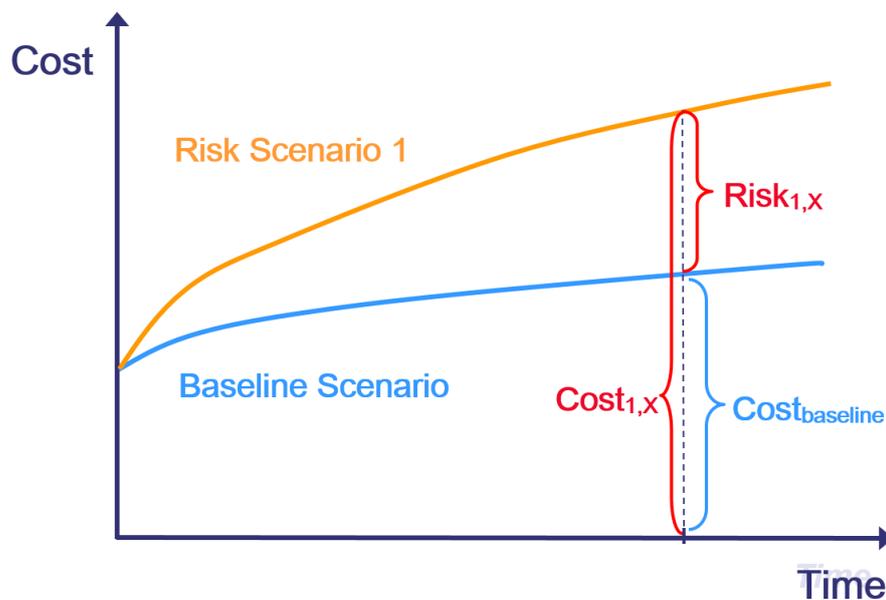


# STRATEGIJA UPRAVLJANJA DUGOM 2019-2021.



## SADRŽAJ

SAŽETAK.....	4
1. PRAVNI I INSTITUCIONALNI OKVIR .....	4
1.1. Pravni okvir.....	4
1.2. Institucionalni okvir.....	4
2. CILJEVI I OBUHVAT STRATEGIJE UPRAVLJANJA DUGOM .....	5
2.1. Ciljevi upravljanja dugom .....	5
2.2. Obuhvat Strategije .....	5
3. PORTFOLIO DUGA VLADE FEDERACIJE BIH.....	5
3.1. Struktura vanjskog duga Federacije BiH na dan 31.12.2018. godine.....	6
3.1.1. Struktura vanjskog duga Federacije BiH po kreditorima.....	6
3.2. Struktura unutrašnjeg duga Federacije BiH na dan 31.12.2018. godine.....	8
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.....	15
7.1. Scenarij nepredviđenih događaja (Šok scenarij).....	17
7.2. Opis alternativnih strategija zaduživanja .....	19
7.3. Analiza troškova i rizika alternativnih strategija zaduživanja.....	19
7.4. Indikatori rizika alternativnih strategija .....	21
8. SMJERNICE ZA UPRAVLJANJE DUGOM .....	22
8.1. Sveukupna struktura portfolija duga.....	22
8.2. Smjernice za zaduživanje .....	23
8.3. Kvantitativne strateške mete .....	23
9. KOMUNIKACIJA SA TRŽIŠTEM .....	23

## 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 2019 – 2021. (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 2019 – 2021 (DOB 2019. – 2021.) i Programu javnih investicija Federacije BiH 2019. – 2021. godina (PJI 2019. – 2021.). Strategija sadrži planove finansiranja potreba Vlade Federacije BiH u narednim godinama kako na vanjskom tako i na unutrašnjem tržištu, te indikativne mjere i alate koji potrebne za dostizanje usvojenih strateških ciljeva.

### 1. PRAVNI I INSTITUCIONALNI OKVIR

#### 1.1. Pravni okvir

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

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

#### 1.2. Institucionalni okvir

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

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

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

## 2. CILJEVI I OBUHVAT STRATEGIJE UPRAVLJANJA DUGOM

### 2.1. Ciljevi upravljanja dugom

Ciljevi upravljanja dugom Vlade Federacije BiH u periodu 2019-2021. 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)
Vanjski dug FBiH, od čega:		4.702,7
- Relevantni vanjski dug FBiH	✓	4.623,7
- Direktni vanjski dug FBiH	✓	79,0
Unutrašnji dug FBiH, od čega:		673,4
- Trezorski zapisi FBiH	✓	40,0
- Trezorske obveznice FBiH	✓	430,0
- Obveznice stare devizne štednje (SDŠ)	✓	8,0
- Obveznice za ratna potraživanja (RT)	✓	195,4
GARANCIJE <sup>1</sup>	x	16,81
- Garancije FBiH <sup>2</sup>	x	16,81
- Garancije JP u vlasništvu FBiH	x	0,0
UKUPAN dug obuhvaćen strategijom		5.376,1

## 3. PORTFOLIO DUGA VLADE FEDERACIJE BIH

Ukupan portfolio duga za koji je odgovorna i kojim upravlja Vlada Federacije BiH na dan 31.12.2018. godine iznosi 5.376,1 mil.KM<sup>3</sup> (3.165,2 mil. USD ili 26,6% BDP-a Federacije BiH), a sastoji se od vanjskog duga u iznosu od 4.702,7 mil.KM (2.754,1 mil. USD ili 87,47% ukupnog duga) i unutrašnjeg duga u iznosu od 673,4 mil.KM (394,4 mil. USD ili 12,53% ukupnog duga).

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

<sup>2</sup> Garancije FBiH obuhvataju: garancija na sindicirani kredit Željeznicama FBiH u iznosu od 78,92 mil.KM (stanje duga po ovoj garanciji na dan 31.12.2018. godine iznosi 16,81 mil.KM)

<sup>3</sup> Kursna lista CBBH broj 256 od 29.12.2018. godine, vrijednost SDR-a na dan 28.12. 2018. godine 2,374847 KM

Tabela 2. Ukupan dug obuhvaćen Strategijom na dan 31.12.2018. godine

Opis	Vanjski dug	Unutrašnji dug	Ukupni dug
Iznos (u mil. KM)	4.702,7	673,4	5.376,1
Iznos (u mil. USD)	2.754,1	394,4	3.148,5
Nominalni dug kao % BDP-a FBiH	23,3	3,3	26,6

### 3.1. Struktura vanjskog duga Federacije BiH na dan 31.12.2018. godine

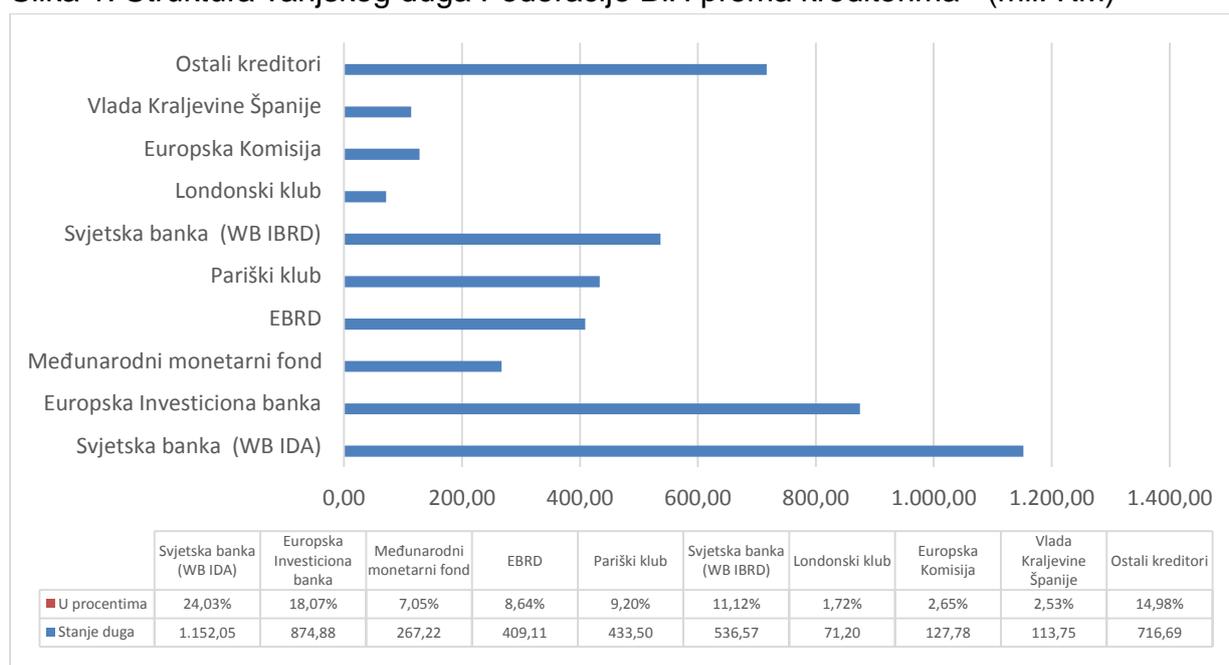
#### 3.1.1. Struktura vanjskog duga Federacije BiH po kreditorima

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

Tabela 3. Pregled vanjskog duga Federacije BiH po kreditorima

Kreditor	u USD	u KM
Svjetska banka (WB IDA)	674.677.986,9	1.152.047.745,9
Evropska investicijska banka	512.358.492,4	874.878.768,4
Međunarodni monetarni fond	156.494.464,6	267.222.436,0
EBRD	239.586.860,0	409.107.021,9
Pariški klub	253.872.481,8	433.500.464,0
Svjetska banka (WB IBRD)	314.233.941,0	536.570.794,4
Londonski klub	41.695.400,9	71.197.065,1
Europska komisija	74.832.797,6	127.780.893,3
Vlada Kraljevine Španije	66.613.315,5	113.745.700,1
Ostali kreditori	419.717.346,1	716.689.193,9
<b>Ukupno</b>	<b>2.754.083.086,8</b>	<b>4.702.740.083,0</b>

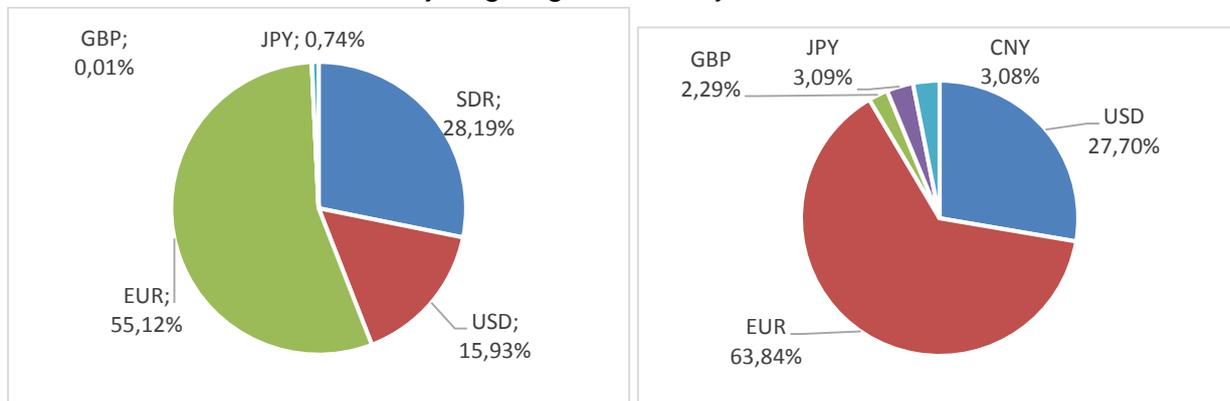
Slika 1. Struktura vanjskog duga Federacije BiH prema kreditorima (mil. KM)



### 3.1.2. Valutna struktura vanjskog duga Federacije BiH

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

Slika 2. Valutna struktura vanjskog duga Federacije BiH

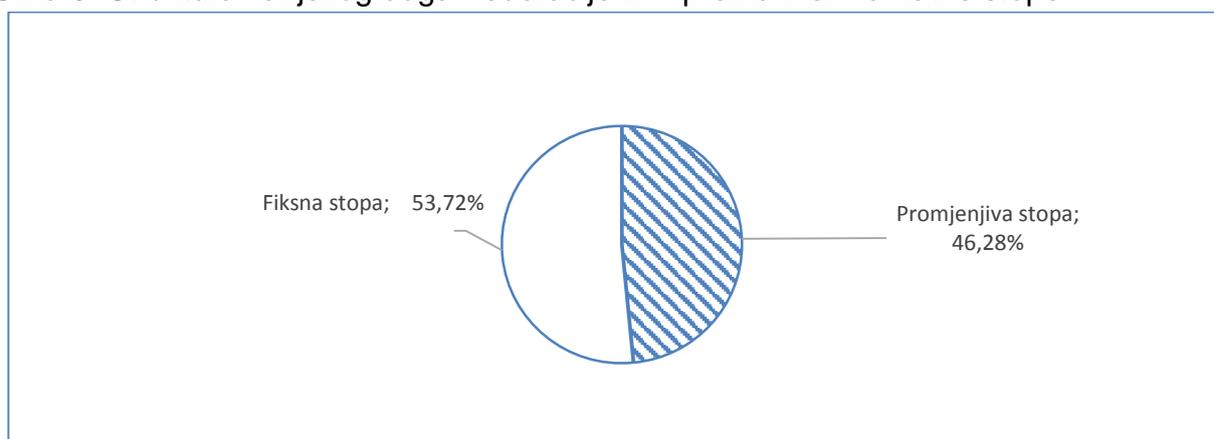


Dekompozicijom SDR-a<sup>4</sup>, udio EUR valute raste na 63,84%, a USD na 27,70% ukupnog vanjskog duga.

### 3.1.3. Kamatna struktura vanjskog duga Federacije BiH

Sa fiksnom kamatnom stopom ugovoreno je 2.526,43 mil.KM ili 53,72% vanjskog duga, a sa promjenjivom kamatnom stopom 2.176,31 mil.KM ili 46,28% vanjskog duga.

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



<sup>4</sup> Obračunska valuta IMF-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).

### 3.2. Struktura unutrašnjeg duga Federacije BiH na dan 31.12.2018. godine

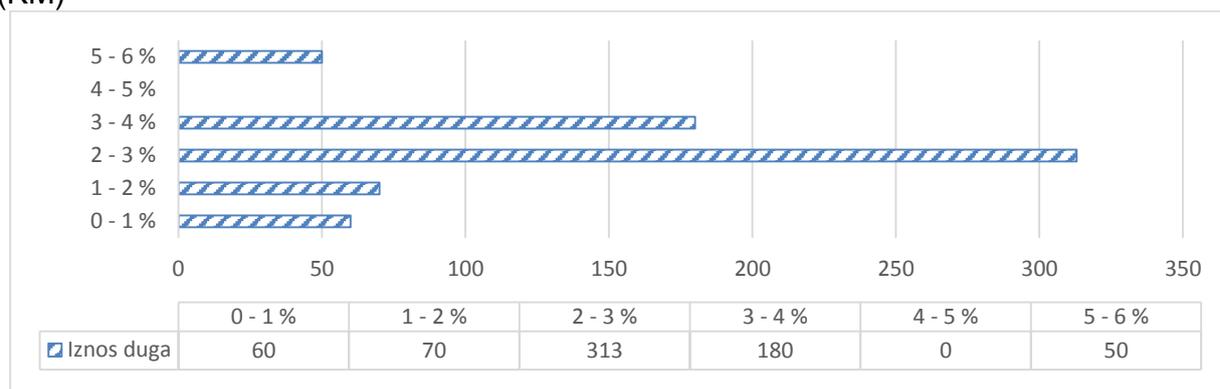
Unutrašnji dug koji je uključen u Strategiju sastoji se od duga u obliku vrijednosnih papira koji je nastao u skladu sa zakonom<sup>5</sup> i duga nastalog emisijom tržišnih vrijednosnih papira.

Tabela 4. Unutrašnji dug Federacije BiH uključen u Strategiju

Vrsta duga	Uključen (✓)/ Isključen (x)	Iznos (mil.KM)
<i>Unutrašnji dug FBiH, od čega:</i>		673,4
- Trezorski zapisi FBiH	✓	40,0
- Trezorske obveznice FBiH	✓	430,0
- Obveznice stare devizne štednje (SDŠ)	✓	8,0
- Obveznice za ratna potraživanja (RT)	✓	195,4

#### 3.2.1. Kamatna struktura unutrašnjeg duga Federacije BiH

Slika 4. Struktura unutrašnjeg duga Federacije BiH 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 2,7%, što je rezultat omjera obveznica emitovanih za izmirenje obaveza po osnovu stare devizne štednje i ratnih potraživanja koje imaju zakonom određenu kamatnu stopu 2,5% (217,4 mil.KM) i tržišnih dugoročnih vrijednosnih papira u obliku obveznica (430,0 mil.KM). Prosječna ponderisana implicitna kamatna stopa za vanjski dug je nešto niža i iznosi 1,5%.

<sup>5</sup> 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)

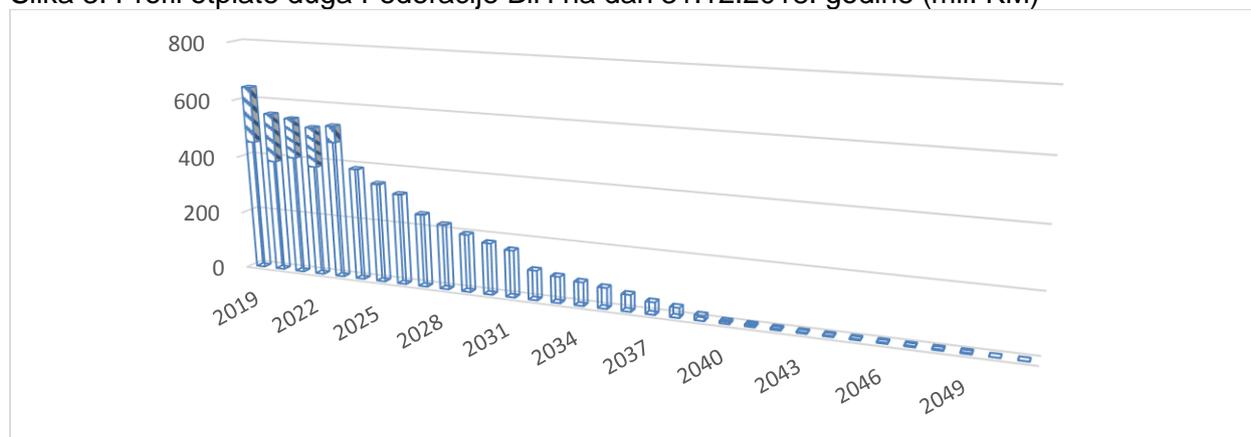
Tabela 5. Indikatori rizika portfolija duga Federacije BiH na dan 31.12.2018. godine

Indikatori rizika		Vanjski dug		Unutrašnji dug		Ukupni dug	
		2017.	2018.	2017.	2018.	2017.	2018.
Iznos duga (milioni KM)		4.739,4	4.702,7	866,2	673,4	5.605,6	5.376,1
Iznos duga (milioni USD)		2.906,1	2.754,1	522,9	394,4	3.437,3	3.148,5
Nominalni dug u % BDP		23,3	23,2	4,3	3,3	27,6	26,5
Sadašnja vrijednost duga u % BDP		21,2	21,0	4,3	3,3	25,4	24,4
Troškovi duga	Kamata kao % BDP	0,3	0,4	0,1	0,1	0,5	0,4
	Prosječna ponderisana kamata (%)	1,5	1,5	2,6	2,7	1,7	1,7
Rizik refinansiranja	Prosječno vrijeme dospijeaća (godine)	6,7	6,8	2,4	2,1	6,0	6,2
	Dospijeaće duga u sljedećoj godini (% ukupnog)	10,6	9,0	30,1	27,3	13,6	11,3
	Dospijeaće duga u sljedećoj godini (% BDP)	2,5	2,1	1,3	0,9	3,8	3,0
Kamatni rizik	Prosječno vrijeme refiksiranja (godine)	3,8	3,7	2,4	2,1	3,6	3,5
	Dug koji se refiksira u sljedećoj godini (% ukupnog)	50,6	50,3	30,1	27,3	47,4	47,4
	Dug sa fiksnom kamatnom stopom (% ukupnog)	52,8	53,7	100,0	100,0	60,1	59,5
Valutni rizik	Devizni dug (% ukupnog duga)					84,5	87,5
	Kratkoročni devizni dug (% rezervi)					6,0	4,8

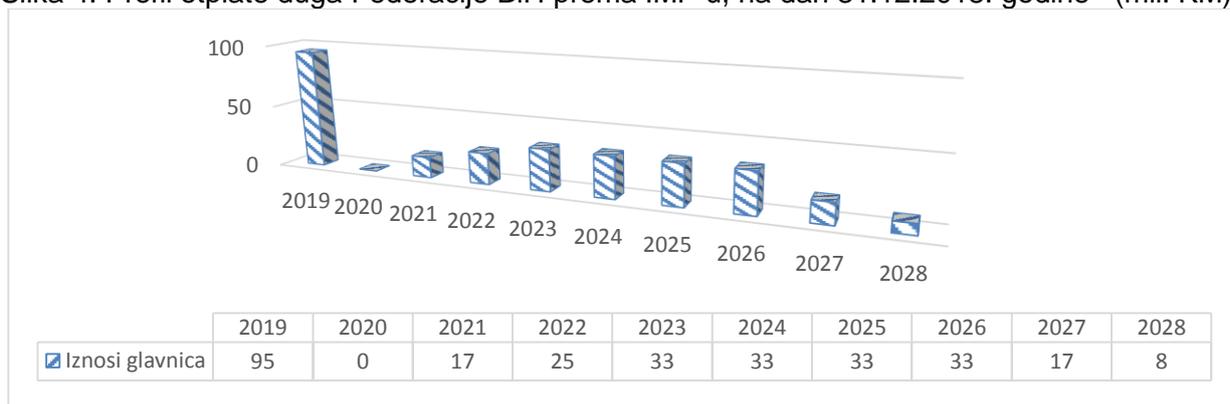
## 4.2 Rizik refinansiranja

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 dospijeaća (ATM) za unutrašnji dug je 2,1 godina, a 6,8 godina za vanjski dug. Kraće prosječno vrijeme dospijeaća 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 dospijeaća).

Slika 3. Profil otplate duga Federacije BiH na dan 31.12.2018. godine (mil. KM)



Slika 4. Profil otplate duga Federacije BiH prema IMF-u, na dan 31.12.2018. godine (mil. KM)



### 4.3 Kamatni rizik

Udio portfolija duga koji se refiksira unutar jedne godine iznosi 48,0% i rezultat je činjenice da je gotovo pola portfolija vanjskog duga ugovoreno sa varijabilnom kamatnom stopom (cca 47,0%) kao i kratkog roka dospijeca tržišnih vrijednosnih papira emitovanih na domaćem tržištu. Povećanje referentnih kamatnih stopa za jedan procentni poen povećalo bi otplatu duga za cca 14 mil. USD godišnje (cca 24 mil. KM).

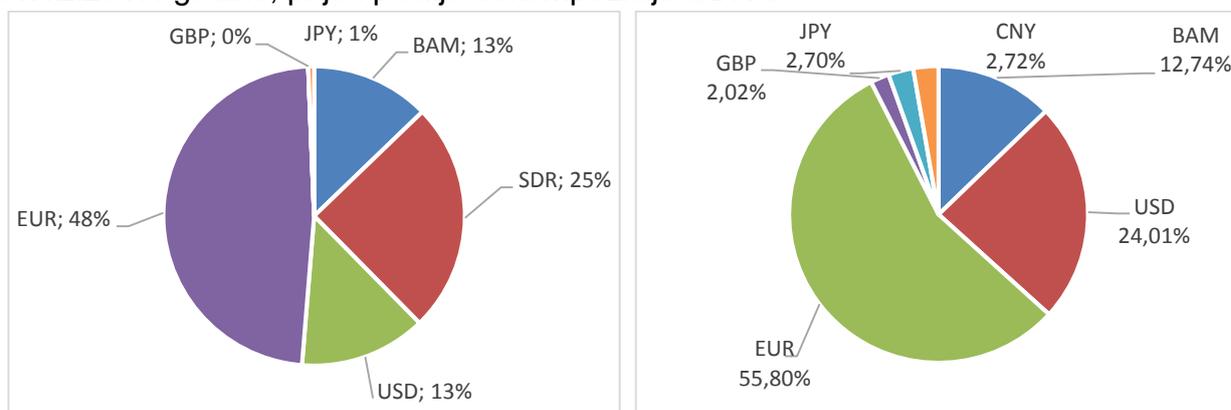
Za refiksiranje vanjskog duga prosječno je potrebno 3,6 godina, a 2,1 godina za refiksiranje unutrašnjeg duga.

### 4.4 Valutni rizik

Najzastupljenije valute u portfoliju duga Federacije BiH su EUR (48,8%), SDR (24,9%) i USD (13,6%) i KM (12,7%). Dekompozicijom SDR-a, udio EUR valute raste na 55,8% ukupnog duga, a USD na 24,0%.

Valutni rizik portfolija duga Federacije BiH je dosta izražen. Približno 40% vanjskog duga je osjetljivo na promjene deviznih kurseva uzimajući u obzir njegovu valutnu strukturu (EUR – 55,1%, SDR – 28,6% i USD – 15,6%), u kojoj, nakon dekompozicije SDR-a, udio EUR valute u ukupnom vanjskom dugu iznosi 63,94% (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 31.12.2018. godine iznosi 16,81 mil. KM).

U periodu koji obuhvata ova Strategija ne očekuje se aktiviranje garancije, te stoga nije uključena u njen obuhvat.

### 4.5.2 Preuzimanje obaveza krajnjih korisnika

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

## 5. MAKROEKONOMSKI OKVIR<sup>6</sup>

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

U Bosni i Hercegovini se u 2018. godini očekuje dodatno jačanje ekonomskog rasta, te se očekuje da bi stopa realnog rasta BDP-a mogla iznositi 3,2%, sa ključnim osloncem rasta u povećanju domaće tražnje, dok se u periodu od 2019. do 2021. godine očekuje nastavak rasta po prosječnoj stopi od 3,6%.

Makroekonomski scenarij za period obuhvaćen ovim dokumentom izrađen je od strane Ministarstva finansija u junu tekuće godine, uvažavajući vanjske i unutrašnje faktore koji utječu na kretanja glavnih pokazatelja, kao i potencijalne rizike po projekcije.

Osnovni pokazatelji ekonomskih kretanja u Federaciji BiH u prvom kvartalu 2018. godine upućuju na nastavak inflacije, te pozitivna kretanja u sferi tržišta rada, industrijske proizvodnje i vanjskotrgovinske razmjene.

---

<sup>6</sup>Dokument okvirnog budžeta Federacije BiH 2019.–2021. godine, Federalno ministarstvo finansija, Sarajevo, juni 2018. godine

Tabela 6. Makroekonomski pokazatelji za Federaciju BiH za period 2019. – 2021. godine (u mil. KM)

Indikator	2019	2020	2021
Javni prihodi (uključujući grantove) (u mil. KM)	2.056,20	2.077,50	2.144,20
Primarni rashodi javnog sektora (u mil. KM)	1.503,45	1.477,55	1.469,03
Rashodi javnog sektora (u mil. KM)	1.624,54	1.616,49	1.615,74
Izdaci za kamate (u mil. KM)	121,08	138,94	146,71
Devizne rezerve (mil. USD)	7.331,57	7.847,35	8.294,95
BDP (Nominalni) (u mil. KM)	21,20	21,58	21,92
Nominalni rast u %	1,80	1,60	2,60
Realni BDP (u mil. KM) (prethodna g. = 100)	21,47	22,22	23,00
Realni rast u %	3,30	3,50	3,80

Tabela 7. Makroekonomski rizici i implikacije po strategiju upravljanja dugom

<i>Realni sektor</i>		
- Rast	Srednja	Slaba vanjska potražnja ili veća finansijska nestabilnost bi mogli smanjiti potencijal za rast, što bi dovelo do poteškoća u fiskalnoj politici i rezultiralo većim zaduživanjem.
<i>Fiskalni sektor</i>		
- Održivost duga	Srednja	Pritisak na rastuće rashode i kapitalne investicije bi povećao finansijske potrebe. Potencijalne obaveze, bilo iz bankarskog sektora ili državnih preduzeća, bi mogle dovesti do povećanja bruto finansijskih potreba i troškova finansiranja i pogoršanja fiskalnog bilansa, što bi moglo rezultirati većim domaćim i vanjskim zaduženjem.
<i>Platni bilans</i>		
- Vanjska potražnja/kurs valuta	Srednja do visoka	Spor globalni rast, posebno u EU, može smanjiti izvoz i strane direktne investicije, dovodeći do pritiska na devizne rezerve, s obzirom na aranžman valutnog odbora, što bi moglo utjecati i na veće vanjsko zaduživanje.
<i>Inflacija</i>		
- Cijene roba/kurs valuta	Srednja do mala	U Bosni i Hercegovini je, nakon višegodišnjeg smanjenja ukupnog nivoa cijena, u 2017. godine registrovana inflacija (1,7% g/g). Pretpostavljeno kretanje inflacije u Bosni i Hercegovini u osnovnom scenariju za 2019-2021. godinu trebalo bi se zadržati na nivou iz 2017. godine. Veća inflacija bi mogla povećati troškove servisiranja duga.
<i>Finansijski sistem</i>		
- Sveukupno stanje	Srednja	Stopa adekvatnosti kapitala bankarskog sistema je znatno viša od zakonskog minimuma i predstavlja zadovoljavajuću kapitaliziranost ukupnog sistema za postojeći nivo izloženosti rizicima i jaku osnovu za očuvanje njegove sigurnosti i stabilnosti.

## 6. IZVORI FINANSIRANJA

### 6.1. Vanjski izvori finansiranja

Vanjska finansijska sredstva koja Federaciji BiH stoje na raspolaganju i planira ih angažovati u periodu 2019 – 2021. procjenjuju se na 1.790,7 mil.KM<sup>7</sup> (1.059,8 mil. USD<sup>8</sup>). Uzimajući u obzir ciljeve definirane ovom Strategijom, troškove i rizike ugovaranja zajmova, Federacija BiH će nastaviti sa politikom maksimiziranja zaduživanja kod multilateralnih finansijskih institucija, a procjene ukazuju da bi se 62,2% planiranih potreba moglo zadovoljiti finansiranjem iz ovih izvora. S obzirom da Bosni i Hercegovini više nisu dostupna sredstva pod IDA uslovima, vanjsko finansiranje će se pomjeriti prema manje koncesionalnom.

Tabela 8: Pregled procijenjenog finansiranja iz vanjskih izvora u periodu 2019-2021. godina

Kreditor	Kamatna stopa	Grace period	Rok otplate	Valuta	Finansiranje mil. USD	%	Rizici
IBRD	Fiksna ili varijabilna	5-10	18-30	EUR	39,4	12,95	Rizik refiksiranja za varijabilnu
EIB	Fiksna ili varijabilna	4-5	25	EUR	348,9	32,92	Rizik refiksiranja za varijabilnu
IMF <sup>9</sup>	Varijabilna	4,5	10	SDR	137,3	12,95	Rizik refiksiranja, refinansiranja i valutni rizik
EBRD	Fiksna ili varijabilna, 6MEURIBOR+1%	3-5	12-15	EUR	97,2	9,17	Rizik refiksiranja za varijabilnu
Kuvajtski fond	Fiksna, 2%	5	25	KWD	34,0	3,21	Valutni rizik
Saudijski fond	Fiksna, 1% - 2%	5	25	SAR	3,5	3,51	Valutni rizik
OPEC fond	Fiksna, 2%	10	20	USD	68,2	6,43	Valutni rizik
CEB	Fiksna ili varijabilna	5	10	EUR	30,8	2,90	Rizik refiksiranja za varijabilnu
IFAD	Fiksna, 0,75%	10	30	SDR	6,3	0,59	Rizik refiksiranja, refinansiranja i valutni rizik
IDA	Fiksna	5	25	SDR	75,4	7,12	Rizik refinansiranja
KfW	Fiksna	2,5 - 10	12 - 20	EUR	214,7	20,26	Rizik refinansiranja
Ostala sredstva	Fiksna ili varijabilna	3-5	10-15	EUR	4,2	0,94	Rizik refinansiranja i refiksiranja za varijabilnu
UKUPNO					1.059,8	100,00	

### 6.2. Domaći izvori finansiranja

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

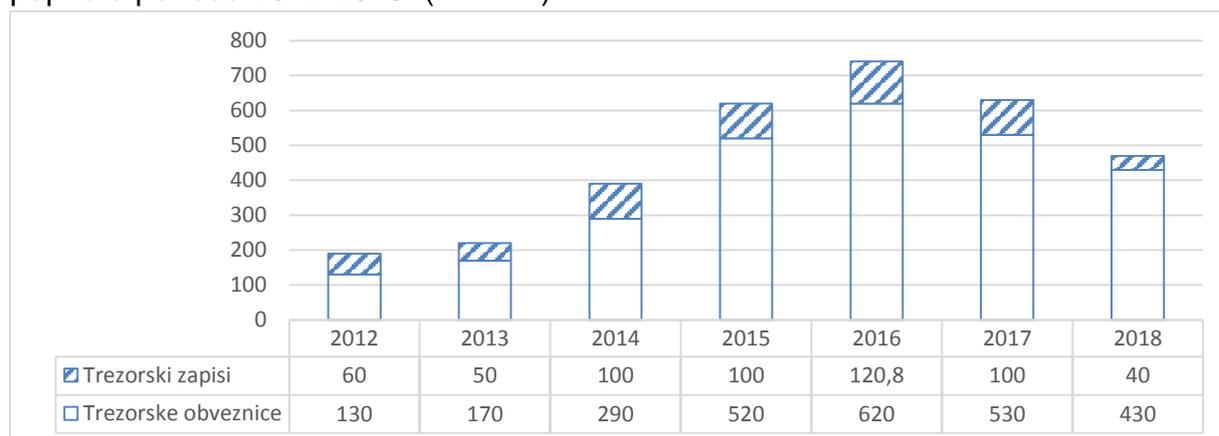
Domaće komercijalne banke su najveći investitori u trezorske zapise i tržišne obveznice Vlade Federacije BiH i uglavnom ih čuvaju do dospijeca, iako se, u manjem obimu, u posljednje vrijeme ovim vrijednosnim papirima trguje i na sekundarnom tržištu.

<sup>7</sup> Prema podacima jedinica za implementaciju projekata

<sup>8</sup> Preračun izvršen po kursu KM: USD na dan 30.09.2018. godine (1USD=1,689556 KM)

<sup>9</sup> Navedeno se odnosi na Prošireni aranžman IMF-a (Extended Fund Facility)

Slika 6. Kretanje visine unutrašnjeg duga Federacije BiH po osnovu tržišnih vrijednosnih papira u periodu 2012-2018. (mil. KM)



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

Broj emisija i visina ponude trezorskih zapisa (ročnosti tri, šest, devet i dvanaest mjeseci) će varirati zavisno od potreba trezora u procesu upravljanja likvidnošću. Za buduća izdanja obveznica, u skladu sa interesima investitora, nastojat će se produžiti ročnost vrijednosnih papira<sup>10</sup> izdavanjem obveznica sa dospeljećem dužim od sedam godina, pored postojećih ročnosti od dvije, tri, pet i 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 9. 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 utjecati na potražnju
Troškovi	Niski, osim u slučaju krize likvidnosti ili izdanja većih volumena	Rast volumena izdanja i produžetak ročnosti može izazvati rast troškova
Rizici	Rizici refiksiranja i refinansiranja	Rizici zavise od ostvarene ročnosti, a uključuju rizik refinansiranja, a u slučaju varijabilnih stopa i rizik refiksiranja

<sup>10</sup> Do sada su emitovane obveznice ročnosti tri, pet i sedam godina

## 7. PRETPOSTAVKE CIJENA I OPISI SCENARIJA ŠOKA

U ovom dijelu predstavljeni su osnovni scenarij i tri zamjenska scenarija finansiranja potreba Vlade Federacije BiH. Pretpostavke visine kamatnih stopa i procijenjeno kretanje vrijednosti deviznih kurseva za vanjski dug u periodu 2019 – 2021. godina preuzeti su od Ministarstva finansija i trezora BiH.

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

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

Za projekcije varijabilnih kamatnih stopa, 6M LIBOR<sup>11</sup> i 6M EURIBOR<sup>12</sup> pretpostavljeno je da će razlika između vrijednosti 6M EURIBOR (6M LIBOR) i prinosa na njemačke jednogodišnje obveznice (američke jednogodišnje obveznice) biti jednaka tokom posmatranog perioda.

Ove kamatne stope predstavljaju referentne kamatne stope za instrumente duga sa promjenjivim kamatama, dok su za instrumente duga sa fiksnom kamatnom stopom prilikom procjena visine kamata uzeta u obzir postojeća zaduženja.

Tabela 10. Procijenjene visine kamata na instrumente duga u periodu 2018 – 2021. godina korištene u MTDS AT

Naziv instrumenta	Kamata			
	2018	2019	2020	2021
Koncesionalni USD Fiksni	2,50%	2,90%	3,09%	3,15%
Koncesionalni EUR Fiksni	2,05%	2,07%	2,45%	2,87%
Koncesionalni USD Varijabilni	2,49%	2,89%	3,08%	3,14%
Koncesionalni EUR Varijabilni	-0,27%	-0,25%	0,13%	0,55%
IMF EFF <sup>13</sup> USD Varijabilni	0,96%	1,36%	1,55%	1,61%
5y Eurobond	4,75%	5,94%	6,30%	6,47%

Tabela 11. Procijenjeni spread (margina) na instrumente duga sa varijabilnom kamatnom stopom u periodu 2018 – 2021. godina korištene u MTDS AT

Naziv instrumenta	Spread			
	2018	2019	2020	2021
Koncesionalni USD Varijabilni	0,97%	0,97%	0,97%	0,97%
Koncesionalni EUR Varijabilni	0,97%	0,97%	0,97%	0,97%
IMF EFF USD Varijabilni	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%

Bosna i Hercegovina ima kreditni rejting B od S&P<sup>14</sup> i B3 od Moody's<sup>15</sup>. 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

<sup>11</sup> London Interbank Offered Rate

<sup>12</sup> Euro Interbank Offered Rate

<sup>13</sup> Extended Fund Facilities

<sup>14</sup> Standard and Poor's – agencija za procjenu kreditnog rejtinga

<sup>15</sup> Moody's Investors Service - agencija za procjenu kreditnog rejtinga

problema u servisiranju njenih obaveza. Od svih zemalja u regionu BiH ima najlošiji kreditni rejting.

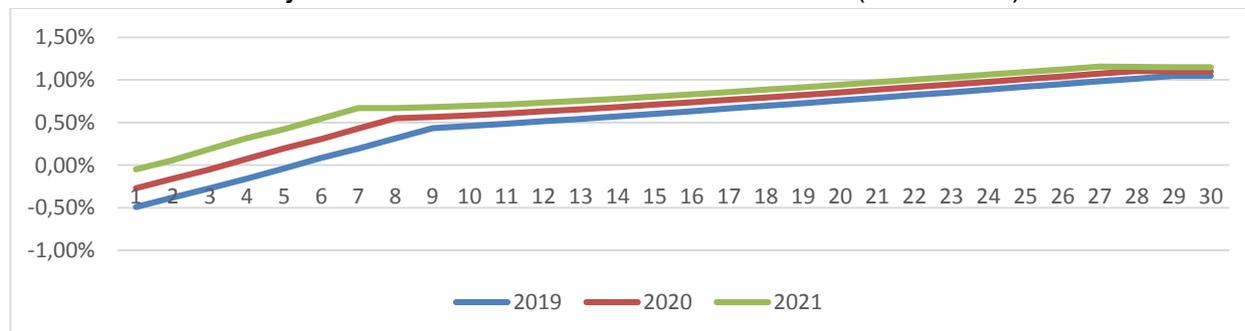
Tabela 12: Pregled dugoročnog rejtinga pojedinih zemalja iz šireg okruženja

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

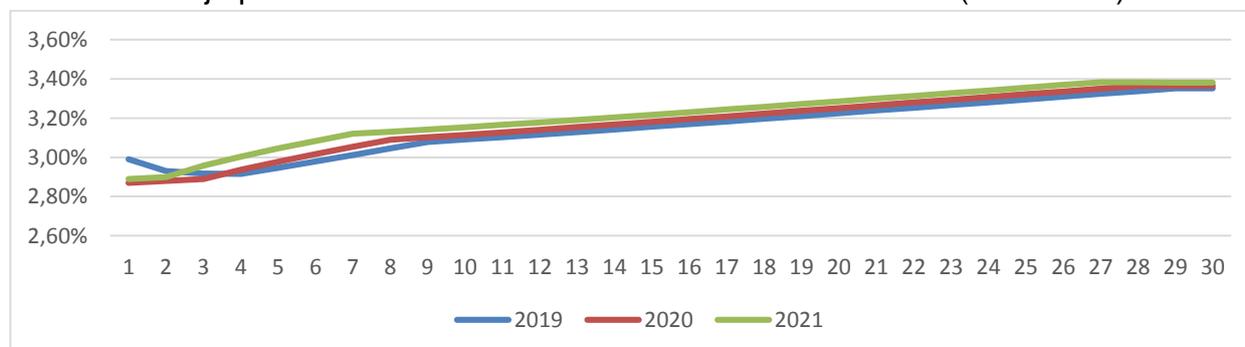
Izvor: Centralna banka Bosne i Hercegovine<sup>16</sup>

Mada je to postala uobičajena praksa u regiji, Federacija BiH još uvijek nije emitovala vrijednosne papire na međunarodnom finansijskom tržištu. Izgledno je da Federacija BiH, neće izlaziti na međunarodno finansijsko tržište u periodu na koji se Strategija odnosi.

Slika 7. Prinos na njemačke obveznice različitih ročnosti - (Nov 2018.)<sup>17</sup>



Slika 8. Krivulja prinosa na američke obveznice različitih ročnosti - (Nov 2018.)<sup>18</sup>



<sup>16</sup> Bloomberg, podaci ažurirani 9.11.2018. godine

<sup>17</sup> Izračun FMF

<sup>18</sup> Izračun FMF

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 EUR/USD 2014 -2018. godine



Izvor: Bloomberg

Pretpostavka je da će odnos EUR/USD, odnosno KM/USD u 2018. godini deprecirati za 1,4% u odnosu na njegovu vrijednost u decembru 2017. godine, a zatim u periodu 2019-2021. godine 1,3%, 0,8% i 0.3% respektivno.

### 7.1. Scenarij nepredviđenih događaja (Šok scenarij)

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

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 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 su uključeni stara devizna štednja i ratna potraživanja ostaju nepromijenjeni;
- 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 su uključeni stara devizna štednja i ratna potraživanja ostaju nepromijenjeni.

## 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 krivulje prinosa. Instrumenti u koje su uključeni stara devizna štednja i ratna potraživanja ostaju nepromijenjeni;
- Kombinovani šok: 20% deprecijacije kursa KM/USD u kombinaciji sa šokom od 1% na kratkoročne domaće i 2% dugoročne instrumente u drugoj godini. Instrumenti u koje su uključeni stara devizna štednja i ratna potraživanja ostaju nepromijenjeni.

Tabela 13. Stilizovani instrumenti portfolija duga Federacije BiH

Oznaka instrumenta	Ime ili vrsta instrumenta	Fiksni ili varijabilni	Koncesionalni ili tržišni	Dospijeće (godina)	Grace (godina)	Vrsta valute	Valuta
USD_1	Koncesionalni USD	Fiksni	Koncesionalni	20	5	Strana	USD
EUR_2	Koncesionalni EUR	Fiksni	Koncesionalni	20	5	Strana	EUR
USD_3	Koncesionalni USD	Varijabilni	Koncesionalni	20	5	Strana	USD
EUR_4	Koncesionalni EUR	Varijabilni	Koncesionalni	17	5	Strana	EUR
USD_5	IMF EFF USD	Varijabilni	Koncesionalni	10	4,5	Strana	USD
BAM_6	T zapis	Fiksni	Tržišni	1	0	Domaća	KM
BAM_7	1-2y FCSB T obveznica	Fiksni	Tržišni	2	1	Domaća	KM
BAM_8	2-3y T obveznica	Fiksni	Tržišni	3	2	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 14. Usporedba trenutnih indikatora rizika portfolija duga i rizika izabrane strategije

Indikatori rizika		Portfolio duga		
		2017. godina	2018. godina	Izabrana strategija Kraj 2021. godine
Nominalni dug (% BDP-a)		27,6	26,5	27,6
Sadašnja vrijednost (% BDP-a)		25,4	24,4	25,4
Ponderisana prosječna kamata (%)		1,7	1,7	1,7
Rizik refinansiranja	ATM Vanjski dug (godine)	6,7	6,8	7,2
	ATM Unutrašnji dug (godine)	2,4	2,1	2,3
	ATM Ukupni dug (godine)	6,0	6,2	6,3
Kamatni rizik	ATR (godine)	3,6	3,5	3,9
	Dug koji se refiksira u 1 g (% ukupnog duga)	47,4	47,4	48,3
	Dug po fiksnoj kamati (% ukupnog duga)	60,1	59,5	62,6
Valutni rizik	Devizni dug (% ukupnog duga)	84,5	87,3	82,3
	Kratkoročni devizni dug (% rezervi)	6,0	4,8	2,8

## 7.2. Opis alternativnih strategija zaduživanja

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

**Osnovni scenarij – Strategija (S1):** zaduživanje Federacije BiH u skladu s Prijedlogom budžeta za 2019. godinu i PJI-a za period 2019-2021. godine. Finansiranje razvojnih projekata do 2021. godine procijenjeno je na 1.790,7 mil.KM. Vanjski izvori finansiranja su okvirno identificirani. Budžetska podrška će se finansirati 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 s Prijedlogom budžeta za 2019. godinu i PJI-a za period 2019-2021. godine. 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 sredstvima prikupljenim emisijama trezorskih zapisa i trogodišnjih, petogodišnjih, sedmogodišnjih i desetogodišnjih obveznica u obimu koji osigurava i razvoj domaćeg tržišta.

**Strategija 3 (S3):** zaduživanje Federacije BiH u skladu s Prijedlogom budžeta za 2019. godinu i PJI-a za period 2019-2021. godine. Uslovi pod kojima bi se Federacija BiH trebala zadužiti za finansiranje razvojnih projekata bi trebali (u cilju procjene tako nastalih troškova) pretežno uključivati promjenjive kamatne stope uz preferiranu valutu EUR. Budžetska podrška će se finansirati sredstvima prikupljenim emisijama trezorskih zapisa i trogodišnjih, petogodišnjih, sedmogodišnjih i desetogodišnjih obveznica u obimu koji osigurava i razvoj domaćeg tržišta.

**Strategija 4 (S4):** zaduživanje Federacije BiH u skladu s Prijedlogom budžeta za 2019. godinu i PJI-a za period 2019-2021. godine. Budžetsko finansiranje definirano Prijedlogom budžeta za 2019. godinu je zamijenjeno izdavanjem dugoročne petogodišnje euroobveznice na inostranom tržištu vrijednosnih papira uključujući i refinansiranje vrijednosnih papira koji dospijevaju u tom periodu.

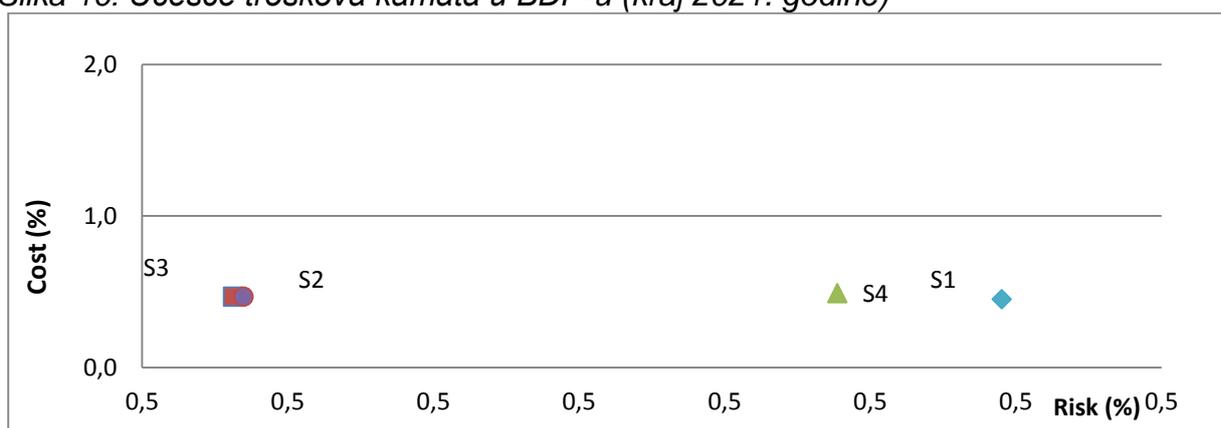
## 7.3. Analiza troškova i rizika alternativnih strategija zaduživanja

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 utjecaja 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 generira tokom vremena veće troškove duga, odnosno povećava potrebe za refinansiranjem. Strategija S1 i S3 imaju najmanje troškove (Slika 10.) zbog strukture duga u kojoj dominira vanjsko zaduživanje u EUR-ima po varijabilnim kamatnim stopama s obzirom da su referentne kamatne stope na istorijski niskim nivoima. Strategija S4 je najskuplja jer predviđa zaduživanje na inozemnom tržištu kapitala emisijom dugoročnih euroobveznica po tržišnim kamatnim stopama. Strategije S2 i S3 su približno jednako rizične strategije i imaju nešto veće troškove u odnosu na S1. Najveći rizik za sve alternativne strategije u pogledu omjera kamata/BDP predstavlja šok kamatne stope u 2. godini strategije te se u tom primjeru odstupanje od baznog scenarija kreće u iznosu od 0,488% – 0,542%.

Najmanje rizična je Strategija S3, koja je podrazumijevala finansiranje Vladinih potreba refinansiranjem unutrašnjeg duga u obliku trezorskih zapisa i trezorskih obveznica, kao i zaduživanje u većem obimu po varijabilnim stopama za realizaciju PJI 2019 – 2021. godine.

Slika 10. Učešće troškova kamata u BDP-u (kraj 2021. godine)



Najveći rizik portfolija duga za sve četiri testirane strategije, u pogledu omjera dug/BDP predstavlja valutni rizik u slučaju aprecijacije kursa USD u odnosu na KM (šok od 30% u 2. godini strategije).

Portfolio koji ima veći udio neeurskih valuta u stanju neotplaćenog vanjskog duga je rizičniji. Strategija S4 je najosjetljivija strategija na oscilacije deviznih kurseva, zbog niskog udjela domaćeg zaduživanja i značajnijeg vanjskog zaduživanja u neeurskim valutama (SDR, USD).

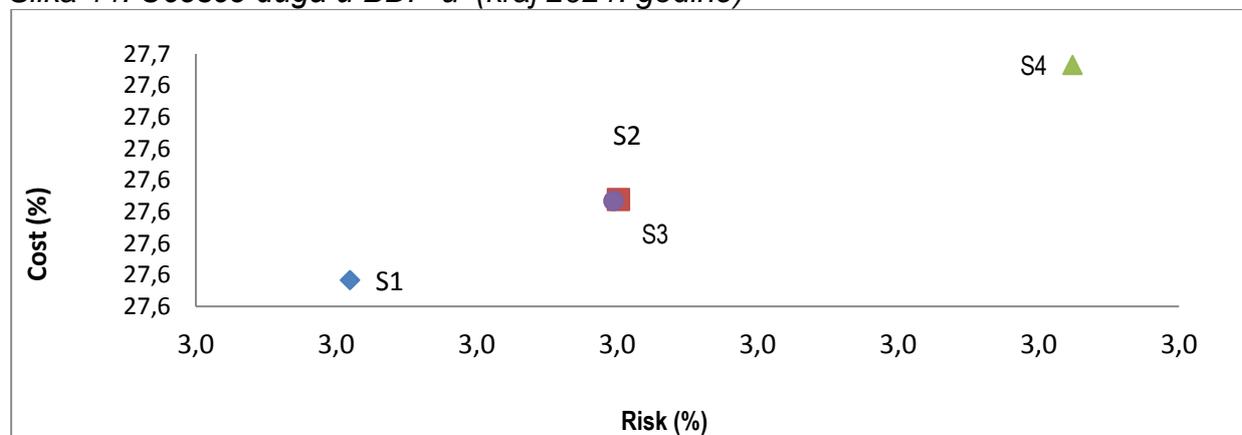
Kao i u slučaju prethodnog indikatora kada posmatramo bazni scenarij, strategije S1 i S3 je najjeftinije i manje rizične u odnosu na ostale strategije. Strategije S2 i S4 jednako su rizične strategije i skuplje su u odnosu na Strategiju S1 i S3.

Strategija S4 je najosjetljivija na promjene jer predviđa refinansiranje kratkoročnih vrijednosnih papira i zaduživanje u neeurskim valutama (USD, SDR) u cilju realizacije projekata u okviru PJI za period 2019 2021. godina.

Utjecajem valutnog šoka u drugoj godini strategije, odstupanje risk scenarija u odnosu na bazni scenarij kreće se u rasponu od 3,0373%-3,0441%, s tim da je najmanje

odstupanje kod strategije S1 i S4, s obzirom da se budžetske potrebe finansiraju na domaćem tržištu dok je posuđivanje na vanjskom tržištu uglavnom u EUR valuti (zaduživanje u EUR-ima za realizaciju PJI 2019-2021).

Slika 11. Učešće duga u BDP-u (kraj 2021. godine)



#### 7.4. Indikatori rizika alternativnih strategija

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

Tabela 15. Indikatori rizika po strategijama na kraju 2021. godine

Indikatori rizika		Početni portfolio	S1	S2	S3	S4
		Nominalni dug u % BDP	<b>26,5</b>	<b>27,6</b>	27,6	27,6
Sadašnja vrijednost duga u % BDP	<b>24,4</b>	<b>25,4</b>	25,0	25,0	25,5	
Troškovi kamata u % BDP	<b>0,4</b>	<b>0,5</b>	0,5	0,5	0,5	
Implicirana kamatna stopa (%)	<b>1,7</b>	<b>1,7</b>	1,7	1,7	1,8	
Rizik refinansiranja	Dug koji dospijeva u 1. godini (% ukupnog)	<b>11,3</b>	<b>13,6</b>	13,7	13,7	11,5
	Dug koji dospijeva u 1. godini (% BDP)	<b>3,0</b>	<b>3,8</b>	3,8	3,8	4,3
	Prosječno dospijeće portfolija (godine)	<b>6,2</b>	<b>6,3</b>	3,4	6,4	6,2
	Prosječno dospijeće domaći dug (godine)	<b>2,1</b>	<b>2,3</b>	2,3	2,3	0,6
	Prosječno dospijeće vanjski dug (godine)	<b>6,8</b>	<b>7,2</b>	7,3	7,3	6,8
Kamatni rizik	Prosječno vrijeme refiksiranja (godine)	<b>3,5</b>	<b>3,9</b>	4,5	4,5	3,8
	Refiksiranje duga u 1. godini (godine)	<b>47,4</b>	<b>48,3</b>	42,4	42,6	50,0
	Dug sa fiksnom kamatom (% ukupnog duga)	<b>59,5</b>	<b>62,6</b>	68,4	68,3	62,7
Devizni rizik	Devizni dug u % ukupnog duga	<b>87,5</b>	<b>82,3</b>	82,2	82,2	89,8
	Kratkoročni devizni dug u % rezervi	<b>4,8</b>	<b>2,8</b>	2,8	2,8	2,8

Poredeći indikatore rizika predloženih strategija sa rizicima trenutnog portfolija duga, primjetan je porast udjela duga prema BDP-u. U skladu sa naprijed navedenim, uočljivo je i povećanje NPV vrijednosti duga s obzirom da Bosna i Hercegovina nije više zemlja

kojoj je dostupno finansiranje po IDA<sup>19</sup> uslovima. Prosječna implicitna ponderisana kamatna stopa u svim strategijama je ista ili viša od trenutne, ali je kod preferirane strategije S1 iznosi 1,650 i niža u odnosu na ostale alternativne strategije S2 i S4. Poredeći strategije međusobno, može se reći da strategija S1 doprinosi produženju prosječnog vremena do dospijanja (ATM) za vanjski dug na 7,1 godine zaduživanjem kod kreditora sa dužim rokom otplate i grace periodom.

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 i iznosi 4,472 godine. Strategije 2 i 3 smanjuju iznos duga koji bi bilo potrebno refiksirati s obzirom da je zaduženje za realizaciju PJI po povoljnim uslovima (grace period i duži rok otplate), dok se na domaćem tržištu refinansiraju vrijednosni papiri koji dospijevaju na naplatu u posmatranom periodu. Strategije S1 i S4 povećavaju iznos duga koji treba refiksirati u narednoj godini (sa 47,4% na 48,0 odnosno 49,3% respektivno). To povećanje rezultat je kreditnih uslova izabranih kreditora, a u vezi s realizacijom velikih infrastrukturnih projekata iz PJI 2019 – 2021. godine te načina na koji finansiramo budžetsku potrošnju.

Učešće duga sa fiksnom stopom bi se u svim posmatranim strategijama osim u Strategiji 3 (preferiranje zaduženja za realizaciju PJI po varijabilnim stopama uz angažovanje sredstava u sklopu EFF-a), povećao u odnosu na njegovo učešće u početnom portfoliju i kretao bi se od 62,3% (strategija S1 – zaduživanje za PJI, budžetska podrška se finansira na domaćem tržištu) do 68,4%, koliko bi iznosi u Strategiji S2 (preferiranje fiksne kamatne stope). Nakon analize troškova rizika i alternativnih strategija zaduživanja definirana je *poželjna strategija zaduživanja* u periodu koji obuhvata ova Strategija.

*Vlada Federacije BiH je izabrala **Strategiju S1** koju će provoditi u periodu 2019-2021. Izabrana strategija, odnosno indikatori izabrane strategije S1 u 2021. godini su u skladu sa smjernicama za upravljanje dugom. Strategija S1 podrazumijeva implementaciju PJI 2019-2021 u skladu sa preporukama iz Strategije, emitovanje vrijednosnih papira na domaćem tržištu u cilju budžetske podrške i refinansiranja postojećeg duga.*

## 8. SMJERNICE ZA UPRAVLJANJE DUGOM

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

### 8.1 Sveukupna struktura portfolija duga

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

---

<sup>19</sup> Projekcija BDP-a u dokumentu okvirnog budžeta Federacije BiH je možda preoptimistična

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 dospijeca ukupnog duga produžiti na 6,5 godina<sup>20</sup>.

## 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;
- Procent refinansiranja duga: dug koji dospijeva unutar 12 mjeseci/jedne godine će iznositi maksimalno 15% ukupnog neotplaćenog duga;
- Prosječno ponderisano dospijeca portfolija duga produžiti na najmanje 6,5 godina.

## 8.3 Kvantitativne strateške mete

Na osnovu trenutnog makroekonomskog okvira (DOB 2019-2021) praćenjem ovakve strategije zaduživanja na kraju 2021. godine mogao bi se očekivati slijedeće stanje po indikatorima rizika.

- prosječno vrijeme dospijeca kredita (ATM) ne bi trebalo biti manje od 6,3 godina;
- prosječno vrijeme refiksiranja kredita (ATR) će iznositi 3,9 godinu;
- učešće servisiranja kamata po osnovu duga u prihodima će iznositi manje od 10%.

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

## 9. KOMUNIKACIJA SA TRŽIŠTEM

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

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

---

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