

Broj: 03-11-383/2020
Sarajevo, 19.03.2020. godine

**PARLAMENT FEDERACIJE
BOSNE I HERCEGOVINE**

Bosna i Hercegovina
Federacija Bosne i Hercegovine
**PARLAMENT FEDERACIJE
SARAJEVO**

Primljeno: 25-03-2020			
Org. jed.	Broj	Priloga	Vrijedno
01,02	- 11 -	679	20

- - Predstavnički dom-
gosp. Mirsad Zaimović, predsjedavajući

- Dom naroda –
gosp. Tomislav Martinović, predsjedavajući

Poštovani,

U prilogu Vam, radi informiranja, dostavljam **STRATEGIJU UPRAVLJANJA DUGOM 2020. – 2022.**, koju je Vlada Federacije Bosne i Hercegovine usvojila na 215. sjednici, održanoj 19.03.2020. godine.

S poštovanjem,



PREMIJER

Fadil Novalić

Prilog: kao u tekstu

Na osnovu člana 19. stav (4) Zakona o Vladi Federacije Bosne i Hercegovine ("Službene novine Federacije BiH" br. 1/94, 8/95, 58/02, 19/03, 2/06 i 8/06), Vlada Federacije Bosne i Hercegovine na 215. sjednici, održanoj 19.03.2020. godine, donosi:

ZAKLJUČAK

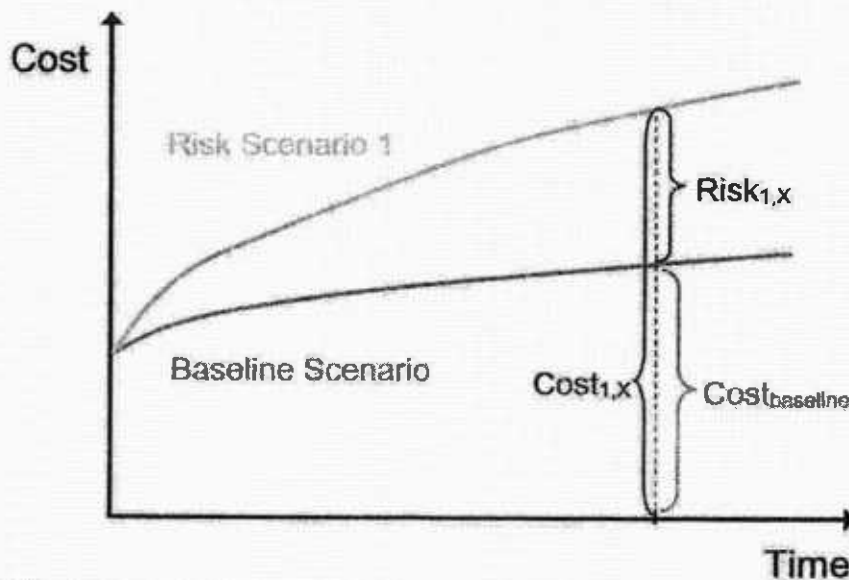
1. Usvaja se Strategija upravljanja dugom 2020. - 2022.
2. Zadužuje se Federalno ministarstvo finansija da Strategiju upravljanja dugom 2020. - 2022. objavi na svojoj web stranici.
3. Zadužuje se Generalni sekretarijat Vlade Federacije Bosne i Hercegovine da Strategiju upravljanja dugom 2020. - 2022., proslijedi Parlamentu Federacije Bosne i Hercegovine radi informiranja.
4. Ovaj zaključak stupa na snagu danom donošenja.

V. broj: 435 /2020
19.03.2020. godine
Sarajevo



PREMIJER
Fadil Novalić

STRATEGIJA UPRAVLJANJA DUGOM 2020 - 2022.



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
3.1. Struktura vanjskog duga Federacije BiH na dan 31. 12. 2019.	6
3.1.1. Struktura vanjskog duga Federacije BiH po kreditorima	6
3.1.2. Valutna struktura vanjskog duga Federacije BiH	7
3.1.3. Kamatna struktura vanjskog duga Federacije BiH	7
3.2. Struktura unutarnjeg duga Federacije BiH na dan 31. 12. 2019.	8
3.2.1. Kamatna struktura unutarnjeg duga Federacije BiH	8
4. RIZICI PORTFELJA DUGA FEDERACIJE BiH	8
4.1. Karakteristike troškova i rizika portfelja duga Federacije BiH	8
4.2. Rizik refinanciranja	9
4.3. Kamatni rizik	10
4.4. Valutni rizik	10
4.5. Potencijalne obveze	11
4.5.1. Garancije	11
4.5.2. Preuzimanje obaveza krajnjih korisnika	11
5. MAKROEKONOMSKI OKVIR	12
6. IZVORI FINANCIRANJA	13
6.1. Vanjski izvori financiranja	13
6.2. Domaći izvori financiranja	14
7. PRETPOSTAVKE CIJENA I OPISI SCENARIJA ŠOKA	15
7.1. Scenarij nepredviđenih događaja (Šok scenarij)	18
7.2. Opis alternativnih strategija zaduživanja	19
7.3. Analiza troškova i rizika alternativnih strategija zaduživanja	20
7.4. Indikatori rizika alternativnih strategija	22
8. SMJERNICE ZA UPRAVLJANJE DUGOM	23
8.3. Kvantitativne strateške mete	24
9. KOMUNIKACIJA S TRŽIŠTEM	24

SKRAĆENICE

- ATM - Prosječno vrijeme dospjeća (Average Time to Maturity)
- ATR - Prosječno vrijeme refiksiranja (Average Time to Refixing)
- BDP - Bruto domaći proizvod (Bruto Domestic Product)
- DOP - Dokument okvirnog proračuna
- EBRD - Europska banka za obnovu i razvoj (European Bank for Reconstruction and Development)
- EIB - Europska 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 2020 – 2022. (u daljnjem tekstu: Strategija) predstavlja sažetak glavnih načela i smjernica za politike upravljanja dugom Federacije BiH u promatranom razdoblju i temelji se na postojećem portfelju duga Federacije BiH, Smjernicama ekonomske i fiskalne politike Federacije BiH u razdoblju 2020 – 2022. godine i Programu javnih investicija Federacije BiH 2020 – 2022. godina (PJI 2020 – 2022.). Strategija sadrži planove financiranja potreba Vlade Federacije BiH u naredne tri godine kako na vanjskom tako i na unutarnjem tržištu, te indikativne mjere i alate 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 razinama vlasti.

- Procedura ugovaranja novih vanjskih državnih zajmova propisana je člankom 39. Zakona o zaduživanju, dugu i garancijama Bosne i Hercegovine („Službeni glasnik BiH“, br. 52/05, 103/09 i 90/16, u daljnjem tekstu: Zakon o zaduživanju), a alokacija obveze otplate vanjskog državnog duga člankom 50;
- Zakon o zaduživanju također daje ovlaštenja entitetima i Brčko Distriktu da sklapaju ugovore o zaduživanju s vanjskim kreditorima po osnovi direktnog duga, što je predmetom prethodne suglasnosti Parlamentarne skupštine BiH;
- Sukladno Zakonu o dugu, zaduživanju i garancijama u Federaciji Bosne i Hercegovine („Službene novine FBiH“, br. 86/07, 24/09, 44/10 i 30/16, u daljnjem tekstu: Zakon o dugu u FBiH) Federacija BiH se može zaduživati u zemlji i u inozemstvu u domaćoj ili stranoj valuti. Za provođenje procedure zaduživanja, izdavanja garancija i upravljanje dugom Federacije BiH nadležno je Federalno ministarstvo financija/finansija (u daljnjem tekstu: Ministarstvo financija).
- Zakonom o dugu u FBiH utvrđeni su limiti zaduživanja Federacije BiH, kao i svrhe u koje se Federacija BiH može zadužiti na vanjskom ili unutarnjem 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 financija. Sektor se sastoji iz tri odsjeka:

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

Ovakvom organizacijskom strukturom Sektora za upravljanje dugom osigurano je jasno razdvajanje dužnosti između službenika koji imaju ovlasti 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 izvješćivanje.

2. CILJEVI I OBUHVAT STRATEGIJE UPRAVLJANJA DUGOM

2.1. Ciljevi upravljanja dugom

Ciljevi upravljanja dugom Vlade Federacije BiH su:

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

2.2. Obuhvat Strategije

Strategija obuhvaća portfelj duga kojim upravlja Vlada Federacije BiH koji je prikazan u narednoj tablici.

Tablica 1. Obuhvat Strategije

Vrsta duga	Uključen (✓) / Isključen (x)	Iznos (mil.KM)
Vanjski dug FBiH, od čega:		4.595,39
- Relevantni vanjski dug FBiH	✓	4.520,04
- Direktni vanjski dug FBiH	✓	75,35
Unutarnji dug FBiH, od čega:		711,54
- Trezorski zapisi FBiH	✓	20,00
- Trezorske obveznice FBiH	✓	540,00
- Obveznice stare devizne štednje (SDŠ)	✓	1,87
- Obveznice za ratna potraživanja (RT)	✓	149,67
GARANCIJE¹	x	16,81
- Garancije FBiH	x	8,04
- Garancije JP u vlasništvu FBiH	x	1.200,86
UKUPAN dug obuhvaćen strategijom		5.306,93

3. PORTFELJ DUGA VLADE FEDERACIJE BIH

Ukupan portfelj duga za koji je odgovorna i kojim upravlja Vlada Federacije BiH na dan 31. 12. 2019. iznosi 5.306,93 mil.KM² (3.036,01 mil. USD ili 24,14% BDP-a³ Federacije BiH), a sastoji se od vanjskog duga u iznosu od 4.595,39 mil.KM (2.628,95 mil. USD ili 86,59% ukupnog duga) i unutarnjeg duga u iznosu od 711,54 mil.KM (407,06 mil. USD ili 13,41% ukupnog duga).

¹ Garancije FBiH nisu uključene u obuhvat strategije jer se u razdoblju koji je obuhvaćen Strategijom ne očekuje njihovo aktiviranje. Garancije FBiH obuhvaćaju: garanciju na sindicirani kredit Željeznicama FBiH u iznosu od 78,92 mil.KM (stanje duga po ovoj garanciji na dan 31. 12. 2019. iznosi 8,04 mil. KM) i garanciju za izgradnju bloka 7. Termoelektrane u Tuzli u iznosu od 1.200,86 mil. KM stanje duga po ovoj garanciji je 0 KM s obzirom da se još nisu stekli uvjeti za efektivnost kredita

² Tečajna lista CBBH broj 257 od 31. 12. 2019., vrijednost SDR-a na dan 30. 12. 2019.godine 2,417171 KM

³ Federalni zavod za statistiku, priopćenje Godišnji bruto domaći proizvod za Federaciju BiH, 2018. godina – Dohodovni pristup, Sarajevo 21. 11. 2019. (BDP 21.984 mil.KM)

Tablica 2. Ukupan dug obuhvaćen Strategijom na dan 31. 12. 2019.

Opis	Vanjski dug	Unutarnji dug	Ukupni dug
Iznos (u mil. KM)	4.595,39	711,54	5.306,93
Iznos (u mil. USD)	2.628,95	407,06	3.036,01
Nominalni dug kao % BDP-a FBiH	20,9%	3,2%	24,1%

3.1. Struktura vanjskog duga Federacije BiH na dan 31. 12. 2019.

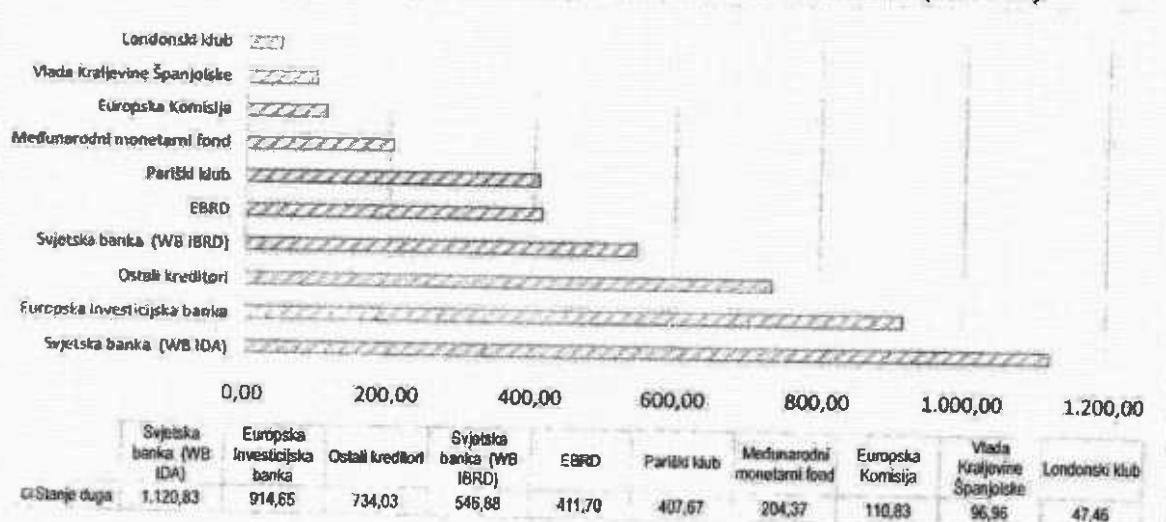
3.1.1. Struktura vanjskog duga Federacije BiH po kreditorima

Vanjski dug je, najvećim dijelom, ugovoren s međunarodnim financijskim institucijama i bilateralnim kreditorima.

Tablica 3. Pregled vanjskog duga Federacije BiH po kreditorima

Kreditor	u USD	u KM
Svjetska banka (WB IDA)	641.208.932,8	1.120.829.367,2
Europska investicijska banka	523.257.389,9	914.650.778,1
Međunarodni monetarni fond	116.917.911,6	204.371.808,1
EBRD	235.525.838,0	411.697.751,6
Pariški klub	233.222.598,0	407.671.701,9
Svjetska banka (WB IBRD)	312.858.975,4	546.875.611,9
Londonski klub	27.153.817,7	47.464.710,3
Europska komisija	63.404.317,9	110.830.367,3
Vlada Kraljevine Španjolske	55.470.604,4	96.962.283,6
Ostali kreditori	419.928.333,9	734.032.208,1
Ukupno	2.628.948.719,6	4.595.386.588,1

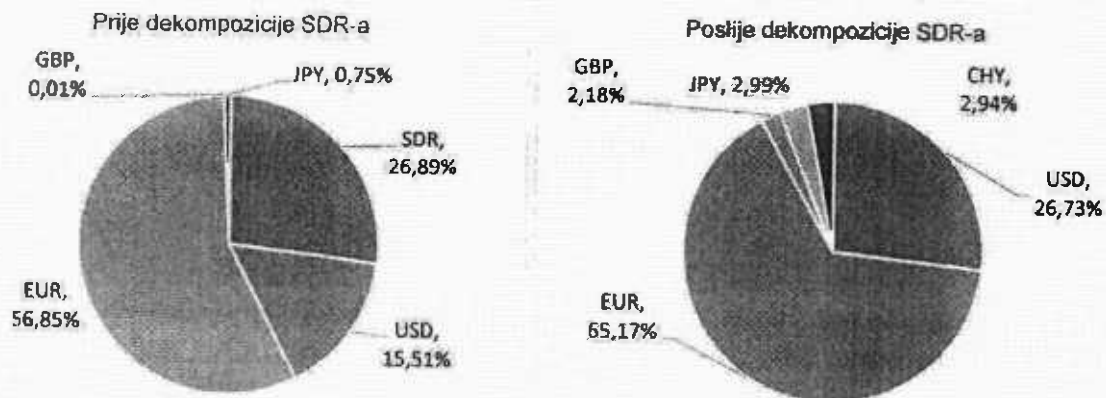
Slika 1. Struktura vanjskog duga Federacije BiH prema kreditorima (mil. KM)



3.1.2. Valutna struktura vanjskog duga Federacije BiH

Valutna struktura vanjskog duga Federacije BiH ovisi o dostupnim izvorima financiranja. S tim u vezi, najzastupljenije valute u portfelju duga Federacije BiH su: Euro (EUR), Specijalna prava vučenja (SDR) i američki dolar (USD).

Slika 2. Valutna struktura vanjskog duga Federacije BiH

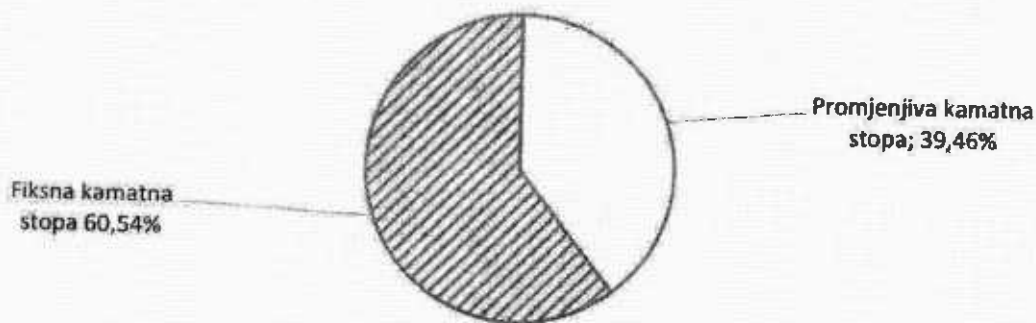


Dekompozicijom SDR-a⁴, udio EUR valute raste na 65,17%, a USD na 26,73% ukupnog vanjskog duga.

3.1.3. Kamatna struktura vanjskog duga Federacije BiH

S fiksnom kamatnom stopom ugovoreno je 2.790,37 mil.KM ili 60,54% vanjskog duga, a s promjenjivom kamatnom stopom 1.813,29 mil.KM ili 39,46% vanjskog duga.

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



⁴ SDR – međunarodna obračunska valuta sastavljena iz sljedećih valuta: Kineski Juan (CNY) 1,0174, Euro (EUR) 0,38671, Američki dolar (USD) 0,58252, Britanska Funta (GBP) 0,085946 i Japanski Yen (JPY), 11,90.

3.2. Struktura unutarnjeg duga Federacije BiH na dan 31. 12. 2019.

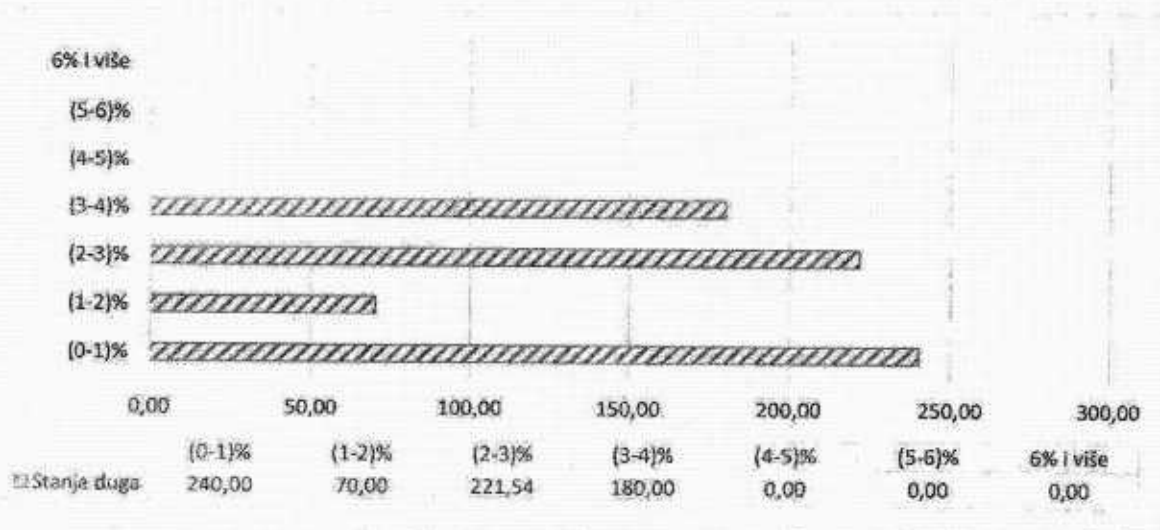
Unutarnji dug koji je uključen u Strategiju sastoji se od duga u obliku vrijednosnih papira koji je nastao sukladno zakonu⁵ i duga nastalog emisijom tržišnih vrijednosnih papira.

Tablica 4. Unutarnji dug Federacije BiH uključen u Strategiju

Vrsta duga	Uključen (√)/ Isključen (x)	Iznos (mil.KM)
<i>Unutarnji dug FBiH, od čega:</i>		711,54
- Trezorski zapisi FBiH	√	20,00
- Trezorske obveznice FBiH	√	540,00
- Obveznice stare devizne štednje (SDŠ)	√	1,87
- Obveznice za ratna potraživanja (RT)	√	149,67

3.2.1. Kamatna struktura unutarnjeg duga Federacije BiH

Slika 4. Struktura unutarnjeg duga Federacije BiH po visini kamatne stope (KM)



4. RIZICI PORTFELJA DUGA FEDERACIJE BiH

4.1. Karakteristike troškova i rizika portfelja duga Federacije BiH

Portfelj duga Federacije BiH ima relativno nisku prosječnu ponderiranu implicitnu kamatnu stopu od 1,6%. Prosječna ponderirana implicitna kamatna stopa za unutarnji

⁵ Zakon o utvrđivanju i načinu izmirenja unutarnjih obveza 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 obveza na osnovi računa stare devizne štednje u Federaciji Bosne i Hercegovine ("Službene novine Federacije BiH", br. 62/09, 42/11, 91/13 i 101/16)

dug iznosi 1,9%, što je rezultat omjera obveznica emitiranih za izmirenje obveza po osnovi stare devizne štednje i ratnih potraživanja koje imaju zakonom određenu kamatnu stopu 2,5% (151,54 mil. KM) i tržišnih dugoročnih vrijednosnih papira u obliku obveznica (540,0 mil. KM).

Prosječna ponderirana implicitna kamatna stopa za vanjski dug iznosi 1,6%.

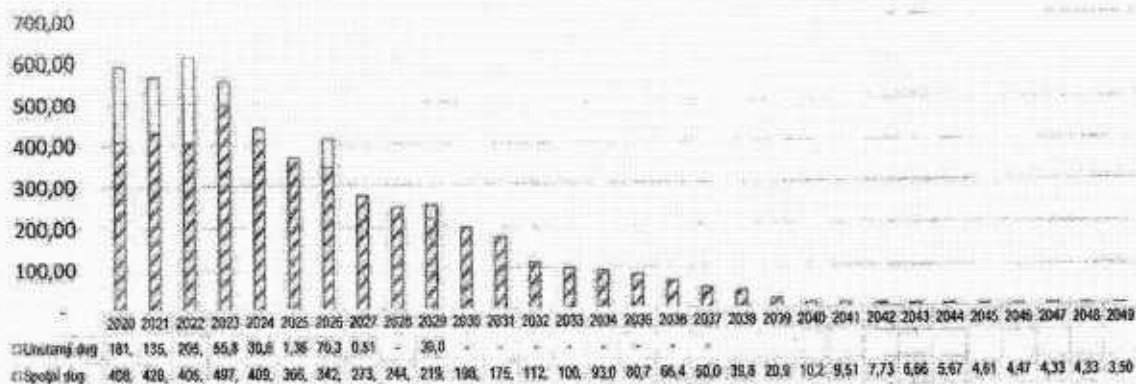
Tablica 5. Indikatori rizika portfelja duga Federacije BiH na dan 31. 12. 2019.

Indikatori rizika		Vanjski dug		Unutarnji dug		Ukupni dug	
		2018.	2019.	2018.	2019.	2018.	2019.
Iznos duga (milijuni KM)		4.702,7	4.595,4	673,4	711,5	5.376,1	5.306,9
Iznos duga (milijuni USD)		2.754,1	2.628,9	394,4	407,1	3.148,5	3.036,0
Nominalni dug u % BDP		23,2	20,9	3,3	3,2	26,5	24,14
Sadašnja vrijednost duga u % BDP		21,0	17,0	3,3	3,2	24,4	19,6
Troškovi duga	Kamata kao % BDP	0,4	0,3	0,1	0,1	0,4	0,4
	Prosječna ponderirana kamata (%)	1,5	1,6	2,7	1,9	1,7	1,6
Rizik refinanciranja	Prosječno vrijeme dospelja (godine)	6,8	6,5	2,1	2,7	6,2	6,0
	Dospjeće duga u sljedećoj godini (% ukupnog)	9,0	8,9	27,3	25,5	11,3	11,1
	Dospjeće duga u sljedećoj godini (% BDP)	2,1	1,9	0,9	0,8	3,0	2,7
Kamatni rizik	Prosječno vrijeme refiksiranja (godine)	3,7	4,1	2,1	2,7	3,5	3,9
	Dug koji se refiksira u sljedećoj godini (% ukupnog)	50,3	44,2	27,3	25,5	47,4	41,7
	Dug s fiksnom kamatnom stopom (% ukupnog)	53,7	60,5	100,0	100,0	59,5	65,8
Valutni rizik	Devizni dug (% ukupnog duga)					87,5	86,6
	Kratkoročni devizni dug (% rezervi)					4,8	3,5

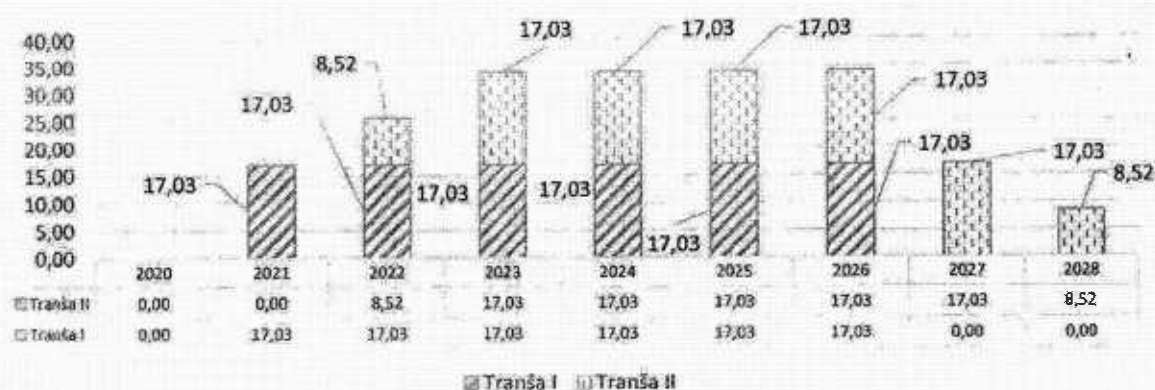
4.2 Rizik refinanciranja

Rizik refinanciranja je relativno veliki i za unutarnji i za vanjski dug i koncentriran je na kratki i srednji rok. Profil otplate portfelja duga naginje ka kratkom i srednjem roku. Prosječno vrijeme dospelja (ATM) za unutarnji dug je 2,7 godina, a 6,5 godina za vanjski dug. Kraće prosječno vrijeme dospelja unutarnjeg duga u odnosu na vanjski dug rezultat je razvijenosti domaćeg tržišta vrijednosnih papira, s obzirom da na istom ne postoji značajniji tržišni potencijal za izdavanjem obveznica s dužim rokom dospelja, i obveza po osnovi unutarnjeg duga utvrđenih zakonom (obveznice izdane za izmirenje stare devizne štednje i ratnih potraživanja).

Slika 5. Profil otplate duga Federacije BiH na dan 31. 12. 2019. (mil. KM)



Slika 6. Profil otplate duga Federacije BiH prema IMF-u, na dan 31. 12. 2019. (mil. KM)



4.3 Kamatni rizik

Udjel portfelja duga koji se refiksira unutar jedne godine iznosi 41,7% i rezultat je činjenice da je gotovo pola portfelja vanjskog duga ugovoreno s varijabilnom kamatnom stopom (cca 40,0%) kao i kratkog roka dospjeća tržišnih vrijednosnih papira emitiranih na domaćem tržištu. Povećanje referentnih kamatnih stopa za jedan postotni bod povećalo bi otplatu duga za približno 10 mil. USD godišnje (cca 18 mil. KM).

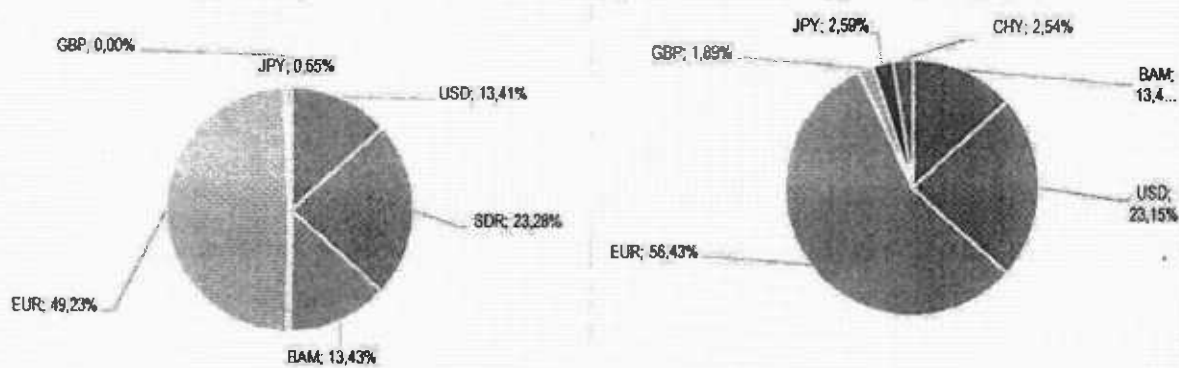
Za refiksiranje vanjskog duga prosječno je potrebno 4,1 godina, a 2,7 godina za refiksiranje unutarnjeg duga.

4.4 Valutni rizik

Najzastupljenije valute u portfelju duga Federacije BiH su EUR (49,23%), SDR (23,28%), USD (13,41%) i KM (13,43%). Dekompozicijom SDR-a, udjel EUR valute raste na 56,43% ukupnog duga, a udjel USD na 23,15% (Slika 7.).

Valutni rizik portfelja vanjskog duga Federacije BiH je relativno velik. Približno 35% vanjskog duga je osjetljivo na promjene deviznih tečajeva uzimajući u obzir njegovu valutnu strukturu (EUR – 56,85%, SDR – 26,89% i USD – 15,51%), u kojoj, nakon dekompozicije SDR-a, udjel EUR valute u ukupnom vanjskom dugu iznosi 65,17% (Slika 2.).

Slika 7. Valutna struktura ukupnog duga Federacije BiH prema stanju duga na dan 31. 12. 2019., prije i poslije dekompozicije SDR-a



4.5 Potencijalne obveze

Potencijalne obveze Federacije BiH su financijske obveze po osnovi izdanih garancija ili odluka Parlamenta Federacije BiH o eventualnom preuzimanju obveza kantona, gradova, općina ili javnih kompanija i mogle bi postati obveza proračuna Federacije BiH.

4.5.1 Garancije

Potencijalne obveze Federacije BiH na dan 31. 12. 2019. po osnovi izdanih garancija odnose se na unutarnju garanciju za JP Željeznice Federacije BiH po osnovi sindiciranog kredita u iznosu od 78.917.840 KM. Stanje duga po ovoj garanciji iznosi 8,04 mil. KM⁶ i bit će u potpunosti otplaćen krajem 2020. godine.

Federacija BiH je tijekom 2019. godine izdala vanjsku garanciju JP Elektroprivreda BiH, a u cilju izgradnje bloka 7 Termoelektrane Tuzla. Garancija je izdana u korist Kineske izvožno-uvozne banke (Exim Bank of China) na iznos od 1.200,86 mil. KM. S obzirom da uvjeti za efektivnost kredita još uvijek nisu ispunjeni, stanje duga po ovoj garanciji iznosi 0 KM.

U razdoblju na koje se odnosi ova Strategija ne očekuje se aktiviranje garancija, te stoga nisu uključene u njezin obuhvat.

4.5.2 Preuzimanje obaveza krajnjih korisnika

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

⁶ Garancija će biti u potpunosti otplaćena u 2020. godini

5. MAKROEKONOMSKI OKVIR⁷

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

Pod pretpostavkom povoljnog eksternog okruženja i implementacije strukturnih reformi u zemlji, s glavnim osloncem u domaćoj tražnji, u BiH se u razdoblju od 2020 – 2022. godine očekuje rast BDP-a po stopama od 3,7%, 3,8%, te 4,0%, respektivno⁸. Očekivani rast će najznačajnije uporište imati u očekivanom porastu privatne i javne potrošnje, uslijed višegodišnje provedbe politike fiskalne konsolidacije, te porastu ukupnih (privatnih i javnih) investicija.

Promatrajući historijski rast cijena u Bosni Hercegovini može se zaključiti da je velikim djelom determiniran promjenama cijena sirove nafte na svjetskom tržištu, cijenama hrane, trošarinama na određene proizvode, cijenama komunalija itd.

Prema tome, ukoliko bi cijene sirove nafte u razdoblju 2020 – 2022. godine odstupale od pretpostavljenih u osnovnom scenariju to bi se odrazilo na razinu inflacije. Naredno srednjoročno razdoblje se, u smislu očekivanog kretanja ukupne razine cijena u FBiH može okarakterizirati kao razdoblje niske i stabilne inflacije, s projiciranim stopama iste od 1,0% u 2020. godini do 1,5% u 2022. godini.

Na bazi projekcija DEP-a opseg vanjskotrgovinske razmjene u razdoblju 2020.-2022. godina bi se povećao, tako da bi u ovom vremenskom intervalu vanjskotrgovinski deficit bilježio nominalni rast od 0,1-3,1%, kao rezultat porasta stope uvoza (6,8-8,6%) i rasta stope izvoza (8,2-10,5%).

Financiranje deficita tekućeg računa bilo bi, kao i proteklih godina, omogućeno priljevima finansijskih sredstva iz inozemstva (kroz socijalne beneficije i doznake građana iz inozemstva, direktne strane investicije, trgovinske kredite te kroz eventualna nova zaduživanja na međunarodnom finansijskom tržištu).

Tablica 6. Makroekonomski pokazatelji za Federaciju BiH za razdoblje 2020. – 2022. (u mil. KM)⁹

Indikator	2020	2021	2022
Javni prihodi (uključujući grantove) (u mil. KM)	4.254,4	4.377,3	4.466,5
Primarni rashodi javnog sektora (u mil. KM)	3.857,7	4.017,9	4.067,5
Rashodi javnog sektora (u mil. KM)	3.974,1	4.152,1	4.208,3
Izdaci za kamate (u mil. KM)	116,4	134,2	140,9
Devizne rezerve (mil. USD) ¹⁰	6.821,0	7.268,3	7.660,6
BDP (Nominalni) (u mil. KM)	23.790,0	24.979,0	26.279,0
Nominalni rast u %	4,6	5,0	5,2
Realni BDP (u mil. KM) (prethodna g. = 100)	23.599,0	24.731,0	26.017,0
Realni rast u %	3,7	3,8	4,0

⁷ Smjernice ekonomske i fiskalne politike Federacije BiH u razdoblju 2020. – 2022. godine, Sarajevo svibanj 2019. godine

⁸ DEP: Program ekonomskih reformi za 2020. – 2022. godine, siječanj 2020. godine

⁹ Smjernice ekonomske i fiskalne politike Federacije BiH za razdoblje 2020. – 2022. godina, Sarajevo, svibanj 2019. godine

¹⁰ Izvor: CBBH

Tablica 7. Makroekonomski rizici i implikacije za strategiju upravljanja dugom

<i>Realni sektor</i>		
- Rast	Srednja	Slaba vanjska potražnja ili veća financijska 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 financijske potrebe. Potencijalne obveze, bilo iz bankarskog sektora ili državnih poduzeća, bi mogle dovesti do povećanja bruto financijskih potreba i troškova financiranja i pogoršanja fiskalne bilance, što bi moglo rezultirati većim domaćim i vanjskim zaduženjem.
<i>Platna bilanca</i>		
- Vanjska potražnja/tečaj 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/tečaj valuta	Srednja do mala	Pretpostavljeno kretanje inflacije u Bosni i Hercegovini u osnovnom scenariju za 2020-2022. godinu trebalo bi se zadržati na razini iz 2019. godine. Veća inflacija bi mogla povećati troškove servisiranja duga.
<i>Financijski sustav</i>		
- Sveukupno stanje	Srednja	Stopa adekvatnosti kapitala bankovnog sustava je znatno viša od zakonskog minimuma i predstavlja zadovoljavajuću kapitaliziranost ukupnog sustava za postojeću razinu izloženosti rizicima i jaku osnovu za očuvanje njegove sigurnosti i stabilnosti.

6. IZVORI FINANCIRANJA

6.1. Vanjski izvori financiranja

Vanjska financijska sredstva koja Federaciji BiH stoje na raspolaganju i planira ih angažirati u razdoblju 2020 – 2022. procjenjuju se na 1.341,09 mil. KM¹¹ (767,22 mil. USD¹²). Uzimajući u obzir ciljeve definirane ovom Strategijom, troškove i rizike ugovaranja zajmova, Federacija BiH će nastaviti s politikom maksimiziranja zaduživanja kod multilateralnih financijskih institucija, a procjene ukazuju da bi se približno 80% planiranih potreba moglo zadovoljiti financiranjem iz ovih izvora.

¹¹ Prema podacima jedinica za implementaciju projekata

¹² Preračun izvršen prema tečaju USD : KM na dan 31. 12. 2019. (1USD=1,747994 KM)

Tablica 8: Pregled procijenjenog financiranja iz vanjskih izvora u razdoblju 2020 – 2022. godina

Kreditor	Kamatna stopa	Grace razdoblje	Rok otplate	Valuta	Financiranje mil. USD	%	Rizici
IBRD	Fiksna ili varijabilna	5-10	18-30	EUR	97,32	12,68	Rizik refiksiranja za varijabilnu
EIB	Fiksna ili varijabilna	4-5	25	EUR	327,63	42,70	Rizik refiksiranja za varijabilnu
IMF ¹³	Varijabilna	4,5	10	SDR	0,00	0,00	Rizik refiksiranja, refinanciranja i valutni rizik
EBRD	Fiksna ili varijabilna,	3-5	12-15	EUR	128,08	16,69	Rizik refiksiranja za varijabilnu
Kuvajtski fond	Fiksna, 2%	5	25	KWD	33,90	4,42	Valutni rizik
Saudijski fond	Fiksna, 1% - 2%	5	25	SAR	1,10	0,14	Valutni rizik
OPEC fond	Fiksna, 2%	10	20	USD	33,16	4,32	Valutni rizik
CEB	Fiksna ili varijabilna	5	10	EUR	22,15	2,89	Rizik refiksiranja za varijabilnu
IFAD	Fiksna, 0,75%	10	30	SDR	4,90	0,64	Rizik refinanciranja i valutni rizik
IDA	Fiksna	5	25	SDR	5,55	0,72	Rizik refinanciranja i valutni rizik
KfW	Fiksna	2,5 - 10	12 - 20	EUR	104,02	13,56	Rizik refinanciranja
Ostala sredstva	Fiksna ili varijabilna	3-5	10-15	EUR	9,40	1,23	Rizik refinanciranja i refiksiranja za varijabilnu
UKUPNO					767,22	100,00	

6.2. Domaći izvori financiranja

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

Domaće komercijalne banke su najveći investitori u trezorske zapise i tržišne obveznice Vlade Federacije BiH i uglavnom ih čuvaju do dospelja.

Slika 8. Kretanje visine unutarnjeg duga Federacije BiH po osnovu tržišnih vrijednosnih papira u razdoblju 2012 – 2019. (mil. KM)



U namjeri da osigura daljnji razvoj domaćeg tržišta vrijednosnih papira i transparentnost zaduživanja, vodeći pri tom računa o svojim financijskim potrebama i

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

troškovima, Vlada Federacije BiH će nastaviti s aukcijama obveznica u mjeri koja je potrebna da se iznos sredstava na jedinstvenom računu riznice održava na zadovoljavajućoj razini kao i aukcijama trezorskih zapisa u slučaju pojave deficita jedinstvenog računa uzrokovanog neusklađenošću gotovinskih tokova.

Broj emisija i visina ponude trezorskih zapisa (ročnosti tri, šest, devet i dvanaest mjeseci) će varirati zavisno od potreba riznice u procesu upravljanja likvidnošću. Za buduća izdanja obveznica Federacija će uzimati u obzir interese investitora, ali će nastojati produžiti prosječno vrijeme dospeljeća vrijednosnih papira¹⁴ izdavanjem obveznica s dospeljećem dužim od pet godina.

Aukcije tržišnih vrijednosnih papira Federacije BiH održavaju se sukladno godišnjem indikativnom kalendaru aukcija, koji Ministarstvo financija objavljuje na svojoj internetskoj stranici, osim u slučaju kada zbog zadovoljavajuće likvidnosti jedinstvenog računa riznice FMF otkaže najavljene aukcije.

Tablica 9. Struktura, troškovi i rizici domaćih izvora financiranja

OPIS	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 refinanciranja	Rizici zavise od ostvarene ročnosti, a uključuju rizik refinanciranja, a u slučaju varijabilnih stopa i rizik refiksiranja

7. PRETPOSTAVKE CIJENA I OPISI SCENARIJA ŠOKA

U ovom dijelu predstavljena su četiri osnovna scenarija financiranja potreba Vlade Federacije BiH. Pretpostavke visine kamatnih stopa i procijenjeno kretanje vrijednosti deviznih tečajeva za vanjski dug u razdoblju 2019 – 2022. godina preuzeti su od Ministarstva financija i trezora BiH.

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

Pretpostavke o budućim kretanjima fiksnih kamatnih stopa na vanjski dug zasnovane su na krivuljama prinosa na njemačke i američke obveznice prve polovice lipnja 2019. godine.

Za projekcije varijabilnih kamatnih stopa, 6M LIBOR¹⁵ i 6M EURIBOR¹⁶ pretpostavljeno je da će razlika između vrijednosti 6M EURIBOR (6M LIBOR) i prinosa na njemačke jednogodišnje obveznice (američke jednogodišnje obveznice) biti jednaka tijekom promatranog razdoblja.

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

¹⁴ U 2019. godini FMF uspješno je emitiralo prvu obveznicu dospeljeća 10 godina u iznosu od 30 milijuna KM.

¹⁵ London Interbank Offered Rate

¹⁶ Euro Interbank Offered Rate

Tablica 10. Procijenjene visine kamata na instrumente duga u razdoblju 2019 – 2022. godina korištene u MTDS AT

Naziv instrumenta	Kamata			
	2019	2020	2021	2022
Koncesionalni USD Fiksni	2,10%	2,12%	2,14%	2,17%
Koncesionalni EUR Fiksni	1,76%	1,84%	1,91%	1,98%
Koncesionalni USD Varijabilni	2,37%	2,39%	2,42%	2,44%
Koncesionalni EUR Varijabilni	-0,26%	-0,18%	-0,11%	-0,04%
IMF EFF ¹⁷ USD Varijabilni	1,09%	1,11%	1,13%	1,16%
5y Eurobond	3,76%	4,14%	4,44%	4,64%

Tablica 11. Procijenjeni spread (margina) na instrumente duga s varijabilnom kamatnom stopom u razdoblju 2019 – 2022. godina korištene u MTDS AT

Naziv instrumenta	Spread-Margina			
	2019	2020	2021	2022
Koncesionalni USD Varijabilni	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%
Koncesionalni EUR Varijabilni	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%
IMF EFF USD Varijabilni	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%

Bosna i Hercegovina ima kreditni rejting B od S&P¹⁸ i B3 od Moody's¹⁹. Oba kreditna rejtinga su nepovoljna i svrstavaju Bosnu i Hercegovinu u skupinu zemalja s visokim kreditnim rizikom – neinvestitorski rejting, odnosno u grupu zemalja koja može izmirivati trenutne dugoročne obveze, ali nepovoljna ekonomska kretanja mogu dovesti do problema u servisiranju njenih obveza. Od svih zemalja u regiji BiH ima najlošiji kreditni rejting.

Tablica 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
Bosna i Hercegovina	B3 / stabilan	B / pozitivan
Bugarska	Baa2 / pozitivan	BBB / pozitivan
Crna Gora	B1 / pozitivan	B+ / stabilan
Grčka	B1 / stabilan	BB- / pozitivan
Hrvatska	Ba2 / pozitivan	BBB- / stabilan
Mađarska	Baa3 / stabilan	BBB / stabilan
Sjeverna Makedonija	-	BB- / stabilan
Rumunjska	Baa3 / stabilan	BBB- / negativan
Slovenija	Baa1 / pozitivan	AA- / stabilan
Srbija	Ba3 / pozitivan	BB+ / pozitivan

Izvor: Centralna banka Bosne i Hercegovine²⁰

¹⁷ Extended Fund Facilities

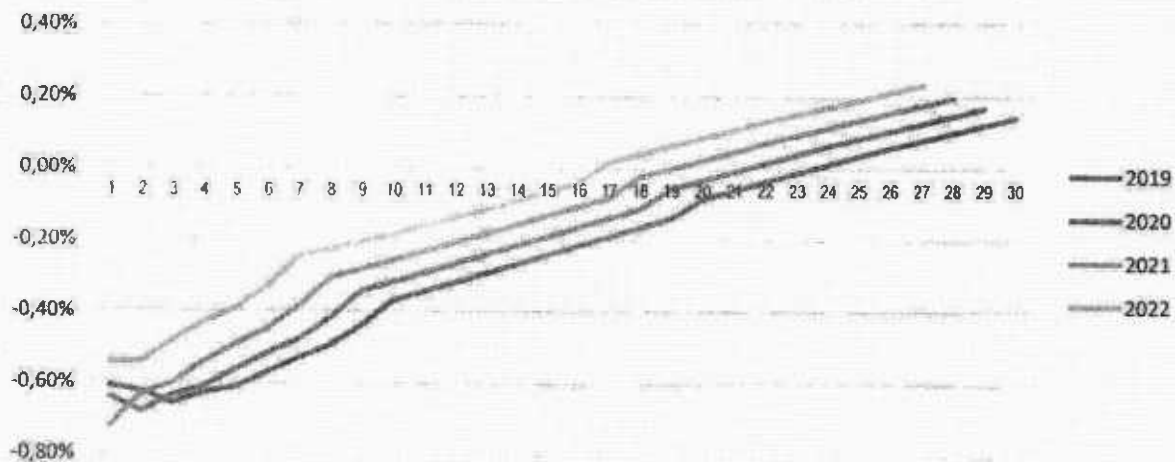
¹⁸ Standard and Poor's – agencija za procjenu kreditnog rejtinga

¹⁹ Moody's Investors Service – agencija za procjenu kreditnog rejtinga

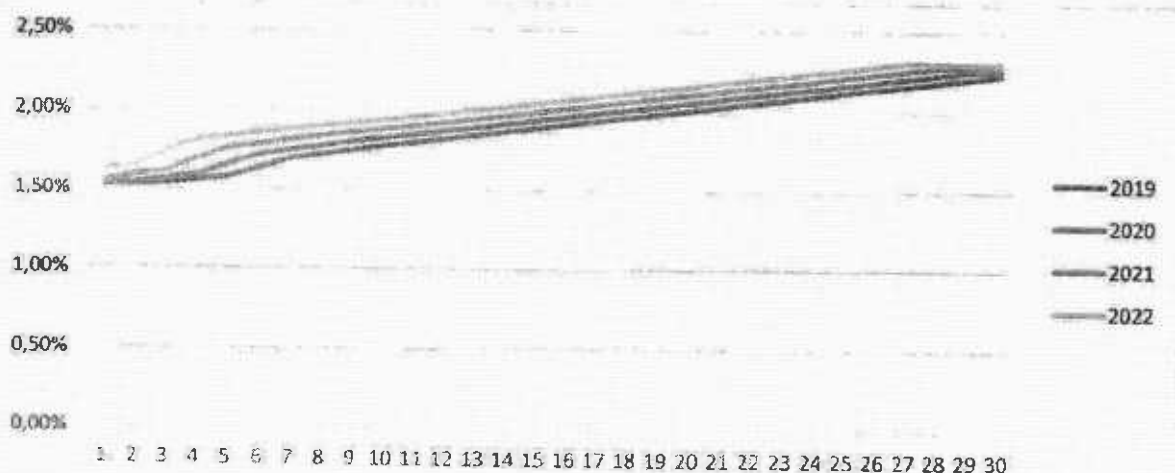
²⁰ Bloomberg, podaci ažurirani 17. 12. 2019.

Mada je to postala uobičajena praksa u regiji, Federacija BiH još uvijek nije emitirala vrijednosne papire na međunarodnom financijskom tržištu. Izgledno je da Federacija BiH neće izlaziti na međunarodno financijsko tržište u razdoblju na koje se Strategija odnosi.

Slika 9. Prinos na njemačke obveznice različitih ročnosti - (Siječanj 2020.)²¹



Slika 10. Krivulja prinosa na američke obveznice različitih ročnosti - (Siječanj 2020.)²²



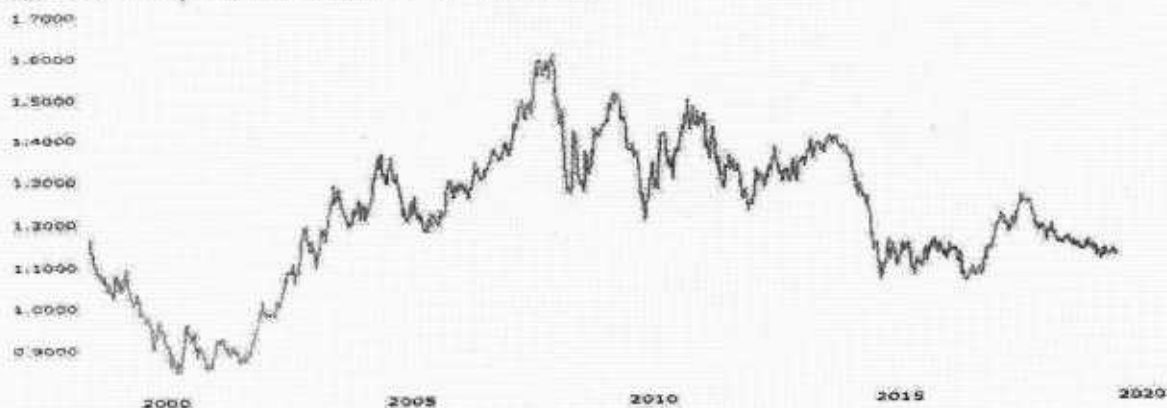
Kako je valuta Bosne i Hercegovine vezana za EUR putem aranžmana valutnog odbora, glavni valutni rizik u portfelju duga predstavlja nestabilnost EUR u odnosu na ostale strane valute, uglavnom USD. Tečaj USD/EUR je historijski relativno nestabilan.

Pretpostavka je da će odnos EUR/USD, odnosno KM/USD u razdoblju na koje se odnosi strategija ostati na istoj razini kao na kraju 2019. godine odnosno da neće biti niti aprecijacije niti deprecijacije deviznog tečaja.

²¹ Izračun FMF

²² Izračun FMF

Slika 11. Tečaj EUR/USD 2000 -2019. godine



Izvor: <https://www.macrotrends.net/2548/euro-dollar-exchange-rate-historical-chart>

7.1. Scenarij nepredviđenih događaja (Šok scenarij)

Korištenjem podataka iz portfelja duga Federacije BiH, makroekonomskih pretpostavki za promatrano razdoblje kao i potencijalnih izvora financiranja, napravljeno je nekoliko scenarija i strategija zaduživanja.

Svaka od analiziranih strategija testirana je i na iznenadne promjene u pogledu kamatnih stopa i deviznih tečajeva kako bi se procijenili troškovi i rizici na navedene promjene.

Šok valutnog (deviznog) tečaja:

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

Šok kamatnih stopa:

- manji šok: povećanje procijenjenih kamatnih stopa na dugoročne vanjske i domaće instrumente u visini od 2% i 1% na kratkoročne domaće instrumente u prvoj godini.
- veći šok: povećanje procijenjenih kamatnih stopa u visini od 4% na dugoročne vanjske i domaće instrumente i 2% na kratkoročne domaće instrumente u prvoj godini.

Scenariji šokova:

- Šok valutnog (deviznog) tečaja: 30% deprecijacije tečaja KM/USD u prvoj godini;
- Šok kamatne stope: 4% rast kamatne stope na vanjske i domaće dugoročne instrumente i 2% na kratkoročne domaće instrumente u prvoj godini, što doprinosi izravnavanju krivulje prinosa. Instrumenti u koje su uključeni stara devizna štednja i ratna potraživanja ostaju nepromijenjeni;
- Kombinirani šok: 20% deprecijacije tečaja KM/USD u kombinaciji sa šokom od 1% na kratkoročne domaće i 2% dugoročne instrumente u prvoj godini. Instrumenti u koje su uključeni stara devizna štednja i ratna potraživanja ostaju nepromijenjeni.

Tablica 13. Stilizirani instrumenti portfelja 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 zapisi	Fiksni	Tržni	1	0	Domaća	BAM
BAM_7	1-2y FCSB T obveznica	Fiksni	Tržni	2	1	Domaća	BAM
BAM_8	2-3y T obveznica	Fiksni	Tržni	3	2	Domaća	BAM
BAM_9	5-7y T obveznica	Fiksni	Tržni	6	5	Domaća	BAM
BAM_10	5y WCB T obveznica	Fiksni	Tržni	5	4	Domaća	BAM
EUR_11	5y Eurobond	Fiksni	Tržni	5	4	Strana	EUR

Tablica 14. Usporedba trenutnih indikatora rizika portfelja duga i rizika izabrane strategije

Indikatori rizika	Portfelj duga		
	2018. godina	2019. godina	Izabrana strategija kraj 2022. godine
Nominalni dug (% BDP-a)	26,5	24,1	21,9
Sadašnja vrijednost (% BDP-a)	24,4	19,6	18,0
Ponderirana prosječna kamata (%)	1,7	1,6	1,3
Rizik refinanciranja	ATM Vanjski dug (godine)	6,8	7,3
	ATM Unutarnji dug (godine)	2,1	2,0
	ATM Ukupni dug (godine)	6,2	6,6
Kamatni rizik	ATR (godine)	3,5	4,3
	Dug koji se refiksira u 1 g (% ukupnog duga)	47,4	42,3
	Dug po fiksnoj kamati (% ukupnog duga)	59,5	68,2
Valutni rizik	Devizni dug (% ukupnog duga)	87,3	86,7
	Kratkoročni devizni dug (% rezervi)	4,8	3,7

7.2. Opis alternativnih strategija zaduživanja

Vanjsko zaduživanje Federacije BiH će se koristiti za financiranje razvojnih programa i kao podrška proračunu. Razvojni programi su projekti s unaprijed identificiranim kreditorima i pod poznatim uvjetima, te je time ograničena mogućnost pregovaranja financijskih uvjeta kredita. Tim ograničenjima treba upravljati u kombinaciji s ograničenjima opisanim za domaće financiranje, kako bi se ublažili ranije identificirani rizici.

Strategija (S1): zaduživanje Federacije BiH sukladno Proračunu Federacije BiH za 2020. godinu, Smjernicama ekonomske i fiskalne politike u razdoblju 2020 - 2022. godina i PJI-a za razdoblje 2020-2022. godine. Financiranje razvojnih projekata do 2022. godine procijenjeno je na 1.341,09 mil. KM. Vanjski izvori financiranja su okvirno identificirani (tablica 8.) te su u kontekstu procjene troškova i rizika primijenjeni kreditni uvjeti s podjednakim udjelom kredita s fiksnom i promjenjivom kamatnom stopom uz preferiranu valutu EUR. Proračunska podrška će se financirati sredstvima prikupljenim emisijama trezorskih zapisa i trogodišnjih, petogodišnjih, sedmogodišnjih, desetogodišnjih i petnaestogodišnjih obveznica u opsegu koji osigurava i razvoj domaćeg tržišta.

Strategija 2 (S2): zaduživanje Federacije BiH sukladno Proračunu Federacije BiH za 2020. godinu, Smjernicama ekonomske i fiskalne politike u razdoblju 2020 - 2022. godina i PJI-a za razdoblje 2020-2022. godine. U cilju procjene troškova i rizika razmatrani su kreditni uvjeti koji podrazumijevaju kredite s ugovorenom promjenjivom kamatnom stopom uz preferiranu valutu EUR. Proračunska podrška će se financirati sredstvima prikupljenim emisijama trezorskih zapisa i trogodišnjih, petogodišnjih, sedmogodišnjih, desetogodišnjih i petnaestogodišnjih obveznica u opsegu koji osigurava i razvoj domaćeg tržišta.

Strategija 3 (S3): zaduživanje Federacije BiH sukladno Proračunu Federacije BiH za 2020. godinu, Smjernicama ekonomske i fiskalne politike u razdoblju 2020-2022. godina i PJI-a za razdoblje 2020-2022. godine. Kreditni uvjeti pod kojima bi se Federacija BiH trebala zadužiti za financiranje razvojnih projekata (u cilju procjene tako nastalih troškova) koji podrazumijevaju kredite s ugovorenom fiksnom kamatnom stopom uz preferiranu valutu EUR. Proračunska podrška će se financirati sredstvima prikupljenim emisijama trezorskih zapisa i trogodišnjih, petogodišnjih, sedmogodišnjih, desetogodišnjih i petnaestogodišnjih obveznica u obimu koji osigurava i razvoj domaćeg tržišta.

Strategija 4 (S4): zaduživanje Federacije BiH sukladno Proračunu Federacije BiH za 2020. godinu, Smjernicama ekonomske i fiskalne politike u razdoblju 2020-2022. godina i PJI-a za razdoblje 2020-2022. godine. Ukupne financijske potrebe će se osigurati na vanjskom tržištu. Za financiranje infrastrukturnih projekata definiranih PJI 2020 -2022. godina koristit će se koncesionalni izvori (EBRD, EIB, IBRD i dr.). Refinanciranje domaćeg duga će u svrhu procjene troškova biti izvršeno izdavanjem dugoročne (petogodišnje) euroobveznice na inozemnom tržištu vrijednosnih papira.

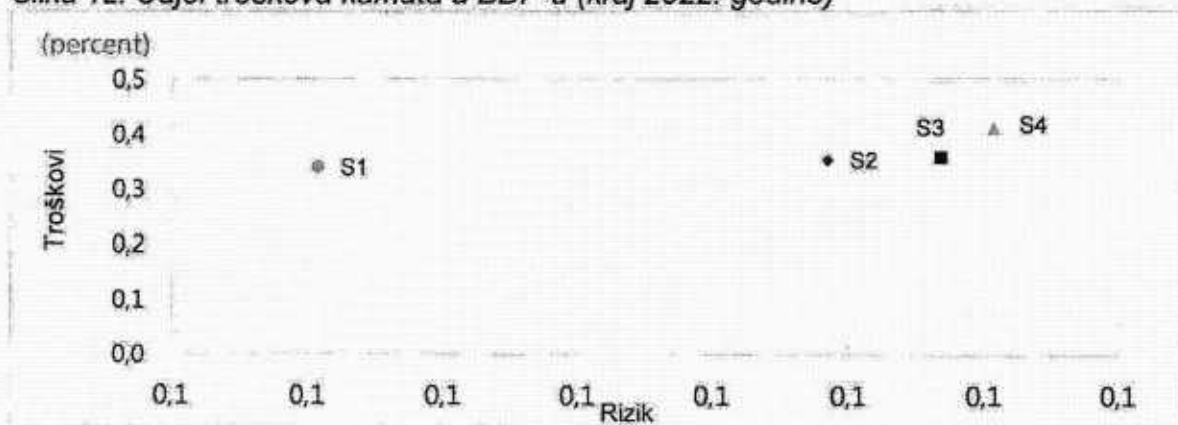
7.3. Analiza troškova i rizika alternativnih strategija zaduživanja

Učinak predložene četiri strategije je procijenjen prema osnovnom i prema šok scenarijima. Dva ključna indikatora troškova (dug/BDP i kamata/BDP) izračunati su kako bi se odredio odnos između troškova i rizika različitih scenarija zaduživanja. Promjene visine neotplaćenog duga uzrokovane promjenom valutnog tečaja odražavaju se na odnos dug/BDP. Udjel plaćene kamate u BDP-u daje procjenu potencijalnog utjecaja svake strategije na proračun. Rizik dane strategije je razlika između njenih troškova prema scenariju rizika, odnosno scenariju šoka u odnosu na osnovni (bazni) scenarij.

Trošak servisiranja duga je najosjetljiviji na promjene kamatnih stopa. Dug s visokim kamatnim stopama generira tijekom vremena veće troškove duga, odnosno povećava potrebe za refinanciranjem. Strategija S1 je najmanje rizična i ima najmanje troškove (Slika 12.) zbog strukture duga u kojoj dominira vanjsko zaduživanje u EUR-ima i u kojem udjel duga s fiksnim kamatnim stopama zadržava visok udjel u portfelju ukupnog duga. Strategija S4 je najskuplja jer predviđa zaduživanje na inozemnom tržištu kapitala emisijom dugoročnih euroobveznica prema tržnim kamatnim stopama. Strategije S2 i S3 imaju nešto veće troškove u odnosu na strategiju S1 s tim da je strategija S3 neznatno rizičnija u odnosu na strategiju S2 s obzirom da su u strategiji S3 razmatrani kreditni uvjeti u kojima prevladavaju fiksne kamatne stope. Najveći rizik za sve bazne strategije u pogledu omjera kamata/BDP predstavlja ekstremni kamatni šok u 1. godini strategije. Odstupanje od baznog scenarija kreće u iznosu od 0,086% – 0,124% procijenjenog BDP-a.

Najmanje rizična je Strategija S1, koja predviđa refinanciranje unutarnjeg duga u obliku trezorskih zapisa i trezorskih obveznica, kao i zaduživanje u gotovo podjednakom opsegu po varijabilnim i fiksnim kamatnim stopama za realizaciju PJI 2020 – 2022. godine.

Slika 12. Udjel troškova kamata u BDP-u (kraj 2022. godine)



Najveći rizik portfelja duga za sve četiri testirane strategije, u pogledu omjera dug/BDP predstavlja valutni rizik u slučaju šoka deviznog tečaja odnosno aprecijacije USD u odnosu na KM (šok od 30% u 1. godini strategije).

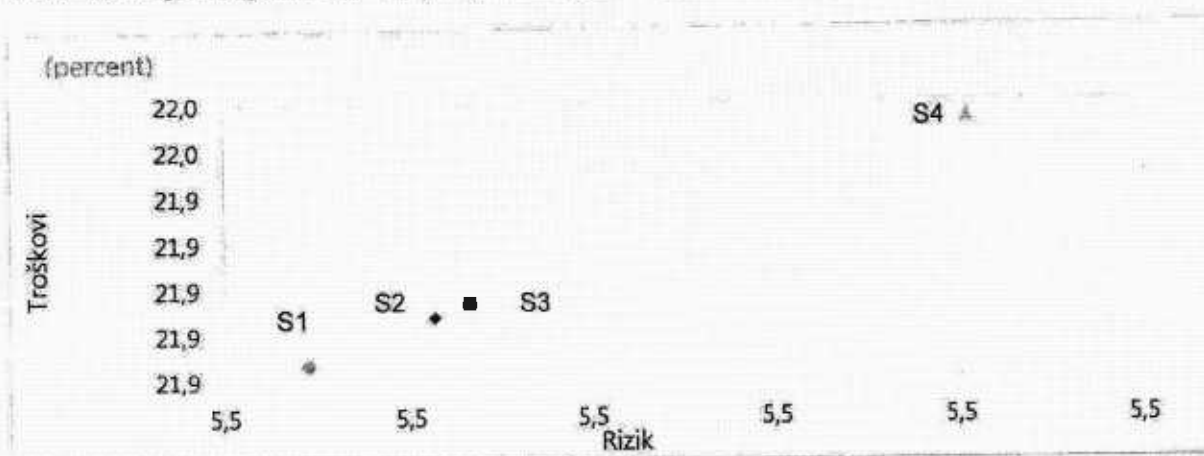
Portfelj koji ima veći udjel neeurskih valuta u stanju neotplaćenog vanjskog duga je rizičniji. Strategija S4 je najosjetljivija strategija na oscilacije deviznih tečajeva zbog niskog udjela domaćeg zaduživanja i značajnijeg vanjskog zaduživanja u neeurskim valutama (SDR, USD).

Kao i u slučaju prethodnog indikatora kada promatramo bazni scenarij, strategije S1 i S2 imaju najmanje troškove i manje su rizične u odnosu na strategije S3 i S4. Strategija S4 je najrizičnija i skuplja je u odnosu na Strategije S2 i S3.

Strategija S4 je najosjetljivija na promjene deviznog tečaja i najviše odstupa od svog baznog scenarija, koji podrazumijeva izdavanje euroobveznice na vanjskom tržištu kao i zaduživanje u neeurskim valutama (USD i SDR) u cilju realizacije PJI 2020 – 2022. godine. U slučaju ekstremnog deviznog šoka (aprecijacija USD u odnosu na BAM u iznosu od 30%) odstupanje šok scenarija od baznog, iznosi od 2,460%–2,468%,

procijenjenog BDP-a u 2022. godini s tim da je to odstupanje najmanje u Strategiji S1 i iznosi 2,460%.

Slika 13. Udjel duga u BDP-u (kraj 2022. 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 refinanciranja, kamatni rizik i valutni rizik.

Tablica 15. Indikatori rizika po strategijama na kraju 2022. godine

Indikatori rizika		Početni portfelj	S1	S2	S3	S4
Nominalni dug u % BDP		24,1	21,9	21,9	21,9	22,0
Sadašnja vrijednost duga u % BDP		20,2	17,9	18,1	18,1	18,2
Troškovi kamata u % BDP		0,39	0,34	0,35	0,36	0,41
Implicitna kamatna stopa (%)		1,63	1,31	1,38	1,39	1,80
Rizik refinanciranja	Dug koji dospijeva u 1. godini (% ukupnog)	11,1	13,6	13,6	13,7	9,6
	Dug koji dospijeva u 1. godini (% BDP)	2,7	3,0	3,0	3,0	2,1
	Prosječno dospijeće portfelja (godine)	6,0	6,6	6,6	6,6	7,2
	Prosječno dospijeće domaći dug (godine)	2,7	2,0	2,0	2,0	2,8
	Prosječno dospijeće vanjski dug (godine)	6,5	7,3	7,3	7,3	7,4
Kamatni rizik	Prosječno vrijeme refiksiranja (godine)	3,9	4,3	5,1	5,3	5,3
	Refiksiranje duga u 1. godini (godine)	41,8	42,3	34,7	33,3	35,5
	Dug sa fiksnom kamatom (% ukupnog duga)	65,8	68,2	75,9	77,4	71,0
	Trezorski zapisi (% ukupnog duga)	0,38	2,60	2,61	2,62	0,0
Devizni rizik	Devizni dug u % ukupnog duga	86,6	86,7	86,7	86,6	96,7
	Kratkoročni devizni dug u % rezervi	3,5	3,7	3,7	3,7	3,7

Uspoređujući indikatore rizika predloženih strategija s rizicima trenutnog portfelja duga, možemo zaključiti sljedeće:

Troškovi duga – Prosječna implicitna ponderirana kamatna stopa u analiziranim strategijama kreće se u rasponu od 1,31% - 1,80%, s tim da je najniža kod preferirane strategije S1 gdje iznosi 1,309%.

Rizik refinanciranja – Iznos duga koji dospijeva u 2023. godini je veći u relativnom i u nominalnom iznosu, u odnosu na 2020. godinu, ali još uvijek u skladu sa smjernicama za održanje indikatora rizika portfelja duga u zadovoljavajućim okvirima.

U svim analiziranim strategijama prosječno vrijeme do dospelja (ATM) bi se povećalo i bilo bi sukladno definiranim strateškim ciljevima. Implementacijom strategije S1 prosječno vrijeme dospelja portfelja duga na kraju 2022. godine bi iznosilo 6,6 godina.

Kamatni rizik – Prosječno vrijeme refiksiranja u svim razmatranim strategijama bi se povećalo u odnosu na isti pokazatelj početnog portfelja duga.

Udjela duga s fiksnim kamatnim stopama, uključujući i trezorske zapise, bi se povećao u odnosu na početni portfelj duga sa 65,83% na 68,22% u strategiji S1 do iznosa od 77,38%, ukoliko bi strategiju S3 izabrali kao preferiranu.

*Vlada Federacije BiH je izabrala **Strategiju S1** koju će provoditi u razdoblju 2020-2022. Izabrana strategija, odnosno indikatori rizika izabrane strategije S1 na kraju 2022. godine su sukladni smjernicama za upravljanje dugom. Strategija S1 podrazumijeva implementaciju PJI 2020-2022. u skladu s preporukama iz Strategije, emitiranje vrijednosnih papira na domaćem tržištu u cilju proračunske podrške i refinanciranja postojećeg duga.*

8. SMJERNICE ZA UPRAVLJANJE DUGOM

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

8.1 Sveukupna struktura portfelja duga

Strukturom portfelja duga nastojat će se minimizirati sveukupni rizici i nastaviti s razvojem domaćeg tržišta vrijednosnih papira.

Smjernice za poželjnu strukturu portfelja duga su sljedeće:

- Održavanje udjela duga u KM i EUR valuti iznad 60% ukupnog portfelja duga;
- Održanje udjela duga s fiksnom kamatnom stopom preko 50% ukupnog portfelja duga;
- Vrijeme prosječnog dospelja ukupnog portfelja duga produžiti na 6,5 godina.

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 refinanciranja;
- Radi smanjenja valutnog rizika maksimalno koristiti zaduživanje u EUR i KM;
- U cilju smanjenja rizika refinanciranja duga: udjel portfelja duga koji dospjeva unutar 12 mjeseci/jedne godine će iznositi maksimalno 15% ukupnog neotplaćenog duga;
- Kako bi produžili prosječno dospjeće portfelja duga iznad 6,5 godina, buduća zaduženja ugovarati s dužim grace razdobljem i dužim rokom otplate. Prosječno ponderirano dospjeće portfelja duga produžiti na najmanje 6,5 godina.

8.3 Kvantitativne strateške mete

Na temelju trenutnog makroekonomskog okvira (Smjernice ekonomske i fiskalne politike Federacije BiH 2020-2022. godine) praćenjem preferirane strategije zaduživanja na kraju 2022. godine očekivani indikatori rizika portfelja duga bili bi sljedeći:

- prosječno vrijeme dospjeća kredita (ATM) ne bi trebalo biti manje od 6,6 godina;
- prosječno vrijeme refiksiranja kredita (ATR) će iznositi 4,3 godinu;
- udjel servisiranja kamata po osnovi 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 financiranja, prvenstveno koncesionalnih izvora financiranja.

9. KOMUNIKACIJA S TRŽIŠTEM

Ministarstvo financija će održavati komunikaciju sa sudionicima na tržištu putem redovnih sastanaka i objavljivanjem ključnih informacija o dugu i vladinim politikama. Ministarstvo financija će nastaviti na svojoj internetskoj stranici objavljivati indikativni kalendar aukcija vrijednosnih papira, kvartalne kalendare aukcija, godišnji plan zaduživanja, kvartalna izvješća o dugu i Strategiju upravljanja dugom Federacije BiH <http://www.mft.gov.ba>.

Informacije o kreditnom rejtingu Bosne i Hercegovine i financijskom 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 financija i trezora BiH.