1. Ciljevi upravljanja dugom

Ciljevi upravljanja dugom Vlade Federacije BiH u periodu 2018.-2020. godine su:

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

2.2. Obuhvat Strategije

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

Tabela 1. Obuhvat Strategije

Vrsta duga	Uključen (√)/ Isključen (x)	Iznos (mil.KM)
<i>Vanjski dug FBiH, od čega:</i>		4.739,37
- Relevantni vanjski dug FBiH	√	4.657,15
- Direktni vanjski dug FBiH	√	82,22
<i>Unutrašnji dug FBiH, od čega:</i>		866,2
- Trezorski zapisi FBiH	√	100,0
- Trezorske obveznice FBiH	√	530,0
- Obveznice stare devizne štednje (SDŠ)	√	40,8
- Obveznice za ratna potraživanja (RT)	√	195,4
<i>GARANCIJE¹</i>	x	26,71
- Garancije FBiH ²	x	26,71
- Garancije JP u vlasništvu FBiH	x	0,0
<i>UKUPAN dug obuhvaćen strategijom</i>		5.605,59

3. PORTFOLIO DUGA VLADE FEDERACIJE BIH

Ukupan portfolio duga za koji je odgovorna i kojim upravlja Vlada Federacije BiH na dan 31.12.2017. godine iznosi 5.605,59 mil.KM (3.437,30 mil.USD ili 27,6% BDP-a Federacije BiH), a sastoji se od vanjskog duga u iznosu od 4.739,37 mil.KM (2.906,15 mil.USD ili 84,55% ukupnog duga) i unutrašnjeg duga u iznosu od 866,2 mil.KM (531,16 mil.USD ili 15,45% ukupnog duga).

Tabela 2. Ukupan dug Federacije BiH obuhvaćen Strategijom na dan 31.12.2017. godine

Opis	Vanjski dug	Unutrašnji dug	Ukupni dug
Iznos (u mil KM)	4.739,4	866,2	5.605,6
Iznos (u mil.USD)	2.906,2	531,1	3.437,3
Nominalni dug kao % BDP-a FBiH	23,3	4,3	27,6

¹ Garancije FBiH nisu uključene jer se u periodu koji je obuhvaćen Strategijom ne očekuje njihovo aktiviranje.

² Garancije FBiH obuhvataju: garanciju na sindicirani kredit Željeznicama FBiH u iznosu od 78,92 mil.KM (stanje duga po ovoj garanciji na dan 31.12.2017. godine iznosi 25,58 mil.KM) i garanciju za Vodovod u Tuzli u iznosu 5,8 mil.EUR (stanje duga po ovoj garanciji na dan 31.12.2017. godine iznosi 0,58 mil.EUR ili 1,13 mil.KM).

3.1. Struktura vanjskog duga Federacije BiH na dan 31.12.2017. godine

Vanjski dug kojim upravlja Vlada Federacije BiH na dan 31.12.2017. godine iznosi 4.739,4 mil.KM (2.906,2 mil.USD).

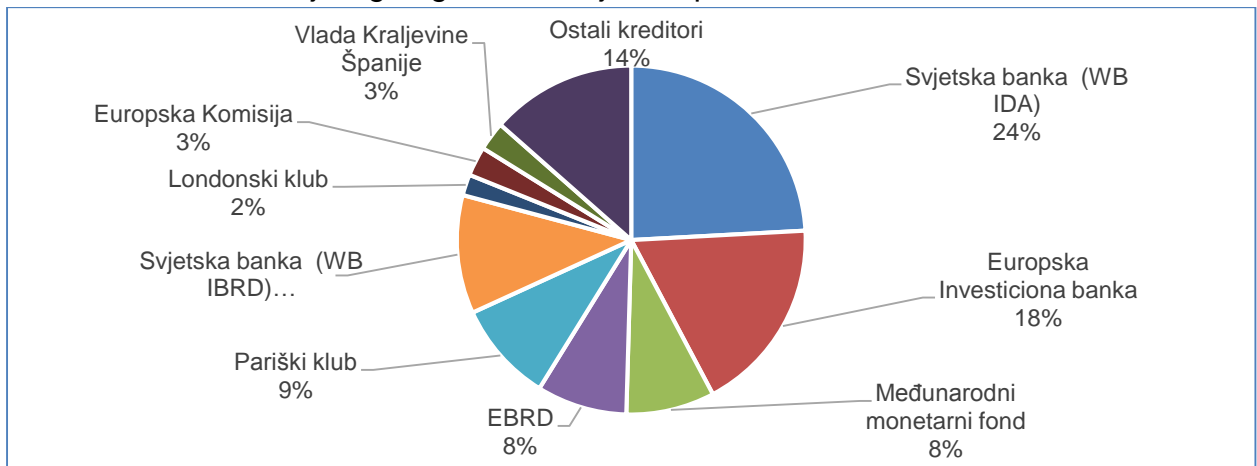
3.1.1. Struktura vanjskog duga Federacije BiH po kreditorima

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

Tabela 3. Pregled vanjskog duga Federacije BiH po kreditorima

Kreditor	u USD	u KM
Svjetska banka (WB IDA)	714.950.449,7	1.165.948.342,9
Evropska Investiciona banka	536.627.596,3	875.137.650,3
Međunarodni monetarni fond (IMF)	225.869.796,6	368.350.723,0
EBRD	248.871.663,0	405.862.396,8
Pariški klub	276.463.295,2	450.859.106,4
Svjetska banka (WB IBRD)	273.531.776,5	446.078.356,4
Londonski klub	58.209.981,5	94.929.419,9
Evropska Komisija	81.552.381,9	132.996.439,9
Vlada Kraljevine Španije	79.941.043,6	130.368.653,3
Ostali kreditori	410.128.761,3	668.842.085,1
TOTAL	2.906.146.745,6	4.739.373.174,2

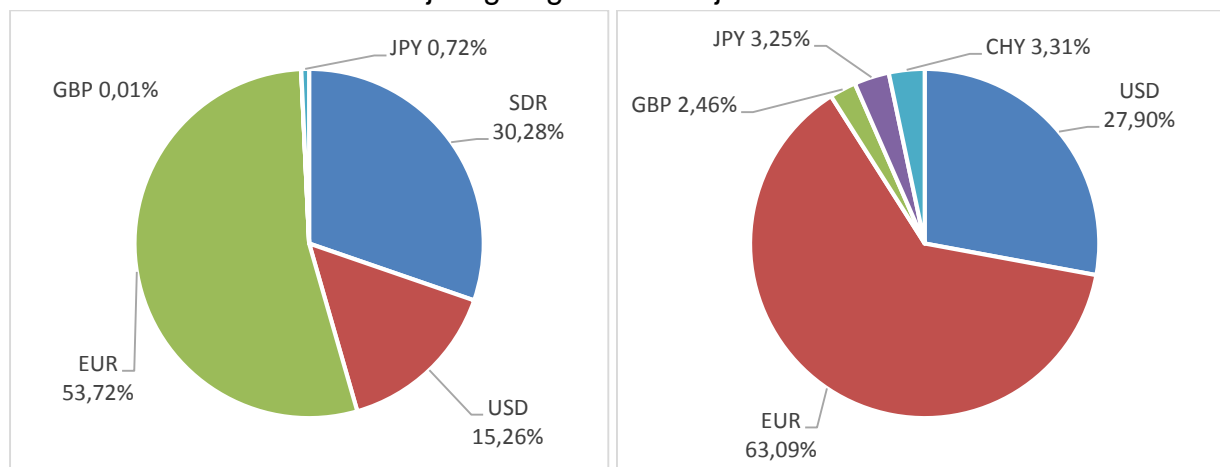
Slika 1. Struktura vanjskog duga Federacije BiH prema kreditorima



3.1.2. Valutna struktura vanjskog duga Federacije BiH

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

Slika 2. Valutna struktura vanjskog duga Federacije BiH

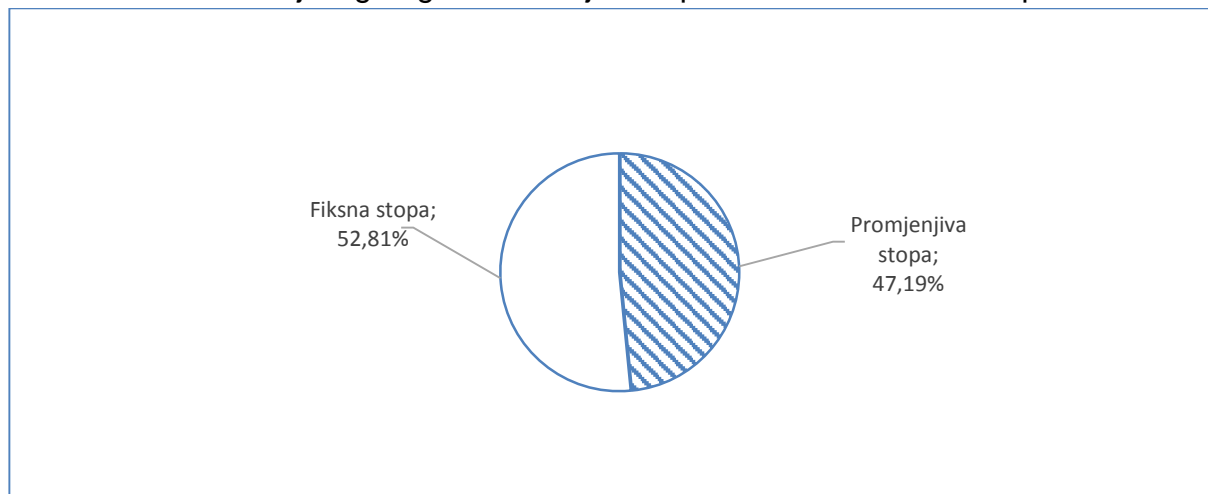


Dekompozicijom SDR-a³, udio EUR valute raste na 63,09%, a USD na 27,90% ukupnog vanjskog duga.

3.1.3. Kamatna struktura vanjskog duga Federacije BiH

Sa fiksnom kamatnom stopom ugovoreno je 2.502,9 mil.KM vanjskog duga ili 52,81%, i 2.236,5 mil.KM ili 47,19% sa promjenjivom kamatnom stopom.

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



3.2. Struktura unutrašnjeg duga Federacije BiH na dan 31.12.2017. godine

Unutrašnji dug koji je uključen u Strategiju sastoji se od duga u obliku vrijednosnih papira koji je nastao u skladu sa zakonom⁴ i duga nastalog emisijom tržišnih vrijednosnih papira.

³ 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).

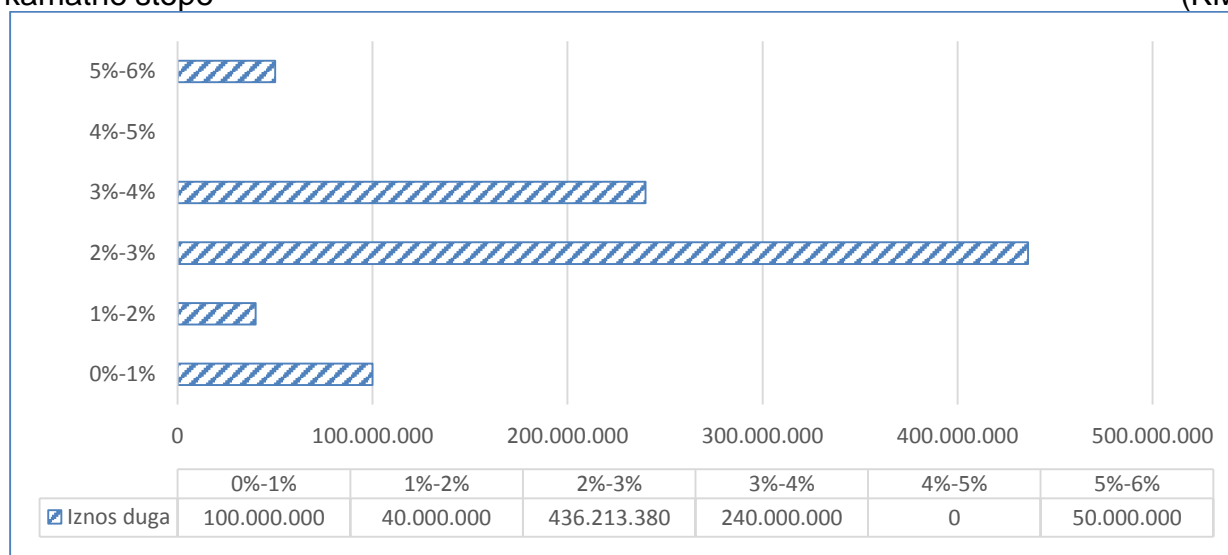
⁴ Zakon o utvrđivanju i načinu izmirenja unutrašnjih obaveza Federacije Bosne i Hercegovine ("Službene novine Federacije BiH", br. 66/04, 49/05, 35/06, 31/08, 32/09, 65/09 i 42/11); Zakon o izmirenju obaveza na osnovu računa stare devizne štednje u Federaciji Bosne i Hercegovine ("Službene novine Federacije BiH", br. 62/09, 42/11, 91/13 i 101/16)

Tabela 4. Unutrašnji dug Federacije BiH uključen u Strategiju

Vrsta duga	Uključen (✓)/ Isključen (x)	Iznos (mil.KM)
<i>Unutrašnji dug FBiH, od čega:</i>		866,2
- Trezorski zapisi FBiH	✓	100,0
- Trezorske obveznice FBiH	✓	530,0
- Obveznice stare devizne štednje (SDŠ)	✓	40,8
- Obveznice za ratna potraživanja (RT)	✓	195,4

3.2.1. Kamatna struktura unutrašnjeg duga Federacije BiH

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



4. RIZICI PORTFOLIJA DUGA FEDERACIJE BiH

4.1. Karakteristike troškova i rizika portfolija duga Federacije BiH

Portfolio duga Federacije BiH ima relativno nisku ponderisanu prosječnu implicitnu kamatnu stopu od 1,7%. Prosječna ponderisana implicitna kamatna stopa za unutrašnji dug iznosi 2,6%, a rezultat je omjera obveznica emitovanih za izmirenje obaveza po osnovu stare devizne štednje i ratnih potraživanja koje imaju zakonom određenu kamatnu stopu 2,5% (236,2 mil.KM) i tržišnih dugoročnih vrijednosnih papira u obliku obveznica (530,0 mil.KM). Prosječna ponderisana implicitna kamatna stopa za vanjski dug iznosi 1,5%.

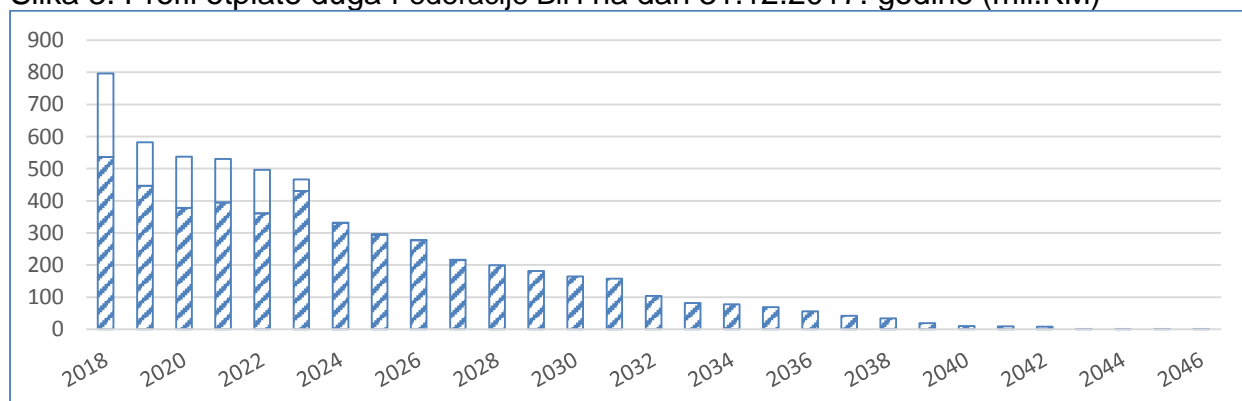
Tabela 5. Indikatori rizika portfolija duga Federacije BiH na dan 31.12.2017. godine

Indikatori rizika		Vanjski dug		Unutrašnji dug		Ukupni dug	
		2016.	2017.	2016.	2017.	2016.	2017.
Iznos duga (milioni KM)		5.250,1	4.739,4	988,0	866,2	6.238,1	5.605,6
Iznos duga (milioni USD)		2.289,5	2.906,1	532,5	522,9	3.362,0	3.437,3
Nominalni dug u % BDP		27,4	23,3	5,2	4,3	32,5	27,6
Sadašnja vrijednost duga u % BDP		24,1	21,2	5,2	4,3	29,4	25,4
Troškovi duga	Kamata kao % BDP	0,4	0,3	0,1	0,1	0,5	0,5
	Prosječna ponderisana kamata (%)	1,3	1,5	2,8	2,6	1,6	1,7
Rizik refinansiranja	Prosječno vrijeme dospelja (godine)	6,7	6,7	2,7	2,4	6,0	6,0
	Dospjeće duga u sljedećoj godini (% ukupnog)	10,6	10,6	26,6	30,1	13,2	13,6
	Dospjeće duga u sljedećoj godini (% BDP)	2,8	2,5	1,4	1,3	4,2	3,8
Kamatni rizik	Prosječno vrijeme refiksiranja (godine)	4,1	3,8	2,7	2,4	3,9	3,6
	Dug koji se refiksira u sljedećoj godini (% ukupnog)	49,4	50,6	26,6	30,1	45,7	47,4
	Dug sa fiksnom kamatnom stopom (% ukupnog)	53,6	52,8	100,0	100,0	61,2	60,1
Valutni rizik	Devizni dug (% ukupnog duga)					83,7	84,5
	Kratkoročni devizni dug (% rezervi)					6,5	6,0

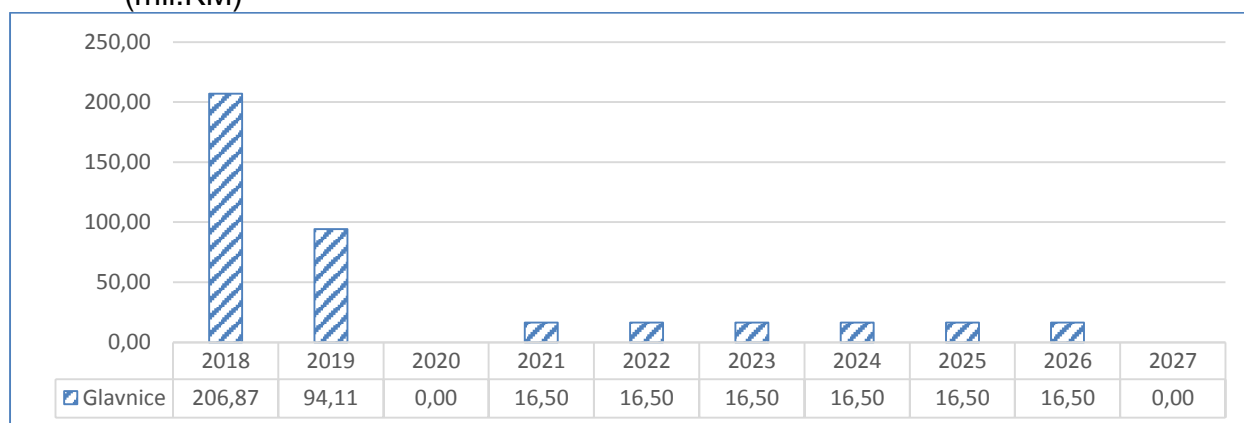
4.2 Rizik refinansiranja

Rizik refinansiranja je relativno veliki i za unutrašnji i za vanjski dug i koncentriran je na kratki i srednji rok. Profil otplate naginje ka kratkom i srednjem roku. Prosječno vrijeme dospelja (ATM) za unutrašnji dug je 2,4 godina, a 6,7 godina za vanjski dug. Kraće prosječno vrijeme dospelja unutrašnjeg duga u odnosu na vanjski dug rezultat je obaveza po osnovu unutrašnjeg duga utvrđenih zakonom (obveznice izdane za izmirenje stare devizne štednje i ratnih potraživanja), i razvijenosti domaćeg tržišta vrijednosnih papira s obzirom da na istom ne postoji značajniji tržišni potencijal za izdavanjem obveznica sa dužim rokom dospelja).

Slika 3. Profil otplate duga Federacije BiH na dan 31.12.2017. godine (mil.KM)



Slika 4. Profil otplate duga Federacije BiH prema IMF-u, na dan 31.12.2017. godine (mil.KM)



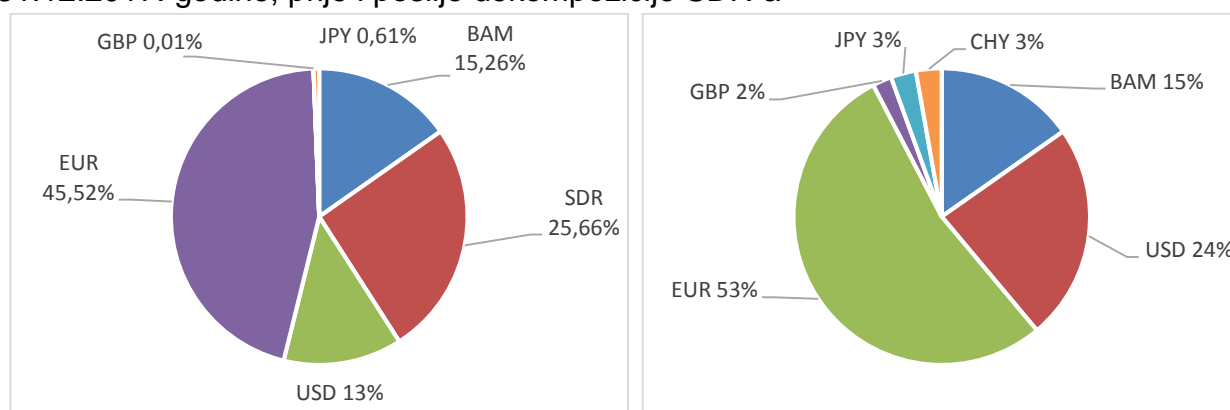
4.3 Kamatni rizik

Udio duga koji se se refiksira unutar jedne godine iznosi 47,4% ukupnog portfolija duga Federacije BiH i rezultat je činjenice da je gotovo pola portfolija vanjskog duga ugovoreno sa varijabilnom kamatnom stopom (47,2%) kao i kratkog roka dospjeća tržišnih vrijednosnih papira emitovanih na domaćem tržištu. Povećanje referentne kamatne stope za jedan procentni poen povećalo bi otplatu duga za cca 14 mil.USD godišnje (cca 23 mil.KM). Za refiksiranje vanjskog duga prosječno je potrebno 3,8 godina, a 2,4 godina za refiksiranje unutrašnjeg duga.

4.4 Valutni rizik

Glavne valute u portfoliju duga Federacije BiH su EUR (45%), SDR (26%) i USD (13%) i KM (15%). Dekompozicijom SDR-a, udio EUR valute raste na 53% ukupnog duga a USD na 24%. Valutni rizik portfolija vanjskog duga Federacije BiH je dosta izražen. Približno 40% vanjskog duga je osjetljivo na promjene deviznih kurseva s obzirom na valutnu strukturu portfolija vanjskog duga (EUR -53,72%, SDR -30,28% i USD -15,26%), u kojoj, nakon dekompozicije SDR-a, udio EUR valute u ukupnom vanjskom dugu iznosi 63,09% (Slika 2.).

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



4.5 Potencijalne obaveze

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

4.5.1 Garancije

Vlada Federacije BiH je 2010. godine izdala unutrašnju garanciju za JP Željeznice Federacije BiH po osnovu sindiciranog kredita u iznosu od 78,9 mil.KM (stanje duga na dan 31.12.2017. godine iznosi 25,58 mil.KM). Pored navedene, izdata je i garancija za JKP Vodovod i kanalizacija doo Tuzla na iznos od 5,8 mil EUR (vanjska garancija Bosne i Hercegovine). Neotplaćeni dug po ovoj garanciji na dan 31.12. 2017. godine, iznosi 0,58 mil. EUR ili 1,13 mil.KM.

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

4.5.2 Preuzimanje obaveza krajnjih korisnika

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

5. MAKROEKONOMSKI OKVIR⁵

Makroekonomske projekcije za period 2017. – 2020. godine, temeljene su na inputima i statističkim pokazateljima objavljenim do sredine septembra 2016. godine. Spor oporavak ekonomskih kretanja u međunarodnom okruženju, prije svega u EU, u 2015. i 2016. godini, doveli su do povećanja rizika, što je uticalo na makroekonomske projekcije.

U domaćoj privredi, nakon realnog rasta ekonomskih aktivnosti u 2015. godini (3,1%), procenjen je blagi realni rast BDP-a u 2016. godini od 2,1%. Očekivanja su da će BDP zabilježiti realan rast u 2017. godini po stopi od 4,5%, u 2018. godini 3,2%, da bi u 2019. godini i 2020. godini iznosio 5,1%, odnosno 5,3%⁶. Glavni rizici za ostvarenje ovih projekcija su vezani za (ne)ostvarivanje pretpostavki iz vanjskog sektora (ekonomski rast u okruženju, kretanje svjetskih cijena, vremenske prilike i sl).

⁵Dokument okvirnog budžeta Federacije BiH 2018.–2020.godine, Federalno ministarstvo finansija/financija, Sarajevo, oktobar/listopad 2017. godine

⁶Projekcije za DOB izrađene su na osnovu DEP-ovih projekcija iz septembra 2017.g, a na osnovu procenta učešća entiteta FBiH u BDP-u BiH- Saopštenje BHAS broj 2. od 21.7.2017.g.

Tabela 8. Makroekonomski pokazatelji za Federaciju BiH za period 2018. – 2020. godine (u mil KM)

Indikator	2018	2019	2020
Javni prihodi (uključujući grantove) ⁷ (u mil KM)	2.046,3	2.035,8	2.044,6
Primarni rashodi javnog sektora (u mil KM)	1.474,3	1.436,1	1.426,6
Rashodi javnog sektora (u mil KM)	1.611,3	1.592,7	1.578,7
Izdaci za kamate (u mil KM)	137,0	156,7	152,1
Devizne rezerve (mil.USD) ⁸	5.885,2	6.051,5	6.063,0
BDP (Nominalni) (u mil KM)	21.164	22.289	23.614
Nominalni rast u %	4,4	5,3	5,9
Realni BDP (u mil KM) (prethodna g. = 100)	21.527	22.639	23.846
Realni rast u %	3,2	5,1	5,3

Tabela 9. Makroekonomski rizici i implikacije po strategiju 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. Potencijalne obaveze, bilo iz bankarskog sektora ili državnih preduzeća, bi mogle dovesti do povećanja bruto finansijskih potreba i troškova finansiranja i pogoršanja fiskalnog bilansa, što bi moglo rezultirati većim domaćim i vanjskim zaduženjem.
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	U Bosni i Hercegovini je, nakon višegodišnjeg smanjenja ukupnog nivoa cijena, u periodu I-VII 2017. godine registrovana inflacija (1,1% g/g). Pretpostavljeno kretanje inflacije u Bosni i Hercegovini u osnovnom scenariju za 2018-2020. godinu je primarno bazirano na stabilnim cijenama sirove nafte ali i hrane, kao vanjskih faktora. 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 za očuvanje njegove sigurnosti i stabilnosti.

⁷ Odnosi se na porezne i neporezne prihode Budžeta FBiH

⁸ Izvor podataka: Centralna Banka BiH (26.09.2016), preračun izvršen po srednjem kursu USD na dan 31.12.2016. godine

6. IZVORI FINANSIRANJA

6.1. Vanjski izvori finansiranja

Vanjska finansijska sredstva koja stoje na raspolaganju i koja Federacija BiH planira angažovati u periodu 2018-2020 procjenjuju se na 1.494,64 mil.KM⁹ (902,2 mil.USD¹⁰). Uzimajući u obzir troškove i rizike ugovaranja zajmova, Federacija BiH će nastaviti sa politikom maksimiziranja zaduživanja kod multilateralnih institucija, a procjene ukazuju da bi se 59% planiranih potreba moglo zadovoljiti finansiranjem iz ovih izvora. Obzirom da Bosni i Hercegovini više nisu dostupna sredstva pod IDA uslovima, vanjsko finansiranje će se pomjeriti prema manje koncesionalnom.

Tabela 10: Pregled procijenjenog finansiranja iz vanjskih izvora u periodu 2019.-2020. godina

Kreditor	Kamatna stopa	Grace period	Rok otplate	Valuta	Finansiranje mil.USD	%	Rizici
IBRD	Fiksna ili varijabilna	5-10	18-30	EUR	22,92	2,53	Rizik refiksiranja za varijabilnu
EIB	Fiksna ili varijabilna	4-5	25	EUR	459,74	50,95	Rizik refiksiranja za varijabilnu
IMF ¹¹	Varijabilna	4	10	SDR	0,0	0,00	Rizik refiksiranja, refinansiranja, i valutni rizik
EBRD	Fiksna ili varijabilna, 6MEURIBOR+1%	3-5	12-15	EUR	170,40	18,60	Rizik refiksiranja za varijabilnu
Kuvajtski fond	Fiksna, 2%	5	25	KWD	44,15	4,89	Valutni rizik
Saudijski fond	Fiksna, 1% - 2%	5	25	SAR	0,00	0,00	Valutni rizik
OPEC fond	Fiksna, 2%	10	20	USD	62,18	6,89	Valutni rizik
CEB	Fiksna ili varijabilna	5	10	EUR	37,26	4,43	Rizik refiksiranja za varijabilnu
IFAD	Fiksna, 0,75%	10	30	SDR	3,95	0,44	Rizik refiksiranja, refinansiranja, i valutni rizik
IDA	Fiksna	5	25	SDR	26,48	2,94	Rizik refinansiranja
KfW	Fiksna	2,5 - 10	12 - 20	EUR	75,13	8,33	Rizik refinansiranja
Ostala sredstva	Fiksna ili varijabilna	3-5	10-15	EUR	0,00	0,00	Rizik refinansiranja i refiksiranja za varijabilnu
UKUPNO					902,21	100,00	

6.2. Domaći izvori finansiranja

Domaće tržište vladinih vrijednosnih papira je relativno malo i nerazvijeno, ali ima trend rasta prilagođavajući se finansijskim potrebama Vlade Federacije BiH. Domaće komercijalne banke su najveći investitori u trezorske zapise i tržišne obveznice Vlade Federacije BiH. Vrijednosne papire kupljene na primarnom tržištu banke uglavnom

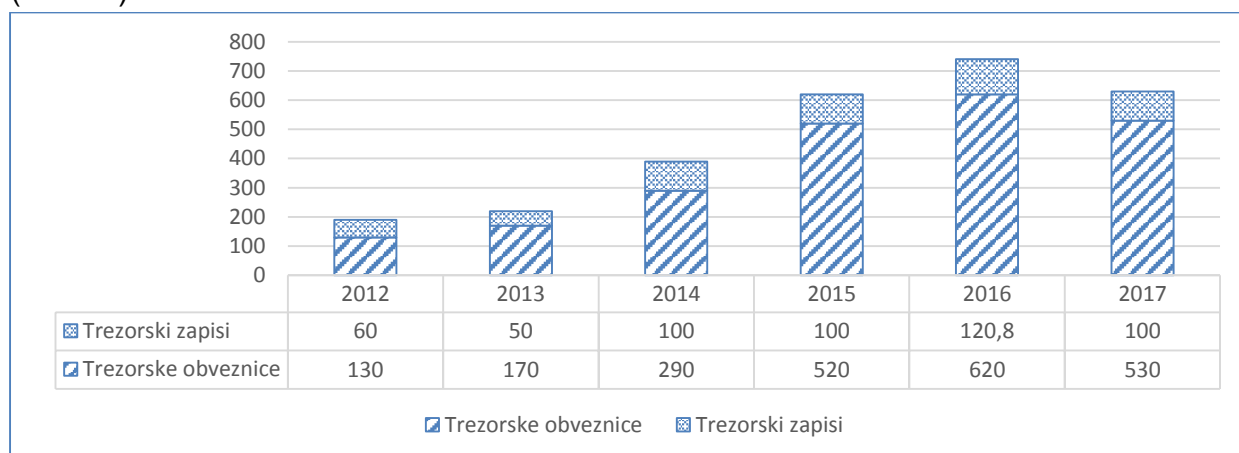
⁹ Prema podacima jedinica za implementaciju projekata

¹⁰ Preračun izvršen po kursu KM:USD na dan 30.09.2017. godine (1USD=1,656641 KM)

¹¹ Navedeno se odnosi na Prošireni aranžman MMF-a (Extended Fund Facility)

čuvaju do dospjeća, iako se, u manjem obimu, u posljednje vrijeme ovim papirima trguje i na sekundarnom tržištu.

Slika 6. Stanje duga Federacije BiH po osnovu tržišnih vrijednosnih papira 2012-2017 (mil.KM)



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

Aukcije trezorskih zapisa (ročnosti tri, šest, devet i dvanaest mjeseci) će varirati zavisno od 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 Federacije BiH održavaju se u skladu sa godišnjim indikativnim kalendarom aukcija, koji Ministarstvo finansija objavljuje na svojoj web stranici.

Tabela 11. Struktura, troškovi i rizici domaćih izvora 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

U ovom dokumentu predstavljeni su osnovni scenarij i tri zamjenska scenarija. Pretpostavke visine kamatnih stopa i vrijednosti deviznih kurseva za period 2018. – 2020. godina preuzeti su od Ministarstva finansija i trezora BiH. Navedeni scenariji su testirani

na uticaj šokova, i to po jedan odvojeni kamatni i valutni i jedan kombinovani kamatno-valutni.

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

Za projekcije varijabilnih kamatnih stopa, 6M LIBOR¹² i 6M EURIBOR¹³ pretpostavljeno je da će razlika između vrijednosti 6M EURIBOR (6M LIBOR) i prinosa na njemačke jednogodišnje obveznice (američke jednogodišnje obveznice) biti jednaka tokom posmatranog perioda. Ove kamatne stope predstavljaju referentne kamatne stope za instrumente duga sa promjenjivim kamatama, dok su za instrumente duga sa fiksnom kamatnom stopom prilikom procjena visine kamata uzeta u obzir postojeća zaduženja.

Tabela 12. Procjenjene visine kamata na instrumente duga u periodu 2017. – 2020. godina korištene u MTDS AT

Naziv instrumenta	Kamata			
	2017	2018	2019	2020
Koncesionalni USD Fiksni	2,40%	2,68%	2,96%	3,24%
Koncesionalni EUR Fiksni	2,50%	2,52%	2,60%	3,02%
Koncesionalni USD Varijabilni	1,42%	1,70%	1,98%	2,26%
Koncesionalni EUR Varijabilni	-0,26%	-0,24%	-0,16%	0,26%
IMF EFF ¹⁴ USD Varijabilni	0,59%	0,87%	1,15%	1,43%
5y Eurobond	7,14%	7,80%	8,48%	9,17%

Tabela 13. Procjenjeni spread (margina) na instrumente duga sa varijabilnom kamatnom stopom u periodu 2017. – 2020. godina korištene u MTDS AT

Naziv instrumenta	Spread			
	2017	2018	2019	2020
Koncesionalni USD Varijabilni	0,95%	0,95%	0,95%	0,95%
Koncesionalni EUR Varijabilni	0,95%	0,95%	0,95%	0,95%
IMF EFF USD Varijabilni	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%

Bosna i Hercegovina ima kreditni rejting B od S&P¹⁵ i B3 od Moody's¹⁶. Oba kreditna rejtinga su nepovoljna i svrstavaju Bosnu i Hercegovinu u skupinu zemalja sa visokim kreditnim rizikom – neinvestitorski rejting, odnosno u grupu zemalja koja može da izmiruje trenutne dugoročne obaveze, ali nepovoljna ekonomska kretanja mogu dovesti do problema u servisiranju njenih obaveza.

¹² London Interbank Offered Rate

¹³ Euro Interbank Offered Rate

¹⁴ Extended Fund Facilities

¹⁵ Standard and Poor's – agencija za procjenu kreditnog rejtinga

¹⁶ Moody's Investors Service - agencija za procjenu kreditnog rejtinga

Tabela 14: Pregled dugoročnog rejtinga pojedinih zemalja iz šireg okruženja

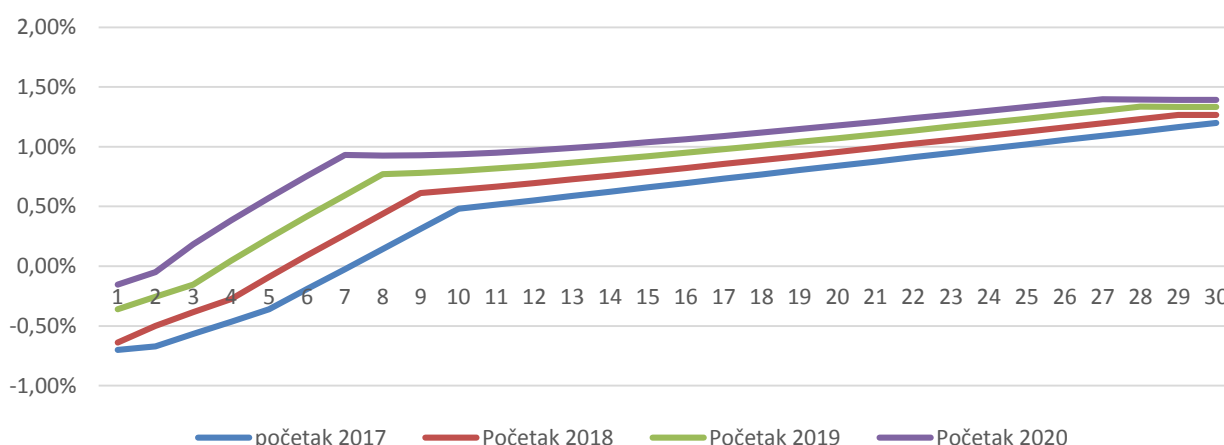
Država	Moody's Investors Service	Standard & Poor's
	Dugoročni / izgled	Dugoročni / izgled
Albanija	B1 / stabilan	B+/ stabilan
Bosna i Hercegovina	B3 / stabilan	B / stabilan
Bugarska	Baa2 / stabilan	BB+ / stabilan
Crna Gora	B1 / negativan	B+ / negativan
Grčka	Caa3 / stabilan	B-/ stabilan
Hrvatska	Ba2 / 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, Bosna i Hercegovina još uvijek nije emitovala vrijednosne papire na međunarodnom finansijskom tržištu. Iako je izgledno da Federacija BiH, neće izlaziti na međunarodno finansijsko tržište u periodu koji pokriva Strategija, ipak je urađena procjena troškova i rizika za jednu takvu emisiju za slučaj da preostali izvori finansiranja ne obezbjede zadovoljenje finansijskih potreba Vlade FBiH.

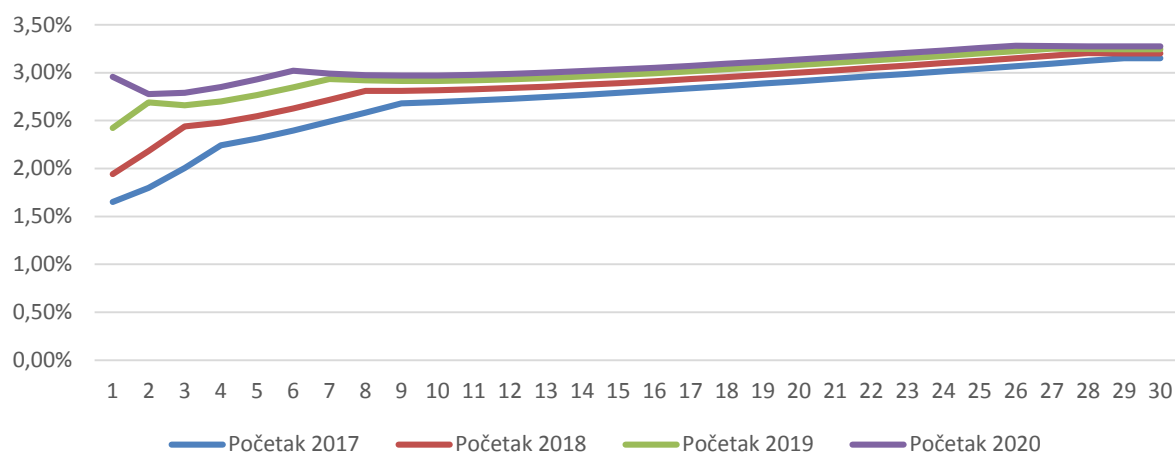
Procijena očekivanih budućih prinosa za emisiju obveznica Bosne i Hercegovine u EUR valuti, rađena je na osnovu uporedbe sadašnjih prinosa na euroobveznice koje su emitirale Albanija i Crna Gora, kao zemlje koje imaju bolji kreditni rejting od Bosne i Hercegovine, i njemačkih obveznica kao referentnih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

Slika 7. Prinos na njemačke obveznice različitih ročnosti - (sredina 2016.)¹⁷



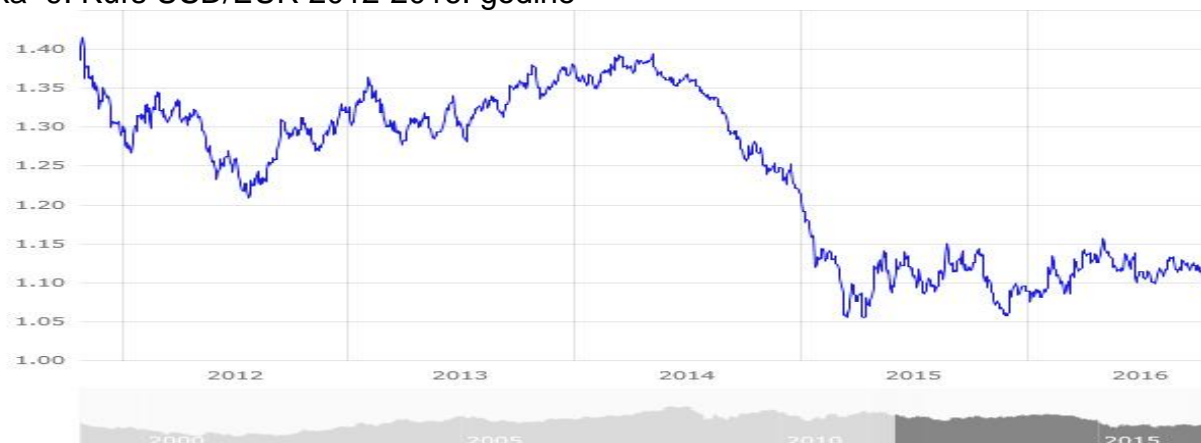
¹⁷ Izračun FMF

Slika 8. Krivulja prinosa na američke obveznice različitih ročnosti - (sredina 2016.)¹⁸



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

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



Izvor: Bloomberg

Pretpostavka je da će odnos EUR/USD, odnosno KM/USD u 2018. godini deprecirati za 1,7% u odnosu na njegovu vrijednost u decembru 2017. godine, te da će nakon toga pa do kraja posmatranog perioda ostati na istom nivou kao što je bio krajem decembra 2017. godine.

7.1. Scenario nepredviđenih događaja (Šok scenario)

Korištenjem podataka iz portfolija duga Federacije BiH, makroekonomskih pretpostavki za posmatrani period kao i potencijalnih izvora finansiranja, napravljeno je nekoliko scenarija i strategija zaduživanja. Ovaj odjeljak analizira četiri strategije finansiranja potreba Vlade Federacije BiH kako bi se odredio odnos troškova i rizika za svaku pojedinačnu strategiju. Svaka od analiziranih strategija testirana je i na iznenadne

¹⁸ Izračun FMF

promjene u pogledu kamatnih stopa i deviznih kurseva kako bi se procijenili troškovi i rizici na navedene promjene.

Šok valutnog (deviznog) kursa:

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

Šok kamatnih stopa:

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

Scenariji šokova:

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

Tabela 15. Stilizovani instrumenti portfolija duga Federacije BiH

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

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

Indikatori rizika		Portfolio	Trenutni portfolio	Izabrana strategija
		2016. godine	2017. godina	Kraj 2020. godine
Nominalni dug (% BDP-a)		32,5	27,6	25,8
Sadašnja vrijednost (% BDP-a)		29,4	25,4	24,3
Ponderisana prosječna kamata (%)		1,6	1,7	1,6
Rizik refinansiranja	ATM Vanjski dug (godine)	6,7	6,7	7,1
	ATM Unutrašnji dug (godine)	2,7	2,4	0,8
	ATM Ukupni dug (godine)	6,0	6,0	6,4
Kamatni rizik	ATR (godine)	3,9	3,6	2,8
	Dug koji se refiksira u 1 g (% ukupnog duga)	45,7	47,4	63,3
	Dug po fiksnoj kamati (% ukupnog duga)	61,2	60,1	47,9
Valutni rizik	Devizni dug (% ukupnog duga)	83,7	84,5	89,2
	Kratkoročni devizni dug (% rezervi)	6,5	6,0	4,5

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.

Osnovni scenario -Strategija (S1) zaduživanje Federacije BiH u skladu sa DOB-om 2018-2020, PJI 2018-2020. godine: Finansiranje razvojnih projekata do 2020. godine procijenjeno je na 1.494,64 mil.KM. Vanjski izvori finansiranja su okvirno identificirani. Uslovi pod kojima bi se Federacija BiH trebala zadužiti za finansiranje razvojnih projekata bi trebali pretežno uključivati fiksne kamatne stope uz preferiranu valutu EUR. Budžetska podrška će se finansirati dijelom iz vanjskih izvora (Svjetska banka), sredstvima prikupljenim emisijama trezorskih zapisa i trogodišnjih, petogodišnjih, sedmogodišnjih i desetogodišnjih obveznica u obimu koji osigurava i razvoj domaćeg tržišta.

Strategija 2 (S2) zaduživanje Federacije BiH u skladu sa DOB-om 2018-2020 i PJI 2018-2020, domaće finansiranje nadomjestiti će se nastavkom realizacije sporazuma sa IMF-om (EFF-extended fund facility), te refinansiranjem kratkoročnih vrijednosnih papira Vlade Federacije BiH na domaćem tržištu (trezorski zapisi): Zaduzivanje na domaćem tržištu emisijama tržišnih obveznica Vlade Federacije BiH (trogodišnje, petogodišnje, sedmogodišnje i desetogodišnje obveznice u ukupnom iznosu 150,0 mil.KM) zamjenjeno je sredstvima IMF-a. Iako je nastavak realizacije sporazuma sa IMF-om upitan, ova varijanta je odabrana obzirom da preduslovi koje je potrebno ispuniti za nastavak

realizacije sporazuma nisu neostvarivi tokom 2018. godine. U tom kontekstu su testirani troškovi i rizici ove strategije upravljanja dugom.

Strategija 3 (S3): emitovanje petogodišnje Euroobveznice: Zaduživanje Federacije BiH u skladu sa PJI 2018-2020, te refinansiranje kratkoročnih vrijednosnih papira Vlade Federacije BiH na domaćem tržištu. U ovoj alternativnoj strategiji predviđen je zastoj u provođenju reformi u 2018. i 2019. godini kao i nedostatak planiranih budžetskih sredstava, uslijed čega je nedostajući iznos nadoknađen emisijom petogodišnje euroobveznice u visini koja odgovara planiranom iznosu sredstava od IMF-a (cca 500 mil.KM u periodu koji obuhvata Strategija).

Strategija 4 (S4) Zaduživanje Federacije BiH u skladu sa DOB-om 2018-2020, PJI 2018-2020. godine. Finansiranje razvojnih projekta do 2020. godine procijenjeno je na 1.494,64 mil.KM. Vanjski izvori finansiranja su okvirno identificirani, te su u većem obimu ugovarani sa fiksnim kamatnim stopama u odnosu na strategiju S1. Budžetska podrška će se finansirati dijelom iz vanjskih izvora (Svjetska banka), emisijama trezorskih zapisa i desetogodišnjih obveznica u obimu koji osigurava zadovoljenje finansijskih potreba Vlade Federacije BiH na domaćem tržištu (iako postoji razumjevanje da strategija izdavanja desetogodišnjih obveznica u ovom obimu nije izvodiva, ova strategija je testirana kako bi se mogli procijeniti troškovi).

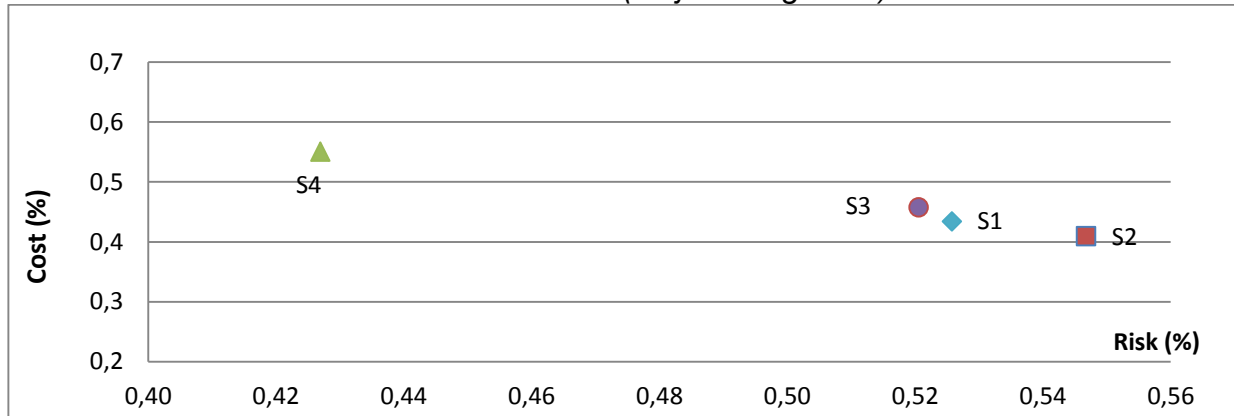
7.3. Analiza troškova i rizika alternativnih strategija zaduživanja

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

Trošak servisiranja duga je najosjetljiviji na promjene kamatnih stopa. Dug sa visokim kamatnim stopama generiše tokom vremena veće troškove duga, odnosno povećava potrebe za refinansiranjem. Strategija S2 ima najmanje troškove (Slika 10.) zbog strukture duga u kojoj dominira vanjsko zaduživanje u EUR-ima po varijabilnim kamatnim stopama. Strategija S4 je najskuplja jer predviđa intenzivno zaduživanje na domaćem tržištu kapitala emisijom desetogodišnjih obveznica po tržišnim kamatnim stopama te zaduživanje na vanjskom tržištu sa većim udjelom fiksnih kamatnih stopa u odnosu na S1 i S2. Strategije S1 i S3 su jednako rizične strategije i imaju nešto veće troškove u odnosu na S2. 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 0,427 – 0,547. Najmanji rizik odnosi se na strategiju S4 (odstupanje šok scenarija od baznog) koja je podrazumjevala finansiranje Vladinih potreba izdavanjem desetogodišnjih obveznica sa fiksnom kamatnom stopom te refinansiranjem unutrašnjeg duga u obliku trezorskih zapisa, kao i zaduživanje u većem

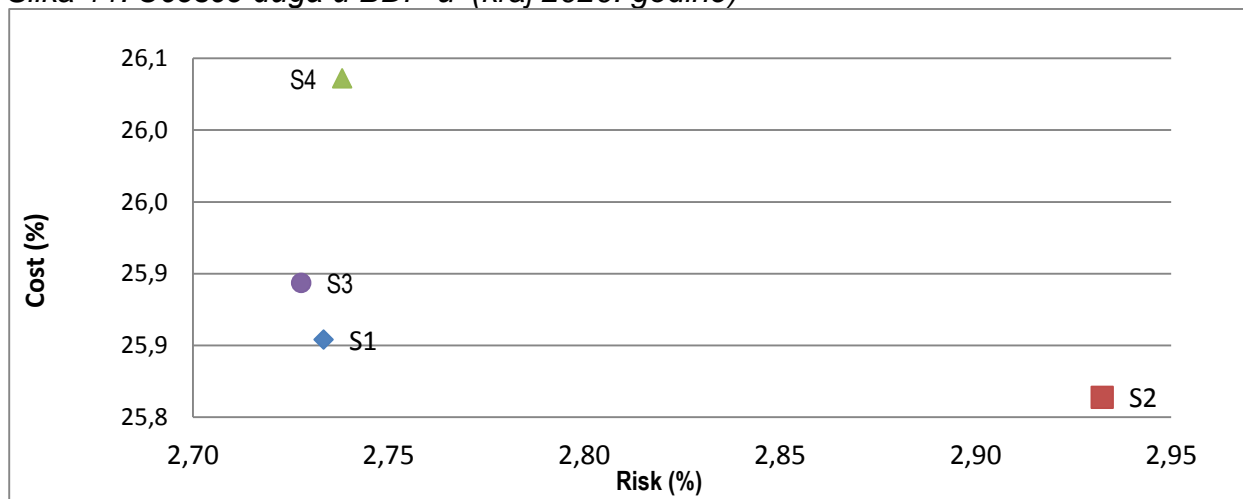
obimu po fiksnim stopama za realizaciju PJI 2018 – 2020. godine u odnosu na izabranu strategiju S1. Ostale tri strategije približno su jednako rizične u pogledu šoka kamatne stope u 2. godini strategije (0,521-0,526).

Slika 10. Učešće troškova kamata u BDP-u (kraj 2020. godine)



Najveći rizik portfolija duga za sve četiri strategije, u pogledu omjera dug/BDP predstavlja valutni rizik u slučaju da se poveća kurs USD u odnosu na KM (šok od 30% u 2. godini strategije). Portfolio koji ima veći udio ne-eurskih valuta u stanju neotplaćenog vanjskog duga je rizičniji. S2 je najrizičnija strategija zbog niskog udjela domaćeg zaduživanja i značajnijeg vanjskog zaduživanja u neeurskim valutama (IMF) sa promjenjivom kamatnom stopom. Kao i u slučaju prethodnog indikatora kada posmatramo bazni scenarij, strategija S1 neznatno skuplja od strategije S2 i jeftinija i manje rizična u odnosu na strategije S3 i S4 zbog većeg udijela eurske valute u vanjskom dugu. Strategije S3 i S4 su skuplje od strategije S1, dok je strategija S4 najskuplja iz razloga većeg omjera unutrašnjeg finansiranja u odnosu na vanjsko. Uticajem valutnog šoka u drugoj godini strategije, odstupanje risk scenarija u odnosu na bazni scenarij kreće se u rasponu od 2,728-2,9324%, s tim da je najmanje odstupanje kod strategije S3, obzirom da je posuđivanje na vanjskom tržištu uglavnom u EUR valuti (zaduživanje u EUR-ima za realizaciju PJI 2018-2020 i izdavanje Euroobveznice za finansiranje budžetskih potreba).

Slika 11. Učešće duga u BDP-u (kraj 2020. godine)



7.4. Indikatori rizika alternativnih strategija

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

Tabela 17. Indikatori rizika po strategijama na kraju 2020. godine

Indikatori rizika		Početni portfolio	S1	S2	S3	S4
Nominalni dug u % BDP		27,6	25,8	25,8	25,9	26,0
Sadašnja vrijednost duga u % BDP		25,4	24,3	24,3	24,4	23,3
Troškovi kamata u % BDP		0,5	0,4	0,4	0,5	0,6
Implicirana kamatna stopa (%)		1,7	1,6	1,6	1,8	2,1
Rizik refinansiranja	Dug koji dospjeva u 1. godini (% ukupnog)	13,6	9,8	14,4	14,6	10,0
	Dug koji dospjeva u 1. godini (% BDP)	3,8	2,5	3,7	3,8	2,6
	Prosječno dospjeće portfolija (godine)	6,0	6,8	6,4	6,2	7,4
	Prosječno dospjeće domaći dug (godine)	2,4	2,3	0,8	0,8	4,5
	Prosječno dospjeće vanjski dug (godine)	6,7	7,4	7,1	6,9	7,8
Kamatni rizik	Prosječno vrijeme refiksiranja (godine)	3,6	3,1	2,8	3,0	5,8
	Refiksiranje duga u 1. godini (godine)	47,4	57,0	63,3	57,3	33,2
	Dug sa fiksnom kamatom (% ukupnog duga)	60,1	49,7	47,9	54,2	73,7
Devizni rizik	Devizni dug u % ukupnog duga	84,5	88,4	89,2	88,9	87,8
	Kratkoročni devizni dug u % rezervi	6,0	4,5	4,5	4,5	4,5

Poredeći indikatore rizika predloženih strategija sa rizicima trenutnog portfolija duga, vidi se smanjenje udjela duga prema BDP-u, iako Bosna i Hercegovina nije više zemlja kojoj je dostupno finansiranje po IDA uslovima što bi trebalo dovesti do povećanja učešća umjesto smanjenja¹⁹. Prosječna implicitna ponderisana kamatna stopa u svim strategijama je viša od trenutne zbog nemogućnosti posuđivanja po uslovima IDA-e i smanjenog pristupa 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 doprinosi produženju prosječnog vremena do dospjeća (ATM) za vanjski dug na 7,2 godine i zaduživanju kod kreditora sa dužim rokom otplate i grace periodom. S4 ima najveći obim zaduživanja po fiksnim kamatnim stopama, te zbog toga smanjuje rizik refiksiranja u odnosu na ostale strategije, što rezultira da je ATR veći u odnosu na ATR ostalih strategija i iznosi 5,5 godina. Sve posmatrane strategije povećavaju iznos duga koji treba refiksirati u narednoj godini (sa 48,5% na 54,7-63,3%). To povećanje rezultat je kreditnih uslova izabranih kreditora a u vezi realizacije velikih infrastrukturnih projekata iz PJI 2018 – 2020. godine.

¹⁹ Projekcija BDP-a u dokumentu okvirnog budžeta Federacije BiH je možda preoptimistična

Udio duga sa fiksnom stopom u svim posmatranim strategijama, bi se, iz navedenog razloga, smanjio u odnosu na njegovo učešće u početnom portfoliju i kretao bi se od 47,9% (strategija S2 – zaduživanje za PJI, IMF budžetska podrška bez emisije obveznica na domaćem tržištu) do 74%, koliko bi iznosi u Strategiji S4.

Nakon analize troškova rizika i alternativnih strategija zaduživanja definisana je poželjna strategija zaduživanja u periodu koji obuhvata ova Strategija.

Vlada Federacije BiH je izabrala **Strategiju S2** koju će provoditi u periodu 2018-2020. Izabrana strategija, odnosno indikatori izabrane strategije S2 u 2020. godini su u skladu sa smjernicama za upravljanje dugom, osim kada je u pitanju prosječno vrijeme refiksiranja i udio duga sa fiksnom kamatnom stopom. Na ove indikatore moglo bi se uticati na način da se krediti za realizaciju PJI 2018-2020 ugovaraju sa fiksnim kamatnim stopama gdje god uslovi kreditora to omogućavaju.

Tabela 18. Bruto finansiranje predviđeno u Strategiji 2 u mil.KM po instrumentima

Ukupno povlačenje po instrumentima		2018	2019	2020
Koncesionalni USD Fiksni	Vanjsko	121	116	49
Koncesionalni EUR Fiksni	Vanjsko	45	15	20
Koncesionalni USD Varijabilni	Vanjsko	0	0	0
Koncesionalni EUR Varijabilni	Vanjsko	640	506	385
IMF EFF USD Varijabilni	Vanjsko	0	0	0
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	130	90	100
5-7y T obveznica DX Fiksni	Domaće	0	0	0
5y WCB T obveznica DX Fiksni	Domaće	0	0	0
5y Euro obveznica DX Fiksni	Vanjsko	0	0	0
10y T T obveznica DX Fiksni	Domaće	20	0	20
Ukupno		1.055	827	673

Tabela 19. Neto finansiranje predviđeno u Strategiji 2, u mil.KM po instrumentima

Ukupno povlačenje po instrumentima		2018	2019	2020
Koncesionalni USD Fiksni	Vanjsko	19	9	-68
Koncesionalni EUR Fiksni	Vanjsko	-14	-59	-61
Koncesionalni USD Varijabilni	Vanjsko	-15	-15	-15
Koncesionalni EUR Varijabilni	Vanjsko	487	350	222
IMF EFF USD Varijabilni	Vanjsko	-205	-93	0
T zapis DX Fiksni	Domaće	0	0	-60
1-2y FCSB T obveznica DX Fiksni	Domaće	-41	0	0
2-3y T obveznica DX Fiksni	Domaće	-120	-40	0
5-7y T obveznica DX Fiksni	Domaće	130	40	-20
5y WCB T obveznica DX Fiksni	Domaće	0	-46	-40
5y Euro obveznica DX Fiksni	Vanjsko	0	0	0
10y T obveznica DX Fiksni	Domaće	0	0	20
Ukupno		262	146	-23

8. SMJERNICE ZA UPRAVLJANJE DUGOM

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

8.1 Sveukupna struktura portfolija duga

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

Smjernice za strukturu portfolija duga su sljedeće:

- Održavanje duga u KM i EUR valuti iznad 60% ukupnog portfolija duga
- Održanje udjela duga s fiksnom kamatnom stopom preko 50% ukupnog portfolija duga
- Vrijeme prosječnog dospjeća ukupnog duga produžiti na 6,5 godina²⁰

8.2 Smjernice za zaduživanje

Glavne smjernice za zaduživanje Federacije BiH su sljedeće:

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

8.3 Kvantitativne strateške mete

Na osnovu trenutnog makroekonomskog okvira (DOB 2018-2020) praćenjem ovakve strategije zaduživanja na kraju 2020. godine mogao bi se očekivati slijedeće stanje po indikatorima rizika.

- prosječno vrijeme dospjeća kredita (ATM) ne bi trebalo biti manje od 6,5 godina
- prosječno vrijeme refiksiranja kredita (ATR) će iznositi 3,1 godinu
- učešće servisiranja kamata po osnovu duga u prihodima će iznositi manje od 10%.

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

²⁰ Smjernica iz Strategije upravljanja dugom 2016 – 2018 je bila: održavati prosječno vrijeme dospjeća ukupnog duga iznad 6,5 godina. Obzirom da plan angažovanja sredstva za infrastrukturne projekte predviđen planom zaduživanja za 2017. godinu nije realizovan, došlo je do smanjenja oba indikatora: ATM i ATR-a.

9. KOMUNIKACIJA SA TRŽIŠTEM

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

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