



5117
PB-5

Bosnia and Herzegovina
Federation of Bosnia and Herzegovina

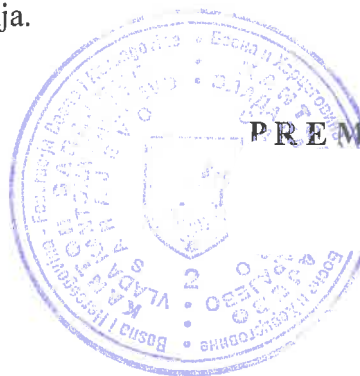
CANTON SARAJEVO
Government

Broj: 02-04-22595-4/21
Sarajevo, 27.05.2021. godine

Na osnovu člana 26. i 28. stav (4) Zakona o Vladi Kantona Sarajevo („Službene novine Kantona Sarajevo“, broj: 36/14 - Novi prečišćeni tekst i 37/14-Ispravka) i člana 17. stav (2) i (3) tačka 6) i člana 28. Zakona o budžetima u Federaciji BiH („Službene novine Federacije Bosne i Hercegovine“, broj: 102/13, 09/14 - Ispravka, 13/14, 08/15, 91/15, 102/15, 104/16, 05/18, 11/19 i 99/19) Vlada Kantona Sarajevo, na **25. sjednici održanoj 27.05.2021. godine**, donijela je

ZAKLJUČAK

1. Usvaja se Strategija upravljanja dugom Kantona Sarajevo 2021. - 2023. godina.
2. Projekti čija je ukupna vrijednost preko 500.000,00 KM potrebno je da budu uvršteni u Program javnih investicija Kantona Sarajevo sa definisanom vrstom, izvorom i načinom finansiranja i dinamikom povlačenja sredstava.
3. Zadužuje se Ministarstvo finansija Kantona Sarajevo, da Strategiju upravljanja dugom Kantona Sarajevo 2021. – 2023. godina objavi na svojoj web stranici.
4. Strategija iz tačke 1. ovog zaključka dostavlja se Skupštini Kantona Sarajevo, informativno.
5. Ovaj zaključak stupa na snagu danom donošenja.



PREMIJER

Dostaviti:

1. Predsjedavajući Skupštine Kantona Sarajevo,
2. Skupština Kantona Sarajevo,
3. Zamjenici predsjedavajućeg Skupštine Kantona Sarajevo (3x),
4. Premijer Kantona Sarajevo,
5. Ministarstvo finansija Kantona Sarajevo,
6. Evidencija,
7. Arhiva.

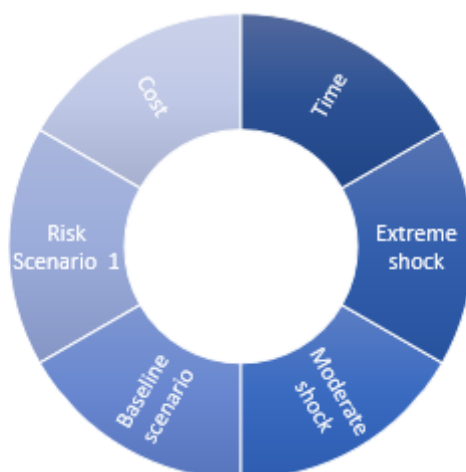


web: <http://vlada.ks.gov.ba>
e-mail: vlada@vlada.ks.gov.ba
Tel: + 387(0)33 562-068, 562-070
Fax: + 387(0)33 562-211
Sarajevo, Reisa Džemaludina Čauševića 1



BOSNA I HERCEGOVINA
FEDERACIJA BOSNE I HERCEGOVINE
KANTON SARAJEVO
MINISTARSTVO FINANSIJA

STRATEGIJA UPRAVLJANJA DUGOM KANTONA SARAJEVO 2021-2023



PREDLAGAČ
MINISTARSTVO FINANSIJA
KANTONA SARAJEVO

Sarajevo Maj 2021

SADRŽAJ

LISTA SKRAĆENICA.....	2
UVOD	3
1. PRAVNI OKVIR.....	3
2. CILJEVI I OBUHVAT STRATEGIJE UPRAVLJANJA DUGOM	4
2.1. CILJEVI UPRAVLJANJA DUGOM.....	4
2.2. OBUHVAT STRATEGIJE	4
3. PORTFOLIO DUGA KS.....	4
3.1. STRUKTURA VANJSKOG DUGA KS, NA DAN 31.12.2020. GODINE.....	5
3.1.1. <i>Struktura vanjskog duga KS po kreditorima</i>	5
3.1.2. <i>Valutna struktura vanjskog duga KS</i>	6
3.1.3. <i>Kamatna struktura vanjskog duga KS</i>	6
3.2. STRUKTURA UNUTRAŠNJEG DUGA KS, NA DAN 31.12.2020. GODINE	7
3.2.1. <i>Struktura unutrašnjeg duga KS, domaće banke</i>	7
3.2.2. <i>Struktura unutrašnjeg duga KS, obveznice</i>	8
3.2.3. <i>Kamatna struktura unutrašnjeg duga KS</i>	8
4. RIZICI PORTFOLIJA DUGA KS	9
4.1. KARAKTERISTIKE TROŠKOVA I RIZIKA PORTFOLIJA DUGA KS	9
4.2. RIZIK REFINANSIRANJA	10
4.3. KAMATNI RIZIK.....	10
4.4. VALUTNI RIZIK	10
4.5. POTENCIJALNE OBAVEZE	11
4.5.1. <i>Garancije</i>	11
5. MAKROEKONOMSKI OKVIR.....	12
6. IZVORI FINANSIRANJA	14
6.1. <i>Vanjski izvori finansiranja</i>	14
6.2. <i>Domaći izvori finansiranja</i>	14
7. PRETPOSTAVKE CIJENA I OPISI SCENARIJA ŠOKA	15
7.1. KREDITNI REJTING BOSNE I HERCEGOVINE	16
7.2. SCENARIO NEPREDVIĐENIH DOGAĐAJA (ŠOK SCENARIO).....	18
7.3. OPIS ALTERNATIVNIH STRATEGIJA ZADUŽIVANJA	19
7.4. ANALIZA TROŠKOVA I RIZIKA ALTERNATIVNIH STRATEGIJA ZADUŽIVANJA	20
7.5. INDIKATORI RIZIKA ALTERNATIVNIH STRATEGIJA	23
8. CILJEVI I SMJERNICE UPRAVLJANJA DUGOM KS, 2021.-2023. GODINA.....	24
8.1. CILJEVI UPRAVLJANJA DUGOM	24
8.2. SMJERNICE UPRAVLJANJA DUGOM	24

LISTA SKRAĆENICA

BiH	- Bosna i Hercegovina
FBiH	- Federacija Bosne i Hercegovine
KS	- Kanton Sarajevo
BDP	- Bruto domaći proizvod (Bruto Domestic Product)
WB	- Svjetska banka (World Bank)
IBRD	- Međunarodna banka za obnovu i razvoj (International Bank for Reconstruction and Development)
EIB	- Evropska investicijska banka (European Investment Bank)
EBRD	- Evropska banka za obnovu i razvoj (European Bank for Reconstruction and Development)
IDA	- Međunarodna asocijacija za razvoj (International Development Association)
KM	- Konvertibilna marka
EUR	- Euro
USD	- Američki dolar
KWD	- Kuvajtski dinar
SDR	- Specijalna prava vučenja
ATM	- Prosječno vrijeme dospjeća (Average Time to Maturity)
KJKP	- Kantonalno javno komunalno preduzeće
KCUS	- Klinički centar Univerziteta u Sarajevu
DOB	- Dokument okvirnog budžeta
NKS	- Nominalna kamatna stopa
EKS	- Efektivna kamatna stopa

UVOD

Strategija upravljanja dugom 2021.-2023. godina (u daljem tekstu: Strategija) predstavlja uvod glavnih načela i smjernica za politike upravljanja dugom KS u posmatranom periodu i temelji se na postojećem portfoliju duga KS, Dokumentu okvirnog budžeta KS 2021.-2023. godina (DOB 2021-2023) i Programu javnih investicija KS 2021.-2023. godina (PJI 2021-2023). Strategija sadrži planove finansiranja potreba KS u narednim godinama, te indikativne mjere i alate koji su potrebni za dostizanje usvojenih strateških ciljeva i smjernica.

1. PRAVNI OKVIR

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

Ovaj okvir je određen zakonima na nivou FBiH i KS, kao što su: Zakon o dugu zaduživanju i garancijama u FBiH, Zakon o budžetima u FBiH, Zakon o tržištu vrijednosnih papira, Zakon o trezoru u FBiH, te Zakon o izvršavanju budžeta KS koji se donosi na godišnjem nivou.

- Zakon o dugu, zaduživanju i garancijama u FBiH („Službene novine FBiH“ br. 86/07, 24/09, 44/10 i 30/16)
- Zakona o budžetima u FBiH („Službene novine FBiH“ br. 102/13, 09/14-Ispravka, 13/14, 08/15, 92/15, 102/15, 104/16, 05/18, 11/19 i 99/19)
- Zakon o tržištu vrijednosnih papira („Službene novine FBiH“ br. 85/08, 109/12, 86/15 i 25/17)
- Zakona o trezoru u FBiH („Službene novine FBiH“ br. 26/16 i 03/20)
- Zakon o izvršavanju budžeta koji se donosi na godišnjem nivou
- Procedure zaduživanja Kantona Sarajevo na osnovu unutrašnjeg i vanjskog duga i izdavanja garancija („Službene novine KS“ br. 10/11 i 07/19)

2. CILJEVI I OBUHVAT STRATEGIJE UPRAVLJANJA DUGOM

2.1. Ciljevi upravljanja dugom

Ciljevi upravljanja dugom KS u periodu 2021.-2023. godine su:

1. osiguranje finansijskih sredstava za servisiranje obaveza postojećeg i planiranog duga, kao prioritetne zakonske obaveze izvršavanja budžeta
2. obezbjeđenje kvalitetnih izvora za finansiranje projekata od interesa za KS putem zaduživanja, uz prihvatljiv nivo troškova i rizika u srednjem i dugom roku

2.2. Obuhvat strategije

Strategija obuhvata portfolio duga kojim upravlja KS, a prikazan je u narednoj tabeli.

Tabela 1. Obuhvat Strategije, na dan 31.12.2020. godine

<i>Vrsta duga</i>	Iznos (mil.KM)
<i>Vanjski dug KS, od čega:</i>	143,71
- Indirektni vanjski dug KS	134,77
- Direktni vanjski dug KS ¹	8,94
<i>Unutrašnji dug KS, od čega:</i>	55,04
- Domaći unutrašnji dug KS	38,75
- Obveznice KS	16,29
<i>Garancije</i>	18,38
- Garancije KS	18,38
<i>UKUPAN dug obuhvaćen strategijom</i>	217,13

Izvor: Ministarstvo finansija KS

3. PORTFOLIO DUGA KS

Ukupan portfolio duga za koji je odgovoran i kojim upravlja KS, na dan 31.12.2020. godine iznosi 217,13 mil. KM (136,33 mil. USD), a sastoji se od vanjskog duga u iznosu od 162,09 mil. KM (101,78 mil. USD) i unutrašnjeg duga u iznosu od 55,04 mil. KM (34,56 mil. USD).

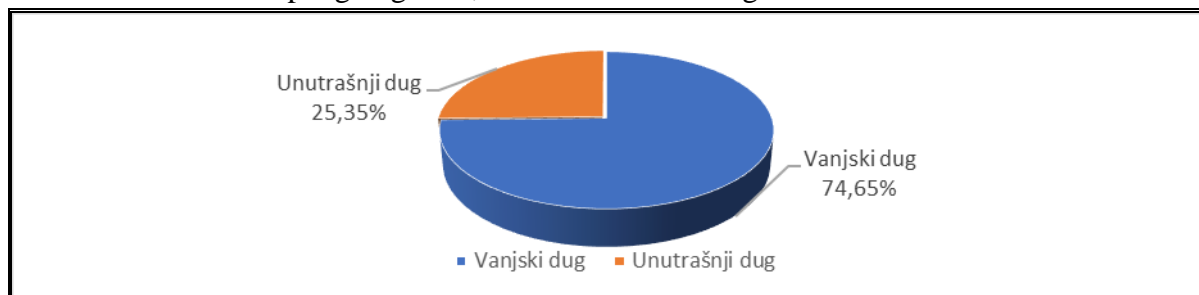
Tabela 2. Ukupan dug KS obuhvaćen Strategijom, na dan 31.12.2020. godine

Opis	Vanjski dug	Unutrašnji dug	Ukupni dug
Iznos (u mil KM)	162,09	55,04	217,13
Iznos (u mil USD)	101,78	34,56	136,34

Izvor: Ministarstvo finansija KS

¹ Krediti koje je KS ranije preuzeo od BiH

Slika 1. Struktura ukupnog duga KS, na dan 31.12.2020. godine



Izvor: Ministarstvo finansija KS

3.1. Struktura vanjskog duga KS, na dan 31.12.2020. godine

Vanjski dug kojim upravlja KS na dan 31.12.2020. godine iznosi 162,09 mil. KM (101,78 mil. USD).

3.1.1. Struktura vanjskog duga KS po kreditorima

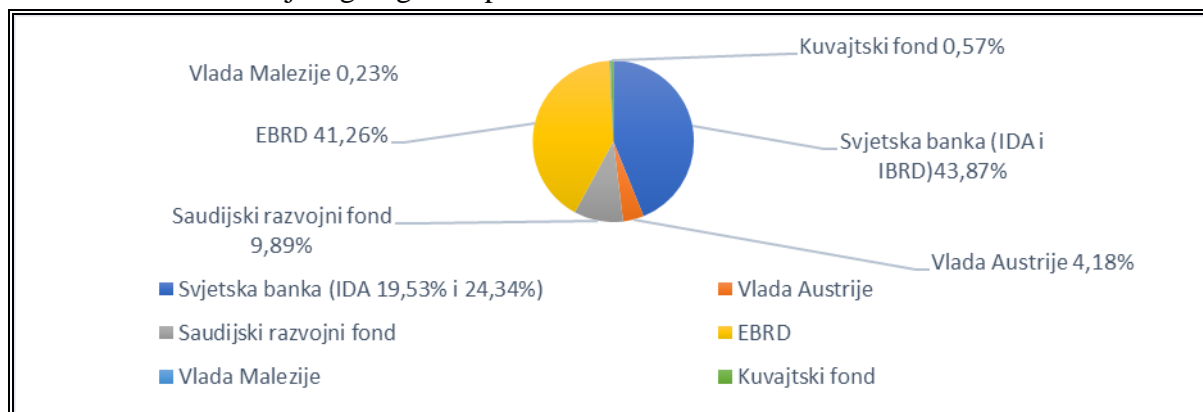
Vanjski dug je najvećim dijelom, ugovoren sa međunarodnim finansijskim institucijama i državama.

Tabela 3. Pregled vanjskog duga KS po kreditorima

<i>Kreditor</i>	<i>u USD</i>	<i>u KM</i>
<i>Svjetska banka (WB IDA)</i>	<i>19.878.634,21</i>	<i>31.658.036,97</i>
<i>EBRD</i>	<i>41.998.064,48</i>	<i>66.884.689,55</i>
<i>Svjetska banka (WB IBRD)</i>	<i>24.768.569,49</i>	<i>39.445.581,63</i>
<i>Vlada Austrije</i>	<i>4.251.438,61</i>	<i>6.770.696,58</i>
<i>Vlada Malezije</i>	<i>237.519,29</i>	<i>378.265,15</i>
<i>Saudijski razvojni fond</i>	<i>10.064.024,36</i>	<i>16.027.623,01</i>
<i>Kuvajtski fond</i>	<i>580.245,18</i>	<i>924.078,74</i>
<i>TOTAL</i>	<i>101.778.495,61</i>	<i>162.088.971,63</i>

Izvor: Ministarstvo finansija KS

Slika 2. Struktura vanjskog duga KS prema kreditorima

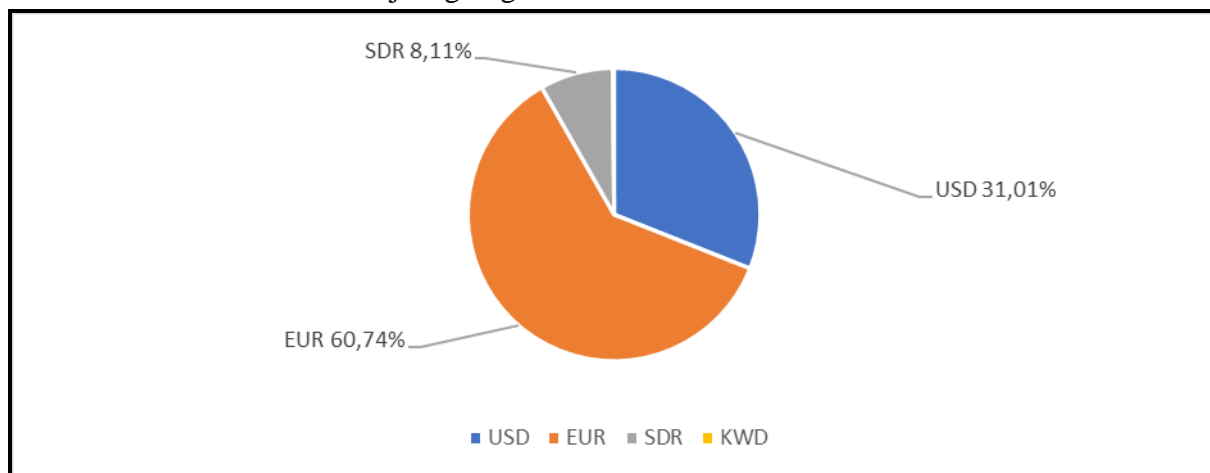


Izvor: Ministarstvo finansija KS

3.1.2. Valutna struktura vanjskog duga KS

Valutna struktura vanjskog duga KS ovisi o dostupnim izvorima finansiranja. S tim u vezi, krediti su ugovoreni u sljedećim valutama: EUR, USD, SDR i KWD.

Slika 3. Valutna struktura vanjskog duga KS

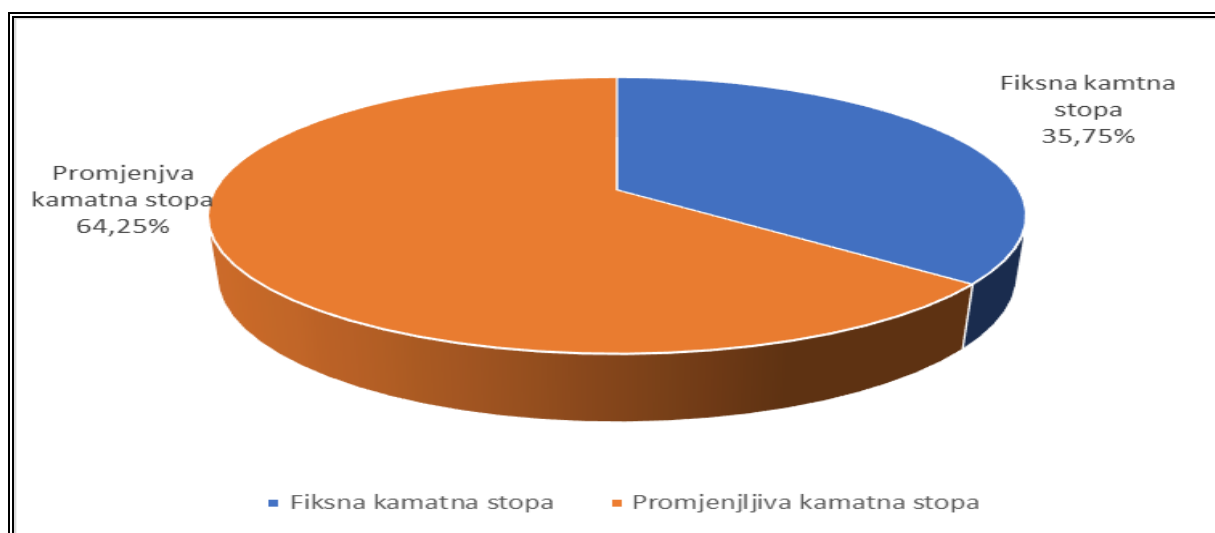


Izvor: Ministarstvo finansija KS

3.1.3. Kamatna struktura vanjskog duga KS

Od ukupnog iznosa vanjskog duga sa fiksnom kamatnom stopom je 57,95 mil. KM ili 35,75%, i 104,14 mil. KM ili 64,25% sa promjenjivom kamatnom stopom.

Slika 4. Struktura vanjskog duga KS prema vrsti kamatne stope



Izvor: Ministarstvo finansija KS

3.2. Struktura unutrašnjeg duga KS, na dan 31.12.2020. godine

Unutrašnji dug koji je uključen u Strategiju sastoji se od duga nastalog zaduživanjem kod domaćih banaka (komercijalnih i Razvojne banke FBiH) kao i duga nastalog emisijom dužničkih vrijednosnih papira.

Tabela 4. Unutrašnji dug KS obuhvaćen Strategijom

<i>Kreditori</i>	<i>Iznos (mil.KM)</i>
- Komercijalne banke	1,87
- Razvojna banka FBiH	36,88
- Obveznice	16,29
UKUPNO	55,04

Izvor: Ministarstvo finansija KS

3.2.1. Struktura unutrašnjeg duga KS, domaće banke

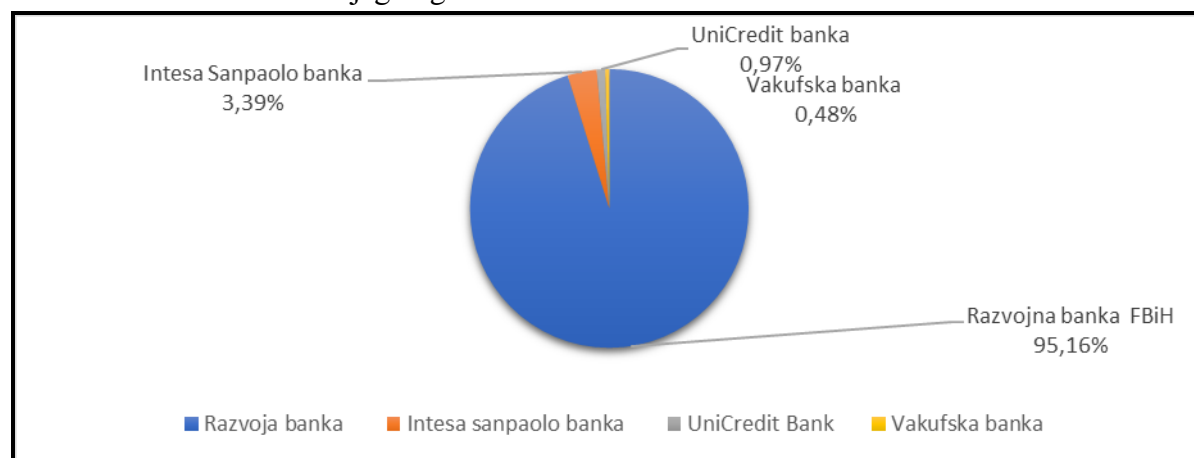
Unutrašnji dug je ugovoren u KM i sa domaćim finansijskim institucijama.

Tabela 5. Pregled unutrašnjeg duga KS domaćih banaka

<i>Kreditor</i>	<i>u KM</i>
UniCredit banka	375.000,00
Vakufska banka	187.500,00
Intesa Sanpaolo banka	1.312.500,00
Komercijalne banke	1.875.000,00
Razvojna banka FBiH	36.876.394,00
UKUPNO	38.751.394,00

Izvor: Ministarstvo finansija KS

Slika 5. Struktura unutrašnjeg duga KS domaćih banaka

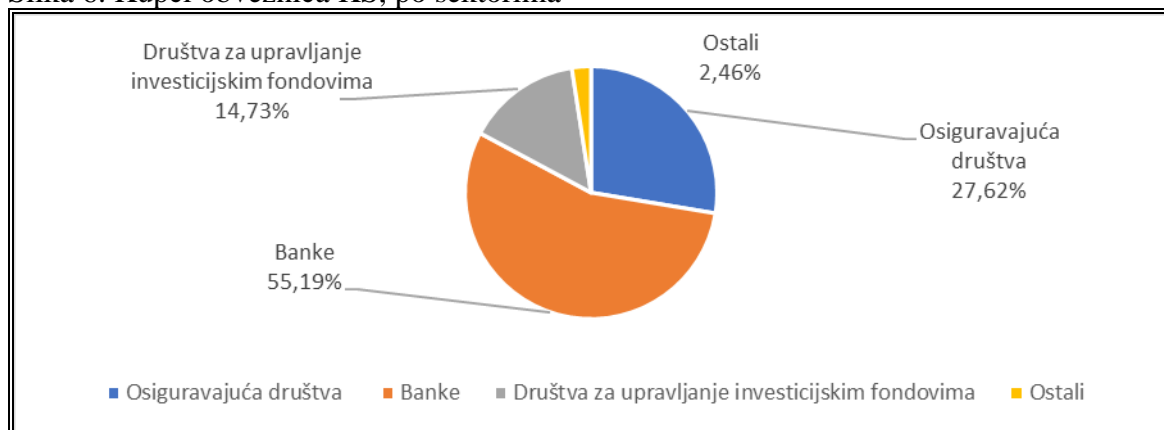


Izvor: Ministarstvo finansija KS

3.2.2. Struktura unutrašnjeg duga KS, obveznice

Obveznice četvrte aukcije iz 2017. godine 8,05 mil KM sa rokom dospelja od 5 godina i obveznice pete aukcije iz 2019. godine 8,24 mil. KM sa rokom dospelja od 3 godine će u potpunosti biti otplaćene u 2022. godini.

Slika 6. Kupci obveznica KS, po sektorima

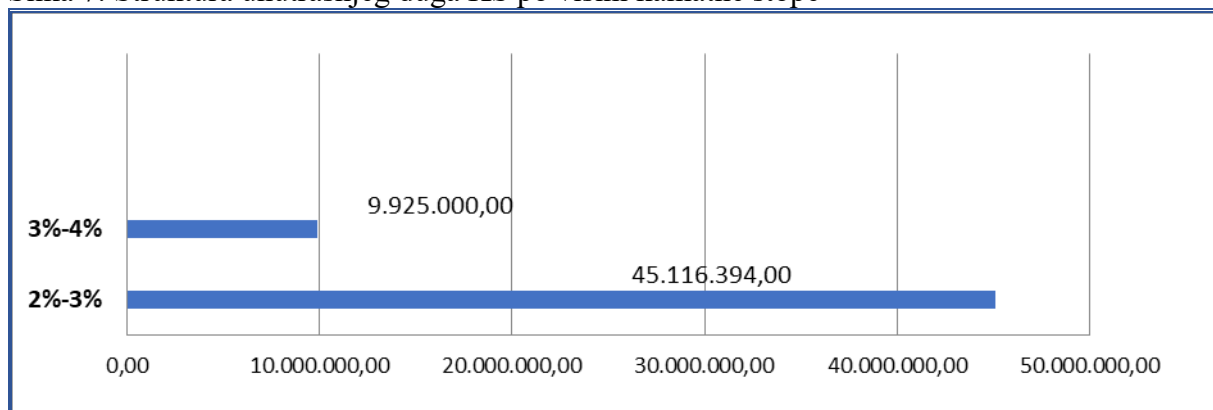


Izvor: Ministarstvo finansija KS

3.2.3. Kamatna struktura unutrašnjeg duga KS

U datom tabelarnom pregledu prikazana je kamatna struktura unutrašnjeg duga KS. Najveći procenat iznosi dug po kreditima po kamatnoj stopi između 2%-3%, dok je najmanji iznos duga po kreditima sa kamatnom stopom između 3%-4%.

Slika 7. Struktura unutrašnjeg duga KS po visini kamatne stope



Izvor: Ministarstvo finansija KS

Tabela 6. Pregled unutrašnjeg duga po kreditorima i ugovorenoj kamatnoj stopi od 2,5%-4,00%

DOMAĆE BANKE	Kamatna stopa	Stanje duga na dan 31.12.2020.	Rok otplate	Br. rata do kraja otplate
RAZVOJNA B. 2019. -25,77 mil KM	2,50%	25.191.394,00	30.09.2031.	120
RAZVOJNA B. 2020. g. 9.59 mil KM	2,50%	9.590.000,00	14.10.2032	144
RAZVOJNA B. 2020. g. 2.09 mil KM	2,50%	2.095.000,00	30.12.2032	144
INTESA SANPAOLO 2016. -7 mil KM	3,19%	1.312.500,00	26.09.2021.	3
VAKUFСКА BANAK 2016. -1 mil KM	3,20%	187.500,00	22.09.2021.	3
*UNICREDIT 2016. -2 mil KM	3,61%	375.000,00	23.09.2021.	3

Izvor: Ministarstvo finansija KS

* U 2019. godini, ugovorene kamatne stope snižene

4. RIZICI PORTFOLIJA DUGA KS

4.1. Karakteristike troškova i rizika portfolija duga KS

Portfolio duga KS ima ponderisanu prosječnu implicitnu kamatnu stopu u visini od 3,2%.

Prosječna ponderisana kamata za unutrašnji dug iznosi 2,7 % i rezultat je viših kamatnih stopa na komercijalne kredite KS kod domaćih banaka (2,5%-4,00%) kao i kuponske stope obveznica KS, emitovanih na Sarajevskoj Berzi (2,30%-3,30%) u ukupnom iznosu od 16,29 miliona KM.

Prosječna ponderisana implicitna kamatna stopa na vanjski dug je relativno iznosi 3,4%.

Tabela 7. Indikatori rizika portfolija duga KS na dan 31.12.2020. godine

Indikatori rizika portfolija duga		Vanjski dug	Unutrašnji dug	Ukupan dug
Iznos duga (milioni KM)		162,1	55	217,1
Iznos duga (milioni USD)		101,8	34,6	136,3
Nominalni dug u (% BDP)		0,7	0,2	1,0
Sadašnja vrijednost duga u (% BDP)		0,7	0,2	1,0
Troškovi duga	Kamata kao (% BDP)	0,0	0,0	0,0
	Prosječna ponderisana kamata (%)	3,4	2,7	3,2
Rizik refinansiranja	Prosječno vrijeme dospjeća (godine)	6,2	4,3	5,8
	Dospjeće duga u sljedećoj godini (% ukup.)	11,5	7,9	10,6
	Dospjeće duga u sljedećoj godini (% BDP)	0,1	0,0	0,1
Kamatni rizik	Prosječno vrijeme refiksiranja (godine)	2,2	4,3	2,7
	Dug koji se refiksira u sljedećoj godini (% ukup.)	68,9	7,9	53,8
	Dug sa fiksnom kamatnom stopom (% ukup.)	37,9	100	53,2
Valutni rizik	Devizni dug (% ukup.)			75,3
	Kratkoročni devizni dug (% rezervi)			0,2

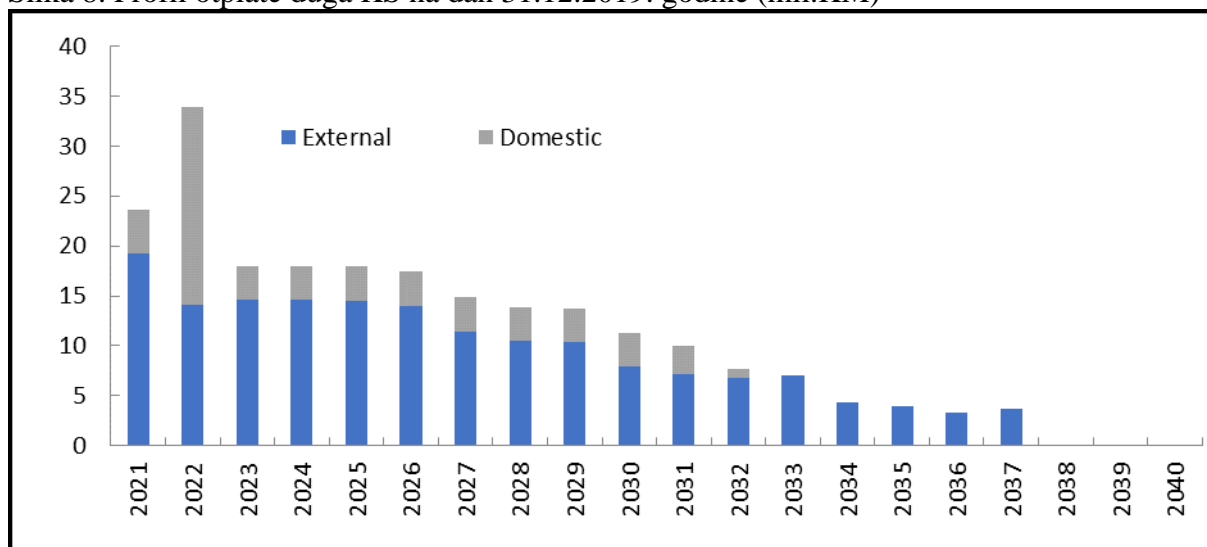
Izvor: MTDS AT

4.2. Rizik refinansiranja

Rizik refinansiranja je značajan, prvenstveno za unutrašnji dug kantona, obzirom da profil otplate duga naginje ka srednjem roku.

Prosječno vrijeme dospjeća unutrašnjeg duga iznosi 4,3 godina, a što je vidljivo i sa slike 8 (otplatni profil duga KS). Prosječno vrijeme dospjeća vanjskog duga KS iznosi 6,2 godine, dok je prosječno vrijeme dospjeća portfolija duga 5,8 godina.

Slika 8. Profil otplate duga KS na dan 31.12.2019. godine (mil.KM)



Izvor: MTDS AT

4.3. Kamatni rizik

Portfolio duga KS u pogledu kamatnih stopa je rizičan što se ogleda kroz:

- činjenicu da je prosječno vrijeme refiksiranja portfolija duga KS iznosi 2,7 godine;
- udio portfolija duga koji se refiksira unutar jedne godine iznosi **53,8%** i rezultat je činjenice da je više od pola portfolija vanjskog duga ugovoreno **sa varijabilnom kamatnom stopom (68,9%)** kao i kratkog roka dospjeća tržišnih vrijednosnih papira emitovanih na domaćem tržištu (Obveznice sa dospjećem 3 i 5 godina).

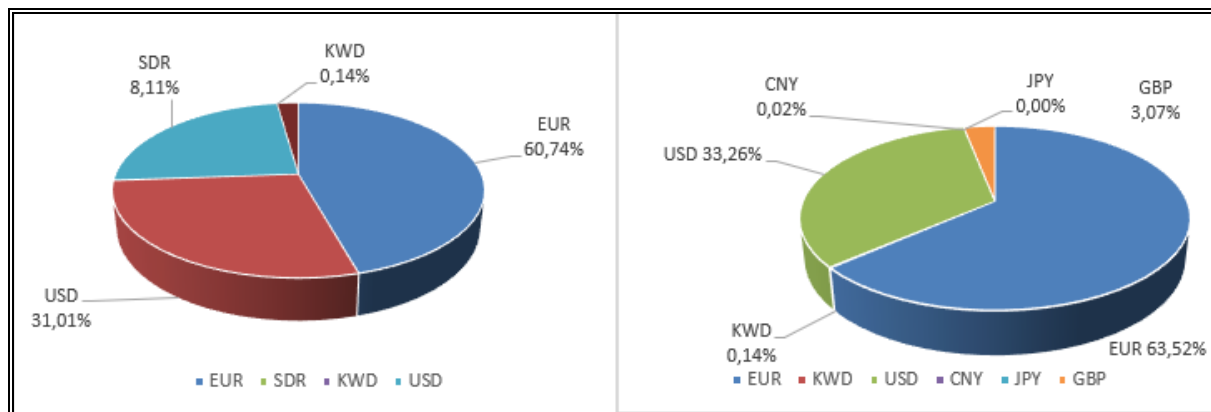
Za refiksiranje **vanjskog duga** prosječno je potrebno **2,2 godina**, a **4,3 godina** za refiksiranje **unutrašnjeg duga**.

4.4. Valutni rizik

Najzastupljenije valute u portfoliju vanjskog duga KS su EUR, SDR² i USD sa učešćem od 99,86% portfolija duga. Iako učešće SDR-a u portfoliju vanjskog duga nije značajno (8,11%) dekompozicijom SDR-a, udio valuta portfolija vanjskog duga koje nisu podložne oscilacijama deviznih kurseva raste na iznos od 63,52%. Dakle, nešto ispod jedne trećine portfolija vanjskog duga izloženo je promjenama deviznih kurseva što portfolio duga KS čini relativno rizičnim.

² Obračunska valuta IMF-a i nekih drugih kreditora. Sastoji se od 0,627917 USD (američka dolara), 0,627917 EUR-a, 0,037405 CNY Kineskih Juan-a (Renminbi), 0,014994 JPY (japanskih Yen) i 0,627917 GBP (Funt Velike Britanije).

Slika 9. Valutna struktura vanjskog duga KS prema stanju duga na dan 31.12.2020. godine, prije i poslije dekompozicije SDR-a



Izvor: Ministarstvo finansija KS

4.5. Potencijalne obaveze

Potencijalne obaveze KS su finansijske obaveze po osnovu izdatih garancija i obaveze po kreditima koje su supsidijarno prenesene na krajnjeg dužnika (Kredit za KJKP „Rad“, kredit ZZO KS i kredit za KJKP „Vodovod i kanalizacija“) u slučaju da krajnji korisnici kreditnih sredstava ne bi bili u mogućnosti da servisiraju nastale obaveze u skladu sa ugovorom.

4.5.1. Garancije

KS je dao garanciju Federaciji BiH da će izvršiti serviranje obaveza do kraja otplatnog perioda, ukoliko krajnji korisnik KJKP „Toplane“ Sarajevo ne bude izvršavao obaveze po kreditima. Obaveze se odnose na IDA kredite koje je KJKP „Toplane“ Sarajevo koristilo za realizaciju Projekta hitne rekonstrukcije centralnog grijanja na području Sarajeva. U budžetu KS svake godine na razdjelu Ministarstva komunalne privrede, infrastrukture, prostornog uređenja, građenja i zaštite okoliša se planiraju sredstva za ove namjene koja se po dospelju rate kredita prenose na račun KJKP „Toplane“ Sarajevo radi izmirenja obaveza prema Federalnom ministarstvu finansija.

Zaključno sa 31.12.2020. godine stanje duga po izdatim garancijama (obaveze po IDA kreditima za KJKP „Toplane“ Sarajevo) iznosi 18,38 mil.KM.

5. MAKROEKONOMSKI OKVIR³

Federalno ministarstvo finansija je dostavilo revidirane projekcije javnih prihoda za 2021. godinu i projekcija za period 2022-2024. godina (broj: 05-12-5-4162-1/21 od 18.05.2021. godine).

Revidirane projekcije prihoda za 2021. godinu zasnovane su na historijskom i tekućem trendu naplate (prvi kvartal 2021. godine), prateći pozitivne prognoze kretanja ključnih makroekonomskih parametara Direkcije za ekonomsko planiranje (DEP), koji ukazuju postepeni oporavak ekonomije, pretpostavljajući da se negativni učinci pandemije virusa COVID-19 na ekonomiju neće značajnije prenijeti u drugu polovinu 2021. godine. Očekivani iznosi naplate pojedinih kategorija prihoda i pored pretpostavljenog rasta, zbog značajno oslabljene baze u 2020. godini, u apsolutnim iznosima će još uvijek biti sadržani na skromnom nivou. Srednjoročne projekcije prihoda za period 2022-2024. godina prate pozitivne makroekonomske prognoze za navedeni period, ali istovremeno zadržavajući određeni nivo opreznosti i konzervativnosti u procjenama.

Kada je riječ o prihodima od indirektnih poreza, iste su bazirane na srednjoročnom Planu naplate ukupnih prihoda na Jedinstvenom računu, preuzetom od strane Odjeljenja za makroekonomsku analizu Upravnog odbora Uprave za indirektno oporezivanje (OMA) u aprilu 2021. godine. Nadalje, temeljem srednjoročnih prognoza kretanja krajnje potrošnje izvršena je procjena učešća Federacije BiH u međuentitetskoj raspodjeli, dok je projekcija raspoloživog dijela ovih prihoda za raspodjelu korisnicima u Federaciji BiH, po godinama, zasnovana i na planu otplate vanjskog duga u periodu 2021-2024. godina. U projekciju prihoda od indirektnih poreza za 2021. godinu uključeno je i drugo privremeno poravnanje između entiteta za 2020. godinu, realizirano u korist Federacije BiH u prvom kvartalu 2021. godine.

Projekcije prihoda od poreza na dobit za 2021. godinu prate historijski trend naplate iz 2020. godine, tekući trend naplate (prvi kvartal 2021. godine), pretpostavljajući da je u ovom kvartalu došlo i do jače naplate, uslijed djelimičnog tzv. „prelijevanja“ uplata koje su trebale biti realizirane u 2020. godini, koje će u ostatku godine biti na nešto nižem nivou, ali uz pretpostavku da ipak neće doći do značajnijih poremećaja u dinamici uplata tokom ostatka godine. Prateći prognoze privrednog oporavka, kao i jačih investicijskih aktivnosti od 2022. godine pa nadalje, očekuje se da će se ukupni prihodi od poreza na dobit u periodu 2022-2024. godina ostvariti stabilan rast iz godine u godinu.

Prateći tekuće trendove u naplati (prvi kvartal 2021. godine) po svim izvorima oporezivog dohotka pojedinačno, kao i pretpostavljeni skromniji rast broja zaposlenih lica i rasta prosječne neto plaće u 2021. godini, predviđa se da će u ovoj godini ukupan nivo naplate prihoda od poreza na dohodak u svim kantonima biti ostvaren sa rastom u odnosu na 2020. godinu. Dio pretpostavljenog rasta kod određenog broja kantona vezan je i za privremeno obustavljene uplate akontacija poreza na dohodak od samostalne djelatnosti u 2020. godini, koje su djelimično izmirene tokom prvog kvartala 2021. godine. Zasnovane prvenstveno na pozitivnim prognozama kretanja na tržištu, srednjoročne projekcije ovih prihoda za period 2022-2024. godina pretpostavljaju stabilan rast⁴.

³ Budžetska instrukcija br. 1 za izradu DOB-a 2021-2023, Sarajevo maj 2020. god.

⁴ Smjernice ekonomske i fiskalne politike 2022—2024. god.

Indirektni porezi koji pripadaju Kantonu Sarajevo za 2022. godinu su za 16 mil KM veći u odnosu na zadnje dostavljenu projekciju iz oktobra 2020. godine. Porez na dohodak za 2022. godinu je za 3,2 mil KM veći u odnosu na zadnje dostavljenu projekciju iz oktobra 2020. godine.

Porez na dobit kao treći najvažniji prihod Kantona Sarajevo za 2022. godinu u projekcijama Federalnog ministarstva finansija planiran je za 17,6 mil KM veći u odnosu na zadnje dostavljenu projekciju iz oktobra 2020. godine.

Tabela 8. Makroekonomski pokazatelji za KS za period 2021. – 2023. godine

Indikator	2021	2022	2023
Javni prihodi (u mil KM)	875,8	840,0	855,7
Primarni rashodi javnog sektora (u mil KM)	865,1	781,2	786,4
Rashodi javnog sektora (u mil KM)	796,6	724,5	736,0
Izdaci za kamate (u mil KM)	6,40	7,92	7,87
Devizne rezerve BiH (mil.USD)	8.414,1	8.665,3	8.853,6
BDP Federacije BiH (Nominalni) (u mil KM)	23,09	24,25	25,29
Nominalni rast BDP-a (%)	4,3	4,8	4,6
Realni BDP (u mil KM) (prethodna g. = 100)	35,82	37,44	39,28
Realni rast u %	2,8	3,1	3,2

Izvor: Ministarstvo finansija KS

Tabela 9. Makroekonomski rizici i implikacije po strategiju upravljanja dugom⁵

<i>Realni sektor</i>		
- Rast	Srednja do visoka	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, mogle bi 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, što bi s obzirom na aranžman valutnog odbora, moglo utjecati i na veće vanjsko zaduživanje.
<i>Inflacija</i>		
- Cijene roba/kurs valuta	Srednja do mala	Na rast cijena najveći utjecaj će imati mogući rast cijena energenata na svjetskom tržištu, te rast cijena hrane, pića i komunalija na domaćem tržištu. 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.

Izvor: Federalno ministarstvo finansija
Ministarstvo finansija KS

⁵Dio teksta koji se odnosi makroekonomske rizike i implikacije po strategiju upravljanja dugom preuzet iz dokumenta Startegija upravljanja dugom Federacije BiH u periodu 2021 – 2023. godina, Sarajevo Februar 2021. godine

6. IZVORI FINANSIRANJA

6.1. Vanjski izvori finansiranja

Vanjska finansijska sredstva koja stoje na raspolaganju i koja KS planira angažovati u periodu 2021 – 2023 procjenjuju se na 363,74 mil.KM⁶ (228,40 mil.USD⁷). Uzimajući u obzir ciljeve definisane ovom Strategijom, troškove i rizike ugovaranja zajmova, KS će kada je vanjski dug u pitanju, posredstvom Federalnog ministarstva finansija, nastaviti sa politikom zaduživanja kod multilateralnih i bilateralnih finansijskih institucija ugovaranjem zajmova sa što konkurentnijim uslovima otplate kredita u skladu sa kreditnim kapacitetom KS i zakonskim ograničenjem iznosa duga (čl.7. Zakona o dugu, zaduživanju i garancijama u FBiH, Sl.novine FBiH br. 86/07, 24/09, 44/10 i 30/16).

Tabela 10: Pregled procijenjenog finansiranja KS iz vanjskih izvora u periodu 2021.-2023. godina

Kreditor	Kamatna stopa	Grace period	Rok otplate	Valuta	Finansiranje mil. USD	%	Rizici
EBRD	Fiksna ili varijabilna, 6M EURIBOR+1%	3-5	12-15	EUR	177,69	77,80	Rizik refiksiranja za varijabilnu, rizik refinansiranja
EIB	Fiksna ili varijabilna, 6M EURIBOR+1%	5	25	EUR	49,12	21,51	Rizik refiksiranja za varijabilnu, rizik refinansiranja
WB-IDA	Fiksna	2	10	EUR	1,59	0,70	Rizik refinansiranja
UKUPNO					228,40	100,00	

Izvor: Ministarstvo finansija KS

6.2. Domaći izvori finansiranja

KS će koristiti sljedeće izvore za zaduživanje na domaćem tržištu:

1. Razvojna banka FBiH
2. Komercijalne banke
3. Emisija obveznica putem SASE

Odabir navedenog zaduživanje će se vršiti u skladu sa sljedećim principima:

- a) minimiziranje ukupnih troškova zaduživanja;
- b) preferiranje zaduživanja sa fiksnom kamatnom stopom zbog sprječavanja većih potencijalnih ukupnih troškova zaduživanja;

⁶ Prema podacima Ministarstva finansija Kantona Sarajevo

⁷ Preračun izvršen po kursu KM:USD na dan 31.12.2020. godine (1 USD=1,592566 M)

7. PRETPOSTAVKE CIJENA I OPISI SCENARIJA ŠOKA⁸

U ovom dijelu predstavljani su osnovni ili bazni scenarij i tri zamjenska scenarija finansiranja identifikovanih potreba KS. Pretpostavke kretanja visine kamatnih stopa za instrumente vanjskog duga i procjenjena visina deviznih kurseva za vanjski dug u periodu 2021. – 2023. godina preuzeti su od Federalnog ministarstva finansija (FMF) obzirom da se radi o jedinstvenom tržištu kao i činjenice da KS vanjska zaduženja ugovara posredstvom FMF. Za kreditna zaduženja po osnovu vanjskog duga za koja ne postoje odgovarajući instrumenti u portfoliju vanjskog duga Federacije BiH, izvršeni su preračuni te su definisane cijene tih novih instrumenata.

Navedeni scenariji su testirani na uticaj šokova, i to kamatni i valutni šok kao i jedan kombinovani kamatno-valutni šok.

Pretpostavke o budućim kretanjima fiksnih kamatnih stopa na vanjski dug zasnovane su na krivuljama prinosa na njemačke i američke obveznice prve polovine juna 2020. godine.

Za projekcije varijabilnih kamatnih stopa, 6M LIBOR⁹ i 6M EURIBOR¹⁰ 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.

Kretanje kamatnih stopa na domaći dug izračunato na osnovu jednostavnih očekivanja na bazi kamatnih stopa postojećeg portfolija unutrašnjeg duga KS.

Tabela 11. Procjenjene visine kamata na instrumente duga u periodu 2021. – 2023. godina korištene u MTDS AT

Naziv instrumenta	Kamata			
	2020	2021	2022	2023
Concessional (3,15) EUR Floating	3,34%	3,73%	4,02%	4,29%
Concessional (3%) USD Fixed	5,44%	5,89%	6,36%	6,83%
Concessional (0,75%) USD Fixed	3,80%	4,11%	4,54%	4,97%
Concessional (3,15%) EUR Fixed	4,69%	5,13%	5,59%	6,04%
Concessional (3,28%) EUR Fixed	6,69%	7,16%	7,63%	8,11%
Concessional (2%) EUR Fixed	-0,35%	0,09%	0,53%	0,69%

Izvor: MTDS AT

⁸ Dio teksta koji se odnosi na procjene troškova instrumenata vanjskog duga preuzet iz dokumenta Strategija upravljanja dugom Federacije BiH u periodu 2021 – 2023. godina, Sarajevo Februar 2021. godine

⁹ London Interbank Offered Rate

¹⁰ Euro Interbank Offered Rate

Tabela 12. Procjenjeni spread (margina) na instrumente duga sa varijabilnom kamatnom stopom u periodu 2021. – 2023. godina korištene u MTDS AT

Naziv instrumenta	Spread			
	2020	2021	2022	2023
Concessional (3,15) EUR Floating	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%

Izvor: MTDS AT

7.1. Kreditni rejting Bosne i Hercegovine¹¹

Bosna i Hercegovina ima kreditni rejting B od S&P¹² i B3 od Moody's¹³. Oba kreditna rejtinga su nepovoljna i svrstavaju Bosnu i Hercegovinu u skupinu zemalja sa visokim kreditnim rizikom – neinvestitorski rejting, odnosno u grupu zemalja koja može da izmiruje trenutne dugoročne obaveze, ali nepovoljna ekonomska kretanja mogu dovesti do problema u servisiranju obaveza. Od svih zemalja u regionu BiH ima najlošiji kreditni rejting.

Tabela 13. Pregled dugoročnog rejtinga pojedinih zemalja iz šireg okruženja

Država	Moody's Investors Service	Standard & Poor's
	Dugoročni / izgled	Dugoročni / izgled
Albanija	B1 / stabilan	B+/ stabilan
Bosna i Hercegovina	B3 / stabilan	B / stabilan
Bugarska	Baa1 / stabilan	BBB/ stabilan
Crna Gora	B1 / stabilan	B+ / negativan
Grčka	Ba3 / stabilan	BB- / stabilan
Hrvatska	Ba1 / stabilan	BBB- / stabilan
Mađarska	Baa3 / pozitivan	BBB / stabilan
Sjeverna Makedonija	-	BB- / stabilan
Rumunjska	Baa3 / negativan	BBB- / negativan
Slovenija	A3 / stabilan	AA- / stabilan
Srbija	Ba3 / pozitivan	BB+ / pozitivan

Izvor: Centralna banka Bosne i Hercegovine, ažurirano 09.12.2020. godine

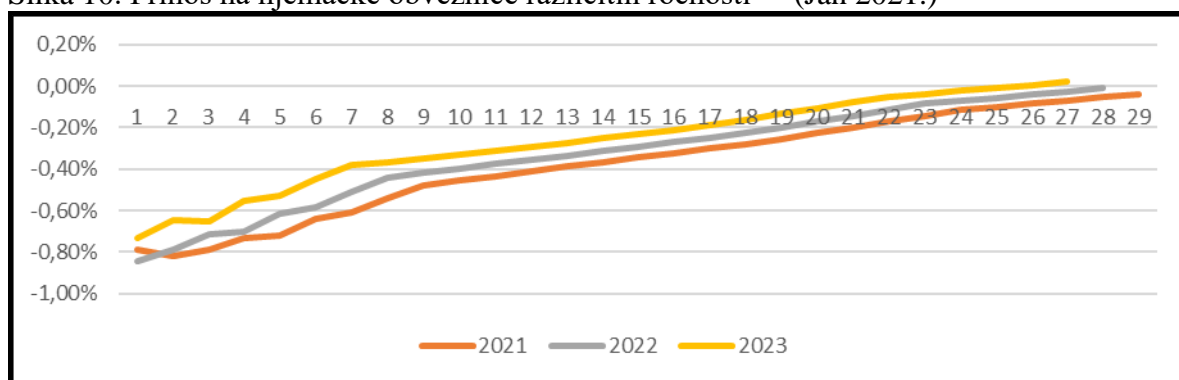
Prinosi na obaveze po osnovu vanjskog duga u različitim valutama su procjenjeni na bazi prinosa koji su ostvareni na Američke obveznice u dolarima (USD) te za prinose na emitovane Njemačke obveznice u EUR –ima za ročnosti do 30 godina.

¹¹ Preuzeto iz dokumenta Strategija upravljanja dugom Federacije BiH u periodu 2021-2023. godina, Sarajevo Februar 2021. godine

¹² Standard and Poor's – agencija za procjenu kreditnog rejtinga

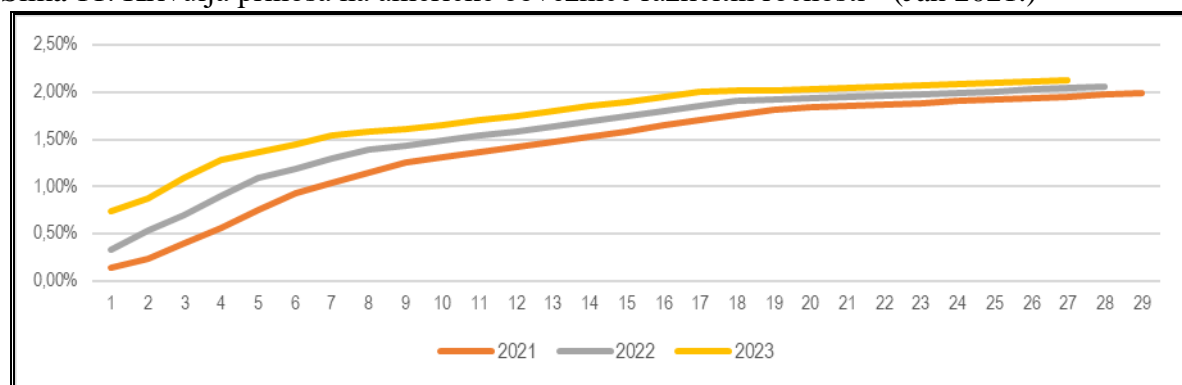
¹³ Moody's Investors Service - agencija za procjenu kreditnog rejtinga

Slika 10. Prinos na njemačke obveznice različitih ročnosti - (Jan 2021.)



Izvor: Federalno ministarstvo finansija

Slika 11. Krivulja prinosa na američke obveznice različitih ročnosti - (Jan 2021.)



Izvor: Federalno ministarstvo finansija

Kurs USD/EUR je istorijski relativno nestabilan. Imajući u vidu aranžman valutnog odbora (currency board) putem kojeg je valuta Bosne i Hercegovine vezana za EUR u fiksnom omjeru (1EUR=1,95583 KM), glavni valutni rizik portfolija duga Kantona Sarajevo predstavlja promjena vrijednosti EUR-a u odnosu na ostale strane valute, uglavnom USD i SDR.

Slika 12. Kurs EUR/USD 2000 -2020. godine



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

Pretpostavka je da će odnos EUR/USD, odnosno KM/USD u periodu na koji se odnosi strategija ostati na istom nivou kao na kraju 2020. godine odnosno da neće biti niti aprecijacije niti deprecijacije deviznog kursa.

7.2. Scenario nepredviđenih događaja (Šok scenario)

Korištenjem podataka iz portfolija duga KS, 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 KS kako bi se odredio odnos troškova i rizika za svaku pojedinačnu strategiju.

Svaka od analiziranih strategija testirana je i na iznenadne promjene u pogledu visine kamatnih stopa i deviznih kurseva kako bi se procijenila osjetljivost portfolija kao i troškovi i rizici na navedene promjene.

Šok valutnog (deviznog) kursa:

- manji šok: deprecijacija vrijednosti KM od 15% 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 procijenjenih kamatnih stopa na dugoročne vanjske i domaće instrumente u visini od 2%.
- veći šok: povećanje procijenjenih kamatnih stopa u visini od 4% na dugoročne vanjske i domaće instrumente.
- 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.
- Kombinovani šok: 20% deprecijacije kursa KM/USD, i 2% dugoročne instrumente u drugoj godini.

Tabela 14. Stilizovani instrumenti portfolija duga KS

Ime ili vrsta instrumenta	Fiksni ili varijabilni	Koncesionalni ili tržišni	Dospijeće (godina)	Grace (godina)	Vrsta valute	Valuta
Concessional (3,15%) EUR Fixed	Varijabilni	Koncesionalni	15	3	Strana	EUR
Concessional (3%) USD Fixed	Fiksni	Koncesionalni	30	5,5	Strana	USD
Concessional (0,75) USD Fixed	Fiksni	Koncesionalni	35,5	4,5	Strana	USD
Concessional (3,15%) EUR Fixed	Fiksni	Koncesionalni	15	3	Strana	EUR
Concessional (3,28%) EUR Fixed	Fiksni	Koncesionalni	28	3	Strana	EUR
Concessional (2%) EUR Fixed	Fiksni	Koncesionalni	10	2,5	Strana	EUR
Concessional (4,13%) EUR Fixed	Fiksni	Koncesionalni	13	4	Strana	EUR
Obveznica 3Y BAM Fixed	Fiksni	Tržišni	3	2	Domaća	BAM
Obveznica 5Y BAM Fixed	Fiksni	Tržišni	5	4	Domaća	BAM
Komercijalni kredit BAM Fixed	Fiksni	Tržišni	5	1	Domaća	BAM
Komercijalni kredit RB BAM Fixed	Fiksni	Tržišni	12	1	Domaća	BAM

Izvor: MTDS AT

Tabela 15. Usporedba trenutnih indikatora rizika portfolija duga i rizika izabrane strategije

Indikatori rizika	2020. godina	Izabrana strategija kraj 2023 godine
Nominalni dug (% BDP-a)	1,0	2,0
Sadašnja vrijednost (% BDP-a)	0,97	1,814
Ponderisana prosječna kamata (%)	3,20	0,034
Rizik refinansiranja	ATM Vanjski dug (godine)	1,766
	ATM Unutrašnji dug (godine)	3,8812
	ATM Ukupni dug (godine)	0,077
	ATR (godine)	5,481
Kamatni rizik	Dug koji se refiksira u 1 g (% ukupnog duga)	4,371
	Dug po fiksnoj kamati (% ukupnog duga)	74,631
Valutni rizik	Devizni dug (% ukupnog duga)	83,535
	Kratkoročni devizni dug (% rezervi)	0,103

Izvor: MTDS AT

7.3. Opis Alternativnih strategija zaduživanja

Vanjsko i unutrašnje zaduživanje KS koristi će se za finansiranje kapitalnih projekata i pokriće dijela akumuliranog deficita iz prethodnih godina. Kapitalni projekti koji će se finansirati vanjskim zaduživanjem 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.

Uska baza potencijalnih izvora finansiranja kako na vanjskom tako i na domaćem tržištu bili su ograničavajući faktor prilikom izbora alternativnih opcija zaduživanja. U ovoj strategiji razmatrane su četiri različite opcije zaduživanja sa ciljem jasnog prikaza troškova pojedinačnih strategija.

Analizirane strategije pripremljene su u skladu potrebama definisanih Budžetom KS kao i Programom javnih investicija KS za period 2021-2023. godina, ali je izbor kreditnih uslova definisanih kreditora različit.

Strategija (S1) Finansiranje razvojnih projekta do 2023. godine procijenjeno je na 363,74 mil.KM (228,40 mil. USD). Vanjski izvori finansiranja su okvirno identificirani. Najveći dio vanjskog zaduženja angažovan je sa promjenjivom kamatnom stopom (6M EURIBOR + margina). Unutrašnji izvori finansiranja su definisani kombinacijom finansiranja zaduživanjem kod komercijalnih banaka i Razvojne banke FBiH u skladu sa uslovima definisanim u Tabeli 14.

Strategija (S2) Finansiranje razvojnih projekta do 2023. godine procijenjeno je na 363,74 mil.KM (228,40 mil. USD). Vanjski izvori finansiranja su okvirno identificirani. Najveći dio vanjskog zaduženja angažovan je sa fiksnom kamatnom stopom. Unutrašnji izvori finansiranja su definisani kombinacijom finansiranja zaduživanjem kod komercijalnih banaka, kod Razvojne banke FBiH i emisijom obveznica (3 godine) u skladu sa uslovima definisanim u Tabeli 14.

Strategija (S3) Finansiranje razvojnih projekta do 2023. godine procijenjeno je na 363,74 mil.KM (228,40 mil. USD). Vanjski izvori finansiranja su okvirno identificirani. Cjelokupno planirano vanjsko zaduženje angažovano je sa promjenjivom kamatnom stopom, uslovi EBRD-a (6M EURIBOR + margina). Unutrašnji izvori finansiranja su definisani kombinacijom finansiranja zaduživanjem kod komercijalnih banaka, kod Razvojne banke FBiH i emisijom obveznica (5 godine) u skladu sa uslovima definisanim u Tabeli 14.

Strategija (S4) Finansiranje razvojnih projekta do 2023. godine procijenjeno je na 363,74 mil.KM (228,40 mil. USD). Vanjski izvori finansiranja su okvirno identificirani. Potrebe na vanjskom tržištu finansirane su sa podjednakim učešćima fiksne i promjenjive kamane stope. Unutrašnji izvori finansiranja su definisani kombinacijom finansiranja zaduživanjem kod komercijalnih banaka i kod Razvojne banke FBiH u skladu sa uslovima definisanim u Tabeli 14.

7.4. Analiza troškova i rizika alternativnih strategija zaduživanja

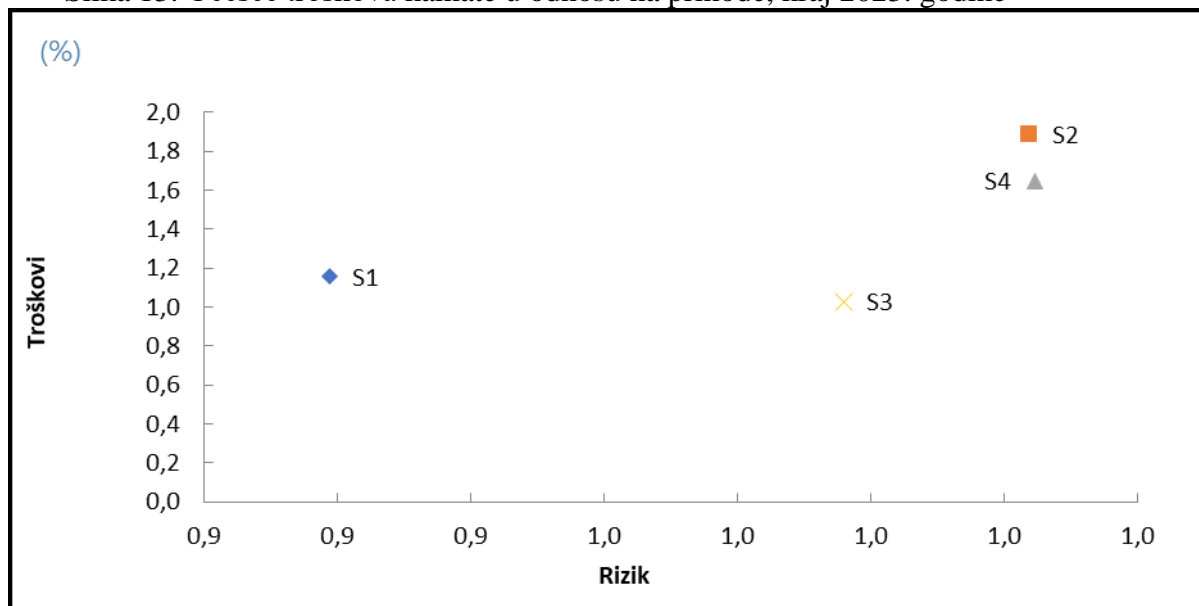
Učinak predložene četiri strategije je procijenjen po osnovnom i scenariju šoka. Dva ključna indikatora troškova (dug/prihodi i kamata/ prihodi) izračunati su kako bi se odredio odnos između troškova i rizika različitih strategija. Promjene visine neotplaćenog duga uzrokovane promjenom valutnog kursa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

Iznos sredstava koji nam je potreban za servisiranje duga je najosjetljiviji na promjene kamatnih stopa. Dug sa visokim kamatnim stopama generiše tokom vremena veće troškove duga, odnosno povećava potrebe za refinansiranjem.

Trošak servisiranja duga je najosjetljiviji na promjene kamatnih stopa. Dug sa visokim kamatnim stopama generiše tokom vremena veće troškove duga, odnosno povećava potrebe za refinansiranjem.

Strategije S1 i S3 imaju najmanje troškove (Slika 13.) zbog strukture duga u kojoj dominira vanjsko zaduživanje u EUR-ima kao i činjenice da u portfoliju unutrašnjeg duga nema komercijalnih kredita sa visokim kamatnim stopama. Strategija S2 je najskuplja jer na vanjskom tržištu predviđa značajniji obim zaduživanja u EUR-ima i po fiksnim kamatnim stopama a na domaćem tržištu kapitala predviđa zaduženje trogodišnjim obveznicama i kreditima kod komercijalnih banaka po fiksnim kamatnim stopama.

Slika 13. Učešće troškova kamate u odnosu na prihode, kraj 2023. godine

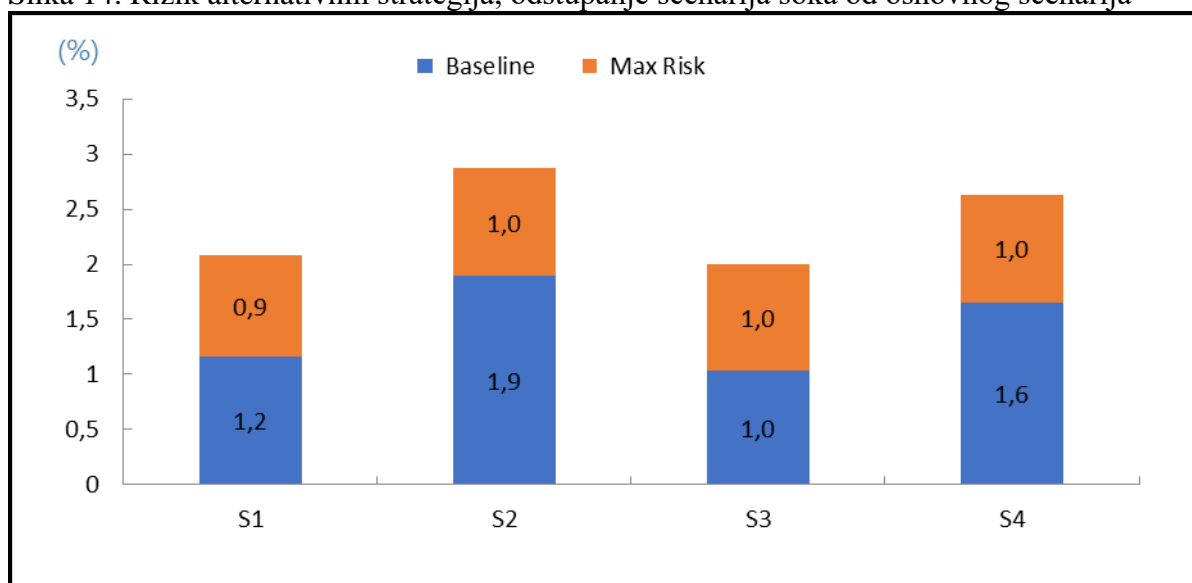


Izvor: MTDS AT

Najveći rizik za sve alternativne strategije u pogledu omjera kamata/prihodi predstavlja šok kamatne stope u 2. godini strategije te se u tom primjeru odstupanje od baznog scenarija kreće u iznosu od 0,9% – 1,0% (Slika 14).

Najrizičnija je Strategija S3, koja je podrazumjevala finansiranje komercijalnim kreditima na domaćem tržištu, kao i zaduživanje u većem obimu po varijabilnim stopama za realizaciju PJI 2021 – 2023. godine.

Slika 14. Rizik alternativnih strategija, odstupanje scenarija šoka od osnovnog scenarija



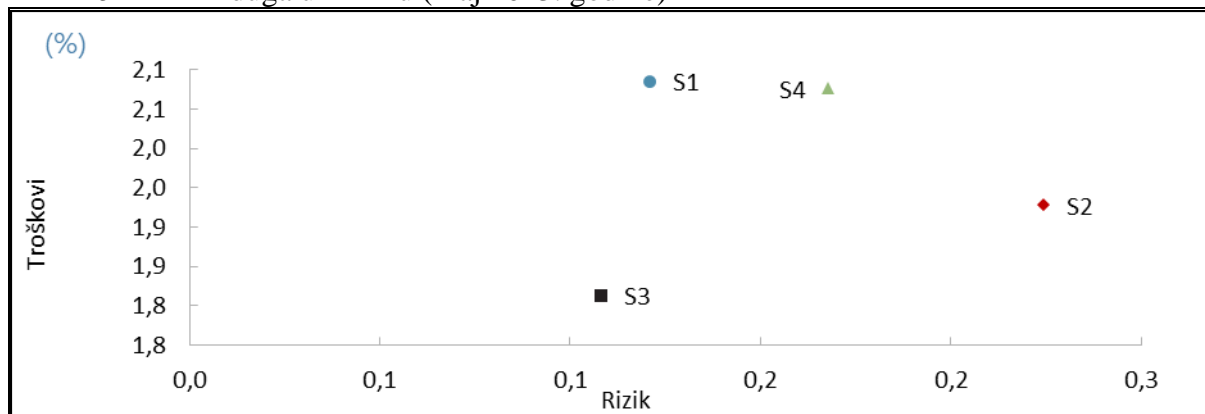
Izvor: MTDS AT

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 sa većim udjelom ne-eurskih valuta u stanju neotplaćenog vanjskog duga je rizičniji. Strategije su približno jednako osjetljivije na oscilacije deviznih kurseva, obzirom da portfolio duga Kantona Sarajevo, kao rezultat dosadašnjih zaduživanja, vrlo teško izmjeniti u kratkom vremenu.

U odnosu na prethodni indikator kada posmatramo bazni scenarij, strategija S2 i S3 su jeftinije od strategija S1 i S4 jer na vanjskom tržištu predviđaju zaduživanja u kojem preovladavaju zaduženje u EUR-ima i po uslovima promjenjivih kamatnih stopa. Strategije S1 i S4 su neznatno skuplje od strategija S2 i S3 (Slika 15), dok su strategije S2 i S4 nešto rizičnije od strategija S1 i S3.

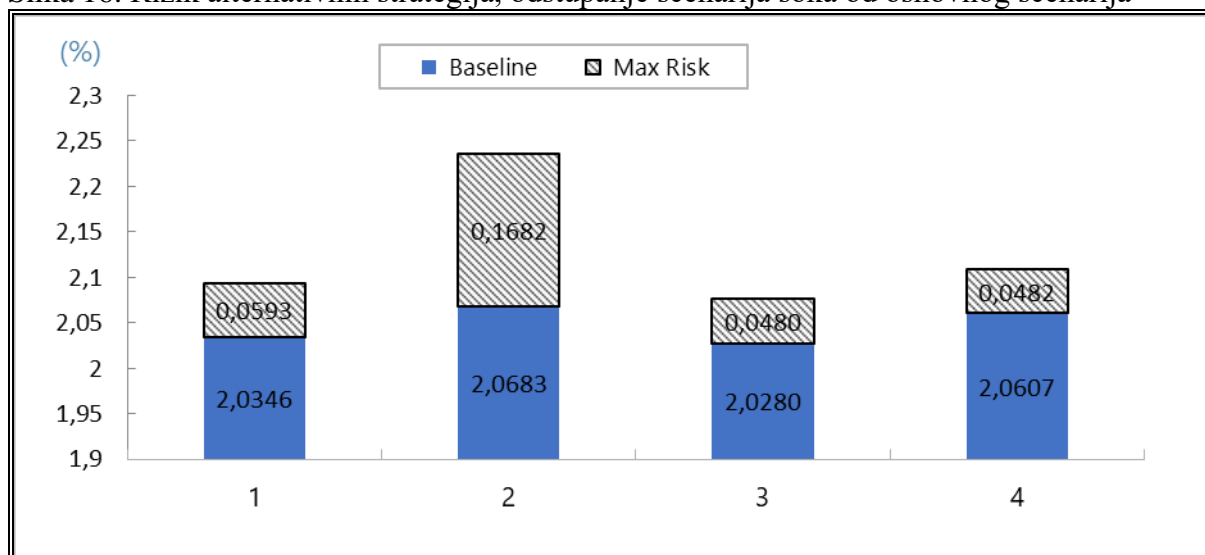
Slika 15. Učešće duga u BDP-u (kraj 2023. godine)



Izvor: MTDS AT

Uticajem valutnog šoka u drugoj godini strategije, odstupanje scenarija rizika u odnosu na bazni scenarij približno je ista za sve strategije obzirom da je kompozicija valuta jednaka u sva četiri portfolija, imajući u vidu da se potrebe finansiraju na domaćem tržištu dok je posuđivanje na vanjskom tržištu uglavnom u EUR valuti (Slika 16.).

Slika 16. Rizik alternativnih strategija, odstupanje scenarija šoka od osnovnog scenarija



Izvor: MTDS AT

7.5. Indikatori rizika alternativnih strategija

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

Tabela 16. Indikatori rizika po strategijama na kraju 2023. godine

Indikator rizika		2020	Na kraju 2023			
		Trenutni	S1	S2	S3	S4
Nominalni dug u % BDP		1,0	2,0	2,1	2,0	2,1
Sadašnja vrijednost duga u % BDP		0,970	2,086	1,928	1,814	2,076
Troškovi kamata u % BDP		0,031	0,039	0,063	0,034	0,055
Implicirana kamatna stopa (%)		3,202	2,330	4,051	1,766	3,204
Rizik refinansiranja	Dug koji dospjeva u 1. godini (% ukup. duga)	10,623	4,073	3,866	3,812	4,105
	Dug koji dospjeva u 1. godini (% BDP)	0,107	0,083	0,080	0,077	0,085
	Prosječno dospjeće portfolija (godine)	6,240	7,223	14,354	5,481	8,609
	Prosječno dospjeće domaći dug (godine)	4,276	3,670	3,527	4,442	3,915
	Prosječno dospjeće vanjski dug (godine)	5,754	6,923	13,572	5,383	8,066
Kamatni rizik	Prosječno vrijeme refiksiranja (godine)	2,704	6,026	12,561	4,371	7,100
	Refiksiranje duga u 1. godini (% ukup. duga)	53,838	18,445	19,677	19,938	19,975
	Dug sa fiksnom kamatom (% ukup. duga)	53,233	75,747	73,247	74,631	77,863
Deviznirizik	Devizni dug u % ukupnog duga	75,281	83,862	83,984	83,535	84,150
	Kratkoročni devizni dug u % rezervi	0,178	0,103	0,103	0,103	0,103

Izvor: MTDS AT

Poredeći indikatore rizika predloženih strategija sa rizicima trenutnog portfolija duga, udio duga prema BDP-u ostaje na približno istom nivou na kraju posmatranog perioda. U skladu sa naprijed navedenim uočljivo je povećanje neto sadašnje vrijednosti duga.

Prosječna implicitna ponderisana kamatna stopa u svim strategijama je veća u odnosu na početni portfolio obzirom na uzak spektar potencijalnih izvora finansiranja na domaćem tržištu čije su kamatne stope dosta više u odnosu na vanjsko finansiranje.

Poredeći strategije međusobno, može se reći da strategija S2 doprinosi produženju prosječnog vremena do refiksiranja (ATR) na 12,56 godine uzimajući u obzir preferisane uslove zaduživanja kod kreditora (EUR valuta sa fiksnim kamatnim stopama).

S1 i S4 strategije imaju najveći obim zaduživanja po promjenjivim kamatnim stopama, te zbog toga smanjuju rizik refiksiranja u odnosu na ostale strategije. S2 i S4 strategije imaju veći ATR u odnosu na ostale strategije i iznosi 12,56 i 7,10 godina respektivno. Strategije S1 i S3 povećavaju iznos duga koji bi bilo potrebno refiksirati sa 53,83% na 18,44% u Strategiji S1 odnosno 19,93% u Strategiji S3 kao rezultat kreditnih uslova izabranih kreditora (realizacija velikih infrastrukturnih projekata iz PJI 2021 – 2023. godine i pokriće akumuliranog budžetskog deficita).

Udio duga sa promjenjivom kamatnom stopom bi se u strategijama S1 i S4 (preferiranje zaduženja za realizaciju PJI po promjenjivom stopama), povećao u odnosu na njegovo učešće u početnom portfoliju i iznosi bi nešto preko 77,86% ukupnog portfolija duga provedbom strategije S4 i 75,74% provedbom strategije S1.

Udio duga sa fiksnom kamatnom stopom bi se u strategijama S2 i S4 (preferiranje zaduženja za realizaciju PJI po fiksnom stopama), povećao u odnosu na njegovo učešće u početnom portfoliju i iznosi bi nešto preko 73,24% ukupnog portfolija duga provedbom strategije S2 i 77,86% provedbom strategije S4.

Vlada KS je izabrala Strategiju S3 koju će provoditi u periodu 2021-2023. Izabrana strategija, odnosno indikatori izabrane strategije S3 u 2023. godini su u skladu sa smjernicama za upravljanje dugom. Strategija S3 podrazumjeva implementaciju PJI 2021-2023 u skladu sa preporukama iz Strategije, gdje je najveći dio vanjskog zaduženja angažovan sa promjenjivom kamatnom stopom. Unutrašnji izvori finansiranja su definisani kombinacijom finansiranja zaduživanjem kod komercijalnih banaka, kod Razvojne banke FBiH i emisijom obveznica (5 godina).

8. CILJEVI I SMJERNICE UPRAVLJANJA DUGOM KS, 2021.-2023. GODINA

8.1. Ciljevi upravljanja dugom

- Osnovni cilj strategije upravljanja dugom KS u naznačenom periodu je obezbjeđenje finansijskih sredstava za potrebe Vlade KS uz privatljivije troškove i rizike u srednjem i dugom roku

U 2021 godini očekuje se stabilizacija na finansijskim tržištima i uopće u ekonomiji na globalnom nivou (COVID-19), ali se u 2022. i 2023. godini očekuje izraženiji rast, koji predviđa rast sa većim stopama od onih iz 2020. godine.

- Održavanje duga u KM i EUR valuti iznad 80% ukupnog portfolija duga.*
- Povećanje učešća kreditnih zaduženja u KM bez valutne klauzule.*
- Obzirom na trenutni omjer ukupnog duga KS sa fiksnom (25,35%) i varijabilnom kamatnom stopom (74,65%), održavati ili povećati procenat učešća duga sa fiksnom kamatnom stopom.*

8.2. Smjernice upravljanja dugom

Smjernice za zaduživanje KS su:

- Prilikom planiranja zaduživanja voditi računa da se održi ravnomjerna struktura otplate po godinama u cilju smanjenja ukupnih troškova zaduživanja i poštivanja zakonskih ograničenja;
- Radi smanjenja valutnog rizika maksimalno koristiti zaduživanje u KM, a kada to nije moguće preferirati zaduživanje u EUR valuti;
- Radi smanjenja kamatnog rizika preferirati zaduživanje po fiksnoj kamatnoj stopi i najnižim troškovima zaduživanja;
- Prosječno dospelje portfolija ukupnog duga održavati preko 5,8 godina;
- Razmotriti mogućnost prijevremene otplate kredita u ostalim valutama;
- Upravljanje dugom KS kao kontinuiran i sistematski aktivno vođen proces podrazumjeva optimalno upravljanje ljudskim resursima i uspostavljanje evidencije duga uvođenjem softverskog rješenja.