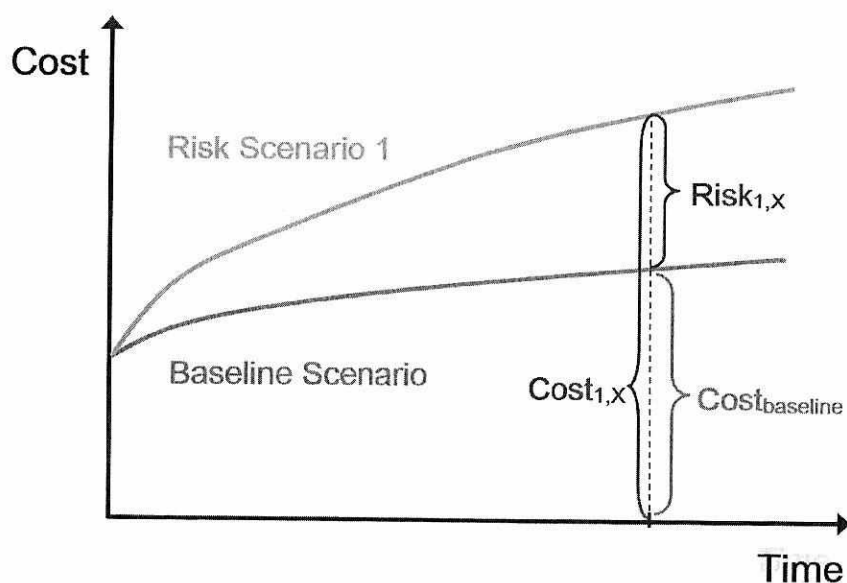


STRATEGIJA UPRAVLJANJA DUGOM 2016-2018



Sadržaj

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

SKRAĆENICE

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

SAŽETAK

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

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

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

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

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

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

1. PRAVNI I INSTITUCIONALNI OKVIR

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

2. CILJEVI I OBUHVAT STRATEGIJE UPRAVLJANJA DUGOM

2.1. Ciljevi upravljanja dugom

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

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

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

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

2.2. Obuhvat Strategije

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

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

3. PORTFOLIO VLADINOG DUGA

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

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

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

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

3.1. Struktura unutrašnjeg duga

Unutrašnji dug FBiH je dug nastao u skladu sa zakonom i dug nastao emisijom dužničkih vrijednosnih papira i na dan 31.12.2014. godine iznosi 888,13 mil. BAM (552,17 mil USD). Unutrašnji dug sastoji se od tržišnih i netržišnih instrumenata. Tržišni instrumenti su trezorski zapisi i obveznice koje je FBiH putem aukcija počela izdavati 2011. i 2012. godine, respektivno. U periodu od 2011.-2014. godine održano

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

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

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

Tabela 2. Struktura unutrašnjeg duga na kraju 2014. godine

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

Izvor: Federalno ministarstvo finansija-financija

3.2. Struktura vanjskog duga

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

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

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

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

Izvor: Federalno ministarstvo finansija-financija

4. RIZICI TRENUTNOG PORTFOLIJA DUGA FEDERACIJE BiH

4.1 Karakteristike troškova i rizika portfolija duga Federacije BiH

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

4.2 Rizik refinansiranja

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

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

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

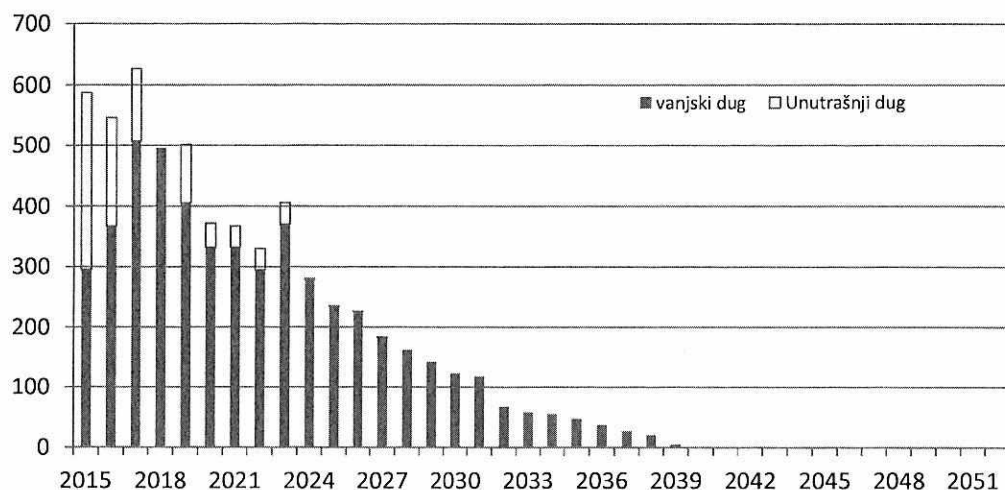
Tabela 4. Indikatori troškova i rizika duga FBiH na dan 31.12.2014. godine

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

Izvor: MTDS AT

Slika 1. Profil otplate duga FBiH na dan 31.12.2014. godine

(mil. BAM)

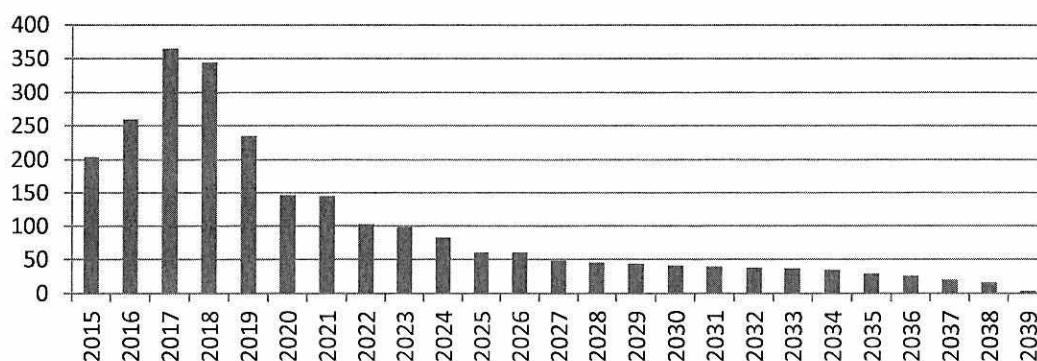


Izvor: MTDS AT

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

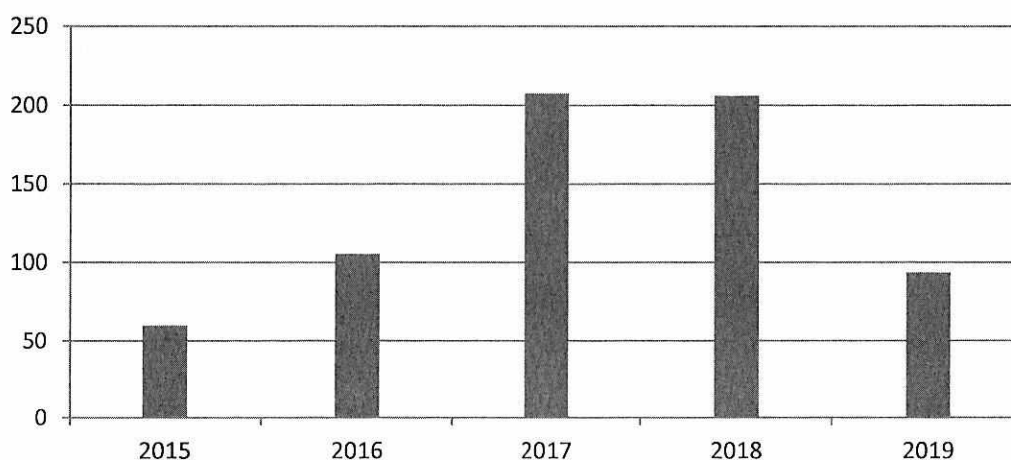
⁵ Podatak o unutrašnjem dugu je manji od podatka Informaciji o vanjskom i unutrašnjem dugu Federacije na dan 31.12.2014. godine za 52,96 mil. BAM (cca 37 mil USD). Riječ je o iznos koji je verifikovan po osnovu SDS i RP ali nisu emitovane obveznice po osnovu tih obaveza.

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



Izvor: Federalno ministarstvo finansija-financija

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



Izvor: Federalno ministarstvo finansija-financija

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

4.3 Kamatni rizik

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

Tabela 5. Struktura kamatnih stopa vanjskog duga Federacije BiH

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

Tabela 6. Struktura kamatnih stopa na unutrašnji dug

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

Izvor: Federalno ministarstvo finansija-financija

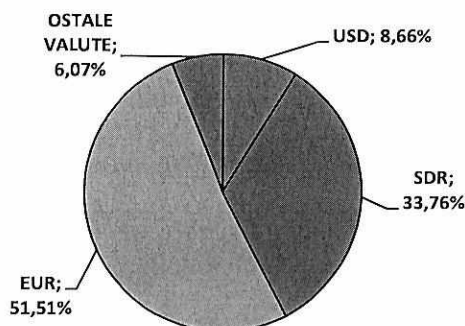
Slijedom navedenog, rizik kamatne stope je veoma izražen, što znači da će se troškovi finansiranja duga mijenjati u skladu sa promjenama kamatnih stopa na tržištu. Kao mjera koja će se primijeniti u cilju smanjivanja ove vrste rizika će biti izbor kredita sa fiksnom kamatnom stopom, gdje god uslovi kreditora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

4.4 Valutni rizik

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

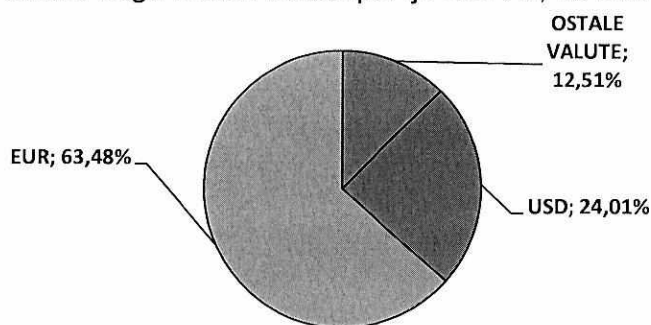
Glavne strane valute u strukturi vanjskog duga FBiH su: EUR (51,51%), Specijalna prava vučenja-SDR (33,76%) i USD (8,66 %).

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



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

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



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

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

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

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

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

4.5 Potencijalne obaveze

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

4.5.1 Garancije

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

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

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

4.5.2 Preuzimanje obaveza krajnjih korisnika

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

5. MAKROEKONOMSKI OKVIR

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

¹¹ Grupa Svjetske banke

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

6. IZVORI FINANSIRANJA

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

6.1. Vanjski izvori finansiranja

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

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

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

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

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

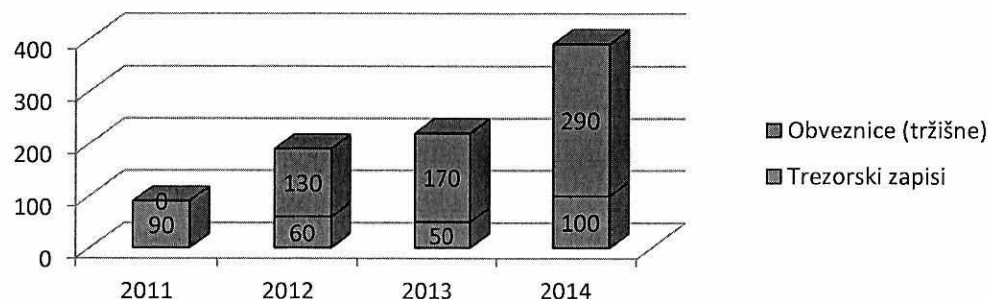
| Rb | Naziv kreditora | Kamatna stopa | Grace period | Rok otplate | Valuta | Isplata u mil. USD | % | Rizici |
|----|-------------------|--|--------------|-------------|--------|--------------------|--------|---|
| 1 | IBRD | Fiksna ili varijabilna | 5-10 | 18-30 | EUR | 60,67 | 6,53 | Rizik refiksiranja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

Izvor: Federalno ministarstvo finansija-financija

6.2. Domaći izvori finansiranja

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

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

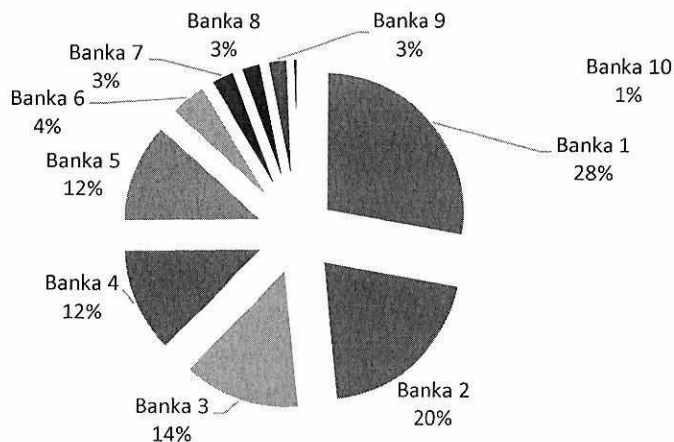


Izvor: Federalno ministarstvo finansija-financija

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

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

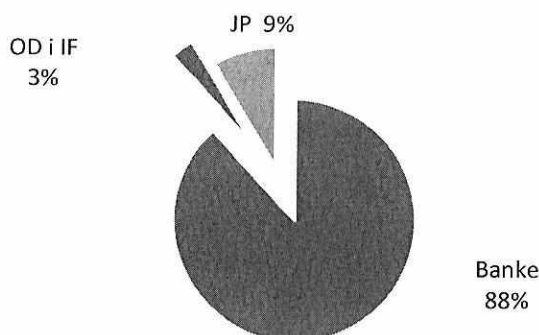
Slika 7. Struktura vlasnika trezorskih zapisa na kraju 2014. godine po bankama



Izvor: Federalno ministarstvo finansija-financija

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

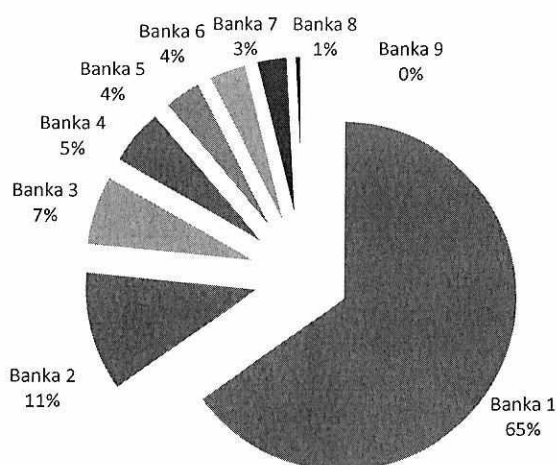
Slika 8. Struktura vlasnika obveznica FBiH na kraju 2014. godine po sektorima



Izvor: Federalno ministarstvo finansija-financija

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

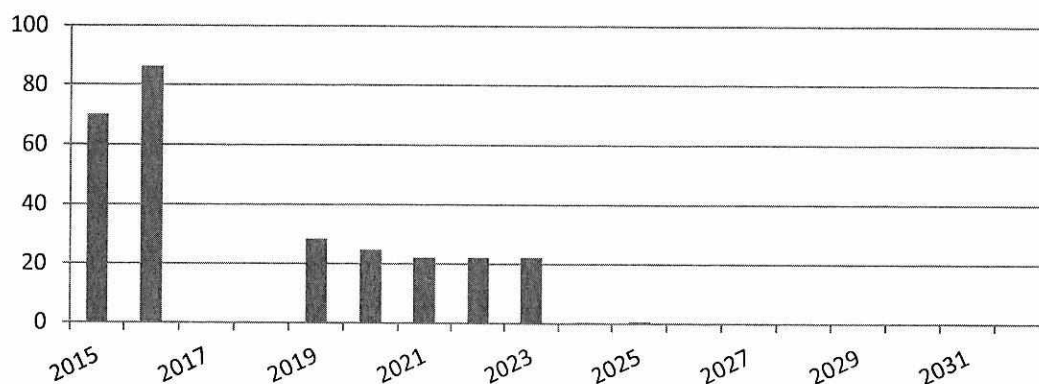
Slika 10. Struktura vlasnika obveznica FBiH na kraju 2014. godine po bankama



Izvor: Federalno ministarstvo finansija-financija

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

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

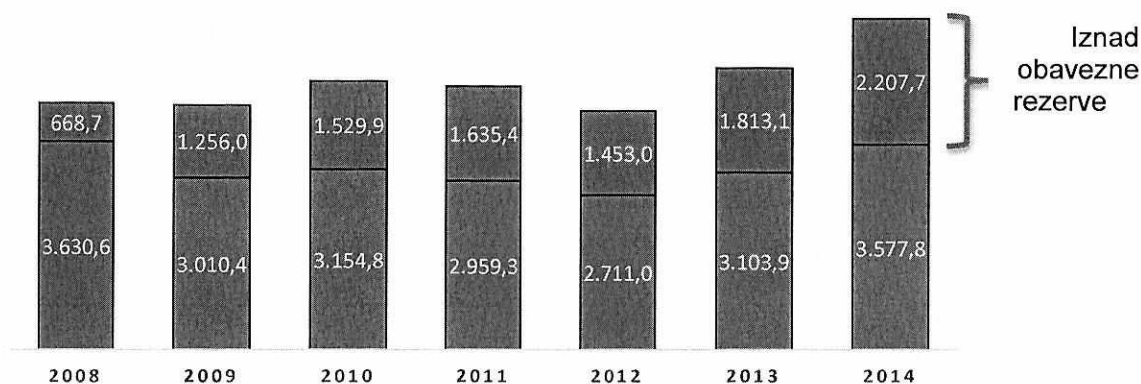


Izvor: Federalno ministarstvo finansija-financija

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

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

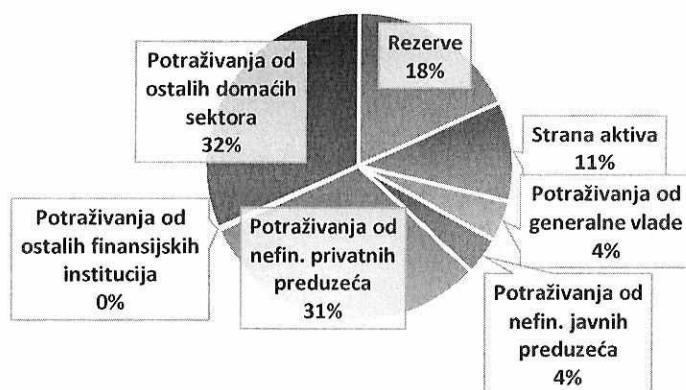
Slika 11. Pregled držanja rezervi komercijalnih banaka kod CBBiH



Izvor: CBBH

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

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



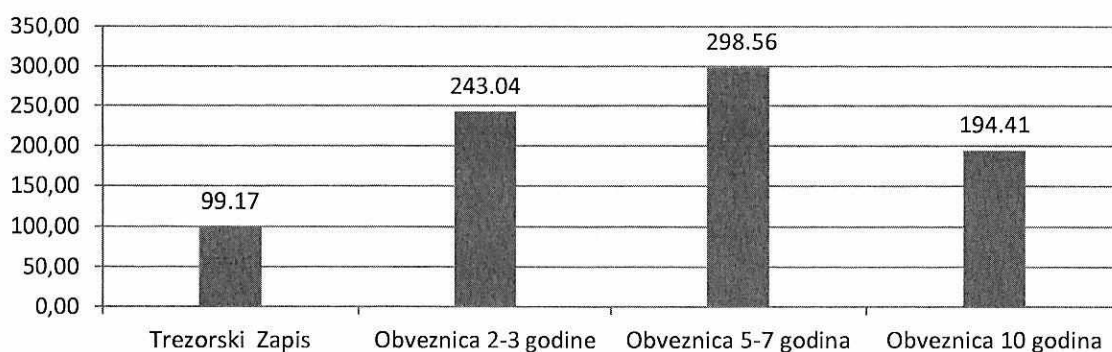
Izvor: CBBH

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

Tabela 11. Domaći izvori finansiranja

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

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



Izvor: Federalno ministarstvo finansija

7. PRETPOSTAVKE CIJENA I OPISI SCENARIJA ŠOKA

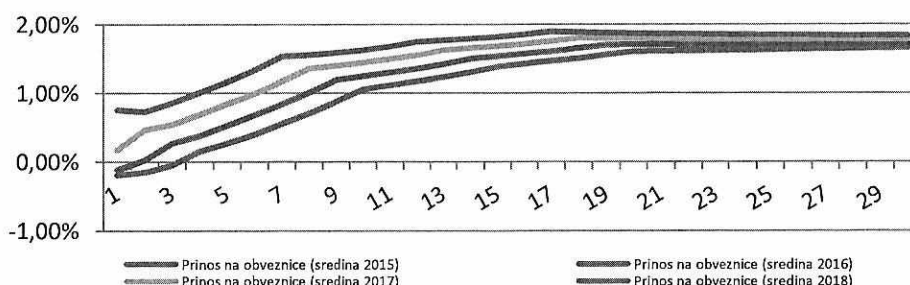
Sačinjena su četiri scenarija, osnovni i tri scenarija šoka sa pretpostavakama visine kamatnih stopa i kursa za period 2015.-2018. godina. Analizirana su tri scenarija rizika, uključujući po jedan odvojeni kamatni i valutni, te jedan kombinovani kamatno-valutni.

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

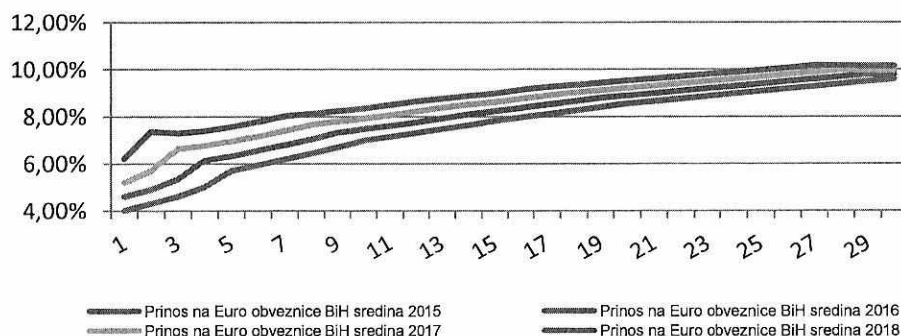
Procijena očekivanih prinosa i budućih prinosa za emisiju obveznica BiH u EURO valuti (Slika 14), rađena je na osnovu sadašnjih prinosa na euroobveznice koje su emitirale Albanija, Crna Gora, kao zemlje koje imaju kreditni rejting sličan kreditnom rejtingu BiH, i Njemačkih obveznica kao referentnih prinosa.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

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

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

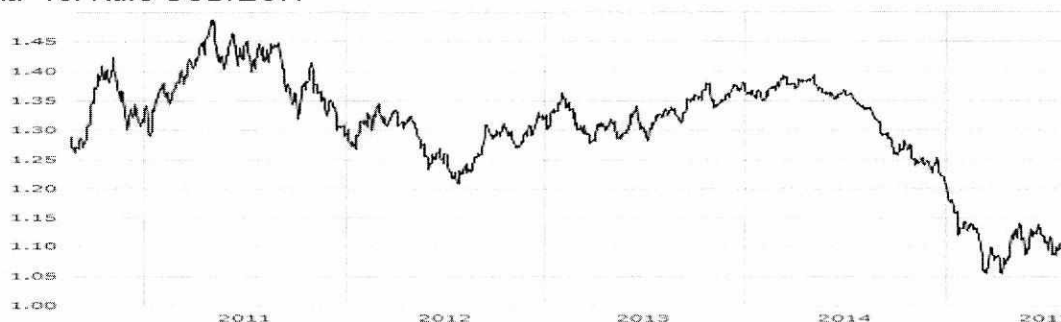


Slika 15. Procijenjena krivulja prinosa obveznica BiH u EURO valuti (sredina 2015.)



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

Slika 16. Kurs USD/EUR



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

7.1. Scenario nepredviđenih događaja (Šok scenario)

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

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

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

Tabela 12. Stilizovani instrumenti portfolija duga Federacije BiH

| Oznaka instrumenta | Ime ili vrsta instrumenta | Fiksni ili varijabilni | Koncesionalni ili tržišni | Dospijeće (godina) | Grace (godina) | Vrsta valute | Valuta |
|--------------------|-------------------------------|------------------------|---------------------------|--------------------|----------------|--------------|--------|
| USD_1 | Koncesionalni USD Fiksni | Fix | Koncesionalni | 20 | 5 | Strana | USD |
| EUR_2 | Koncesionalni EUR Fiksni | Fix | Koncesionalni | 20 | 5 | Strana | EUR |
| USD_3 | Koncesionalni USD Varijabilni | Var | Koncesionalni | 15 | 4 | Strana | USD |
| EUR_4 | Koncesionalni EUR Varijabilni | Var | Koncesionalni | 15 | 4 | Strana | EUR |
| USD_5 | MMF SBA USD Varijabilni | Var | Koncesionalni | 10 | 5 | Strana | USD |
| BAM_6 | T zapis DX Fiksni | Fix | Tržni | 1 | 0 | Domaća | BAM |
| BAM_7 | 3y T obveznica DX Fiksni | Fix | Tržni | 3 | 2 | Domaća | BAM |
| BAM_8 | 5 T obveznica DX Fiksni | Fix | Tržni | 5 | 4 | Domaća | BAM |
| BAM_9 | 10y T obveznica DX Fiksni | Fix | Tržni | 10 | 9 | Domaća | BAM |
| BAM_10 | 2y T obveznica DX Fiksni | Fix | Tržni | 2 | 1 | Domaća | BAM |
| BAM_11 | 7y T obveznica DX Fiksni | Fix | Tržni | 7 | 6 | Domaća | BAM |
| BAM_12 | Komercijalni kredit fiksni | Fix | Tržni | 7 | 1 | Domaća | BAM |

Izvor: MTDS AT

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

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

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

7.2. Opis alternativnih strategija zaduživanja

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

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

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

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

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

7.3. Analiza troškova i rizika alternativnih strategija zaduživanja

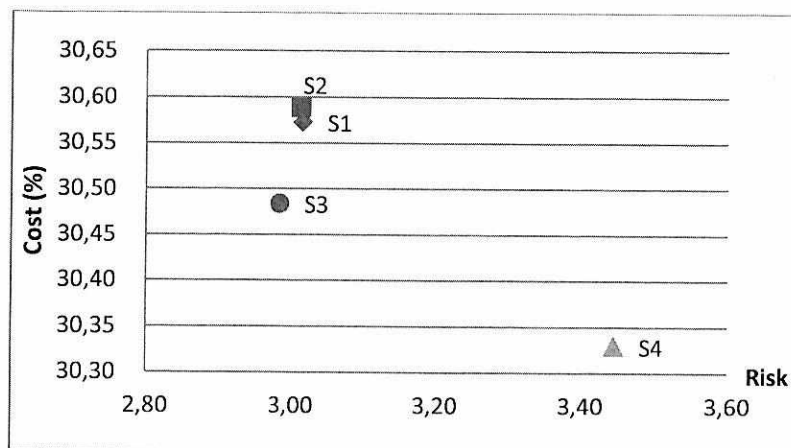
Učinak predložene četiri strategije je procijenjen po osnovnom i scenariju šoka. Dva ključna indikatora troškova (Dug/BDP i Kamata/BDP) izračunati su kako bi se odredio odnos između troškova i rizika različitih strategija. Omjer dug/BDP je bitan kad se analiziraju promjene veličine neotplaćenog duga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

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

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

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

Slika 17. Učešće duga u BDP-u

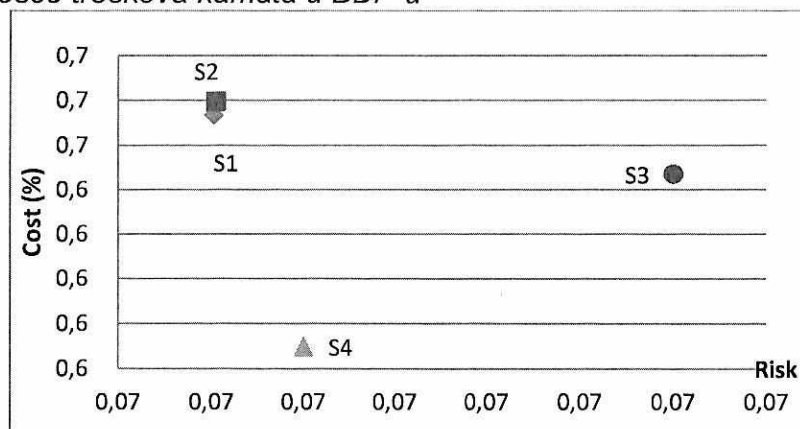


Izvor: MTDS AT

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

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

Slika 18. Učešće troškova kamata u BDP-u



Izvor: MTDS AT

7.4. Indikatori rizika alternativnih strategija

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

Tabela 14. Indikatori rizika po strategijama

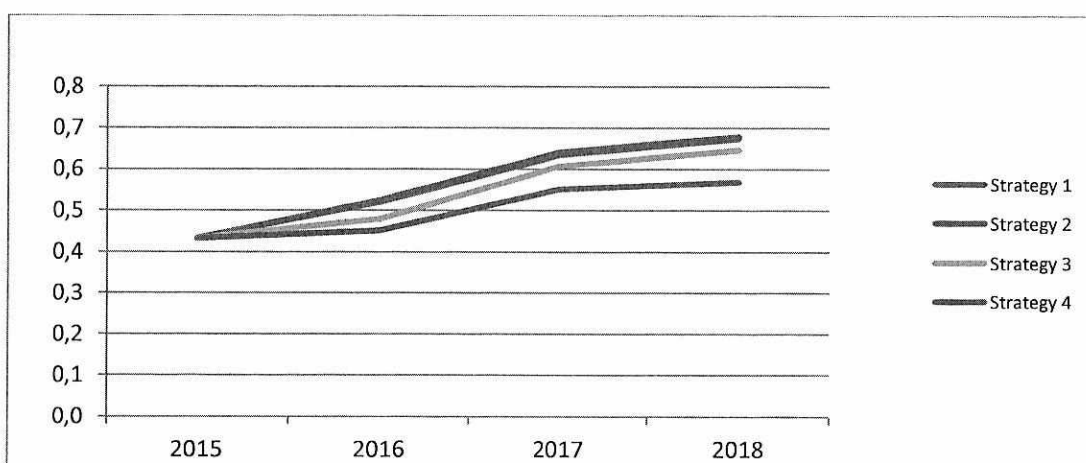
| Indikatori rizika | | 2014 | na kraju 2018 | | | |
|---------------------------------|---|--------------------|---------------|------|------|------|
| | | Trenutni portfolio | S1 | S2 | S3 | S4 |
| Nominalni duga (% u BDP-u) | | 33,3 | 30,6 | 30,6 | 30,5 | 30,3 |
| Sadašnja vrijednost (% u BDP-u) |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

Izvor: MTDS AT

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

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

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



Izvor: MTDS AT

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

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

Izvor: MTDS AT

8. SMJERNICE ZA UPRAVLJANJE DUGOM

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

8.1 Sveukupna struktura portfolija duga

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

Smjernice za strukturu ukupnog portfolija duga su sljedeće:

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

8.2 Smjernice za zaduživanje

Glavne smjernice za portfolio duga su sljedeće:

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

8.3 Kvantitativne strateške mete

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

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

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

9. KOMUNIKACIJA SA TRŽIŠTEM

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

9.1. Srednjoročna strategija upravljanje dugom

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

9.2. Godišnji plan zaduživanja

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

9.3. Kvartalni kalendar aukcija

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

9.4. Obavještenja o aukcijama

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

9.5. Publikacije

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

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

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

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