

BOSNA I HERCEGOVINA  
FEDERACIJA BOSNE I HERCEGOVINE

**KANTON SARAJEVO**  
**VLADA**

---

**STRATEGIJA UPRAVLJANJA DUGOM**  
**KANTONA SARAJEVO 2018. – 2020. GODINA**

---

Predlagač:  
**Ministarstvo finansija**  
**Kantona Sarajevo**

Sarajevo, april 2018.

**STRATEGIJA UPRAVLJANJA DUGOM  
KANTONA SARAJEVO  
2018. – 2020. GODINA**

Naručilac: **Ministarstvo finansija Kantona Sarajevo**

Nosilac izrade: **Ekonomski institut Sarajevo**  
Direktor Ekonomskog instituta Sarajevo:  
**dr. sc. Muamer Halilbašić**

Istraživački tim (abecednim redom):

**dr. sc. Kemal Kozarić**  
**dr. sc. Mirza Kršo**  
**dr. sc. Muamer Halilbašić**  
**dr. sc. Sead Kreso**

Tim naručioca:

**dr. sc. Jasmin Halebić**  
**Elvedina Ademović, dipl. oec.**  
**mr. oec. Amina Moćević**  
**Sanel Gazija, dipl. oec.**  
**Edis Bračković, dipl. oec.**  
**Indira Hondo, dipl. oec.**  
**Lejla Elezović, dipl. iur.**

## SADRŽAJ

LISTA SKRAĆENICA .....	4
SPISAK TABELA .....	5
SPISAK GRAFIKONA .....	5
KLJUČNI POJMOVI.....	5
IZVRŠNI SAŽETAK .....	7
UVOD.....	10
1. ZAKONSKI I INSTITUCIONALNI OKVIR ZA UPRAVLJANJE DUGOM KS .....	11
2. STANJE DUGA I POTENCIJALNIH OBAVEZA KS .....	11
2.1. DOMAĆI KREDITI .....	12
2.2. INOSTRANI DUG .....	12
2.3. DUG IZ EMISIJA OBVEZNICA .....	13
3. ANALIZA MAKROEKONOMSKOG OKVIRA .....	14
4. KREDITNI REJTING .....	15
5. IZVORI FINANSIRANJA .....	29
5.1. VANJSKI IZVORI FINANSIRANJA .....	29
5.2. DOMAĆI IZVORI FINANSIRANJA.....	30
6. FISKALNA POZICIJA KANTONA SARAJEVO .....	17
7. PROJEKCIJE KRETANJA DUGA KS.....	21
8. TROŠKOVI I RIZICI PORTFOLIJA DUGA KS.....	21
8.1. OKVIR PROCJENE I UPRAVLJANJA RIZICIMA JAVNOG DUGA .....	22
8.2. VALUTNI RIZIK I STRUKTURA DUGA .....	22
8.3. KARAKTERISTIKE TROŠKOVA I RIZIKA PORTFOLIJA DUGA.....	23
8.3.1. Rizik refinansiranja .....	25
8.3.2. Rizik kamatne stope .....	26
8.3.3. Politički rizik.....	27
9. TESTOVI OSJETLJIVOSTI KRETANJA DUGA KANTONA SARAJEVO .....	28
10. OSNOVNI CILJEVI I SMJERNICE UPRAVLJANJA DUGOM KS, 2018.-2020. G. ....	32
ZAKLJUČAK.....	34
BIBLIOGRAFIJA.....	35
PRILOZI .....	36
PRILOG I – SEKTOR ZA ZADUŽIVANJE, SERVISIRANJE DUGA I RAZVOJ U MF KS .....	36
PRILOG II – DUGOROČNI KREDITNI REJTING ZEMALJA U OKRUŽENJU .....	36
PRILOG III – MEĐUNARODNA METODOLOGIJA ZA KREDITNI REJTING SUB-NACIONALNIH NIVOVA VLASTI .....	37
PRILOG IV – GLOBALNI PRIKAZ KREDITNIH REJTINGA LOKALNIH I REGIONALNIH VLADA, S&P.....	37

## Lista skraćenica

ATM	- prosječno vrijeme dospjeća duga
BiH	- Bosna i Hercegovina
DTS	- sistem praćenja duga
DSF	- okvir za održivost duga
EBRD	- Evropska banka za obnovu i razvoj
ECTS	- evropski sistem prenosa bodova
EKS	- efektivna kamatna stopa
EUR	- euro
FBiH	- Federacija Bosne i Hercegovine
FMF	- Federalno ministarstvo finansija
IBRD	- Međunarodna banka za obnovu i razvoj
IDA	- Međunarodna razvojna agencija
KJKP	- kantonalno javno komunalno preduzeće
KM	- konvertibilna marka
KS	- Kanton Sarajevo
k.s.	- kamatna stopa
KCUS	- Klinički centar Univerziteta u Sarajevu
KWD	- kuvajtski dinar
MF KS	- Ministarstvo finansija Kantona Sarajevo
MIS	- Moody's Investors Service
RLG	- regionalne i lokalne vlade
RVP	- Registar vrijednosnih papira
SDR	- specijalna prava vučenja
S&P	- Standard & Poor's
USD	- američki dolar
VSS	- visoka stručna sprema
WB	- Svjetska banka

## Spisak tabela

<b>Tabela 1.</b> Vanbilansna evidencija duga KS, 31.12.2017. ....	13
<b>Tabela 2.</b> Makroekonomski pokazatelji – BiH .....	14
<b>Tabela 3.</b> Dinamika prihoda/rashoda i struktura budžeta KS u periodu 2010-2020. godina .	19
<b>Tabela 4.</b> Indikatori troškova i rizika duga KS na dan 31.12.2017. g. ....	24
<b>Tabela 5.</b> Prosječno vrijeme dospijea ponderisanog duga (ATM) KS .....	25
<b>Tabela 6.</b> Ugovorena nepovučena kreditna sredstva, na dan 31.12.2017. ....	29
<b>Tabela 7.</b> Potencijalni vanjski izvori finansiranja, na dan 31.12.2017. ....	30

## Spisak grafikona

<b>Grafikon 1.</b> Ukupno stanje duga KS, 31.12.2017. g. ....	12
<b>Grafikon 2.</b> Udio pojedinih vrsta investitora u vrijednosne papire KS .....	13
<b>Grafikon 3.</b> Odnos obaveza za otplatu duga i prihoda KS, 2018-2037 .....	21
<b>Grafikon 4.</b> Valutna struktura duga KS, 31.12.2017. ....	22
<b>Grafikon 5.</b> Kamatna struktura duga KS, 31.12.2017. g., prosječne ponderisane k.s. ....	24
<b>Grafikon 6.</b> Ročna struktura dospijea domaćih kredita KS .....	25
<b>Grafikon 7.</b> Ročna struktura dospijea vanjskog duga KS.....	26
<b>Grafikon 8.</b> Profil otplate duga po vrsti kamatne stope .....	27
<b>Grafikon 9.</b> Pregled stanja salda obaveznih rezervi komercijalnih banaka kod CB BiH, .....	31
<b>Grafikon 10.</b> Aktiva banaka u FBiH, nov. – 2017, mil KM .....	31
<b>Grafikon 11.</b> Ponderisane prosječne EKS na depozite u FBiH.....	32

## Ključni pojmovi

**Dug kantona** – unutrašnji i vanjski dug kantona

**Kreditni rizik** – označava rizik neispunjavanja preuzetih obaveza zajmoprimaca na uzetim kreditima ili drugim oblicima finansijske imovine

**Operativni rizik** – uključuje cijeli spektar različitih vrsta rizika vezanih za samu instituciju koja upravlja javnim dugom, uključujući pogreške u transakcijama u različitim fazama izvršenja i bilježenja transakcija; nedostatke ili propuste u unutrašnjim kontrolama, ili u sistemima i uslugama; reputacijski rizik; pravni rizik; sigurnosne povrede i sl.

**Prosječno vrijeme do dospijea duga** – prosječno ponderisano vrijeme do dospijea otplate svih instrumenata duga u portfoliju

**Rizik kamatne stope** – izloženost duga promjeni varijabilnih kamatnih stopa; kamatni rizik predstavlja vjerovatnoću da će doći do izmjene kamatnih stopa i povećanje troškova finansiranja postojećeg duga po tom osnovu

**Rizik poravnjenja** – odnosi se na rizik da druga ugovorna strana ne dostavi obveznice kako je dogovoreno u ugovoru, nakon što je kupac već izvršio uplatu u skladu s ugovorom

**Rizik refinansiranja** – procjena ročne strukture duga i njene izloženosti instrumentima duga sa kratkim rokom dospijea; rizik refinansiranja predstavlja rizik nemogućnosti izmirenja obaveza po

otplatama duga iz redovnih javnih prihoda i procjenu potrebe nove emisije duga kako bi se finansirala postojeća

**Rizik refiksiranja** – pokazuje prosječno vrijeme potrebno za refiksiranje kamatne stope na portfolio duga

**Rizik likvidnosti** – rizik smanjenja obima likvidnih sredstava (poreznih prihoda) uslijed povećanja neplaniranih obaveza i/ili smanjenja ostvarenja prihoda u toku jedne godine

**Tržišni rizik** – rizik povećanja troškova duga koji proizlaze iz promjena tržišnih varijabli, kao što su kamatne stope i devizni kursevi

**Valutni rizik** – stepen izloženosti strukture ukupnog duga spram promjena deviznih kurseva valuta koje egzistiraju u portfoliju duga; valutni rizik je rizik da će valuta u kojoj je denominiran dug u narednom periodu imati veću vrijednost u odnosu na KM, što bi moglo dovesti do porasta troškova finansiranja duga

## IZVRŠNI SAŽETAK

Glavni cilj strategije upravljanja dugom u Kantonu Sarajevo jeste postići optimalan kratkoročni odnos rizika i troškova servisiranja duga u budžetu KS, sa aspekta tržišta i finansijskih instrumenata, zatim identificiranje i upravljanje rizicima, dok je u srednjem i dugom roku cilj ostvariti pozitivan utjecaj na razvoj domaćeg tržišta kapitala. Izrada strategije upravljanja dugom prožeta je saznanjem da osnovne karakteristike trenutnog portfolija duga predstavljaju ograničenja koje, uz ostala (zakonska) ograničenja u pogledu visine duga, značajno određuje i limitira buduće odluke o zaduženju. Motiv za izradu strategije upravljanja dugom je i postizanje transparentnosti čime se unaprjeđuje dobro upravljanje i odgovornost za javne finansije KS.

Zakonski i institucionalni okvir za upravljanje dugom u KS je raspoređen na više nivoa, od državnog preko entitetskog (FBiH) do kantonalnog nivoa.

Ukupan dug KS na kraju 2017. g. je iznosio 178,8 mil KM, od čega se na domaći dug odnosi 70,2 mil KM (i to: krediti kod komercijalnih banaka 49,3 mil KM i obveznice 20,9 mil KM), dok se na vanjski dug odnosi 108,6 mil KM (i to: indirektni dug 93,8 mil KM a direktni 14,8 mil KM).

Makroekonomsko okruženje pozitivno utječe na ekonomski rast u BiH (time i u KS) stvarajući preduvjet za smanjenje relativno visokog nivoa nezaposlenosti i stope neaktivnog stanovništva. Zvanične projekcije kretanja BDP-a u BiH u narednom srednjeročju su pozitivne, što vrijedi i za KS. Na rast BDP-a u značajnoj mjeri utječe porast industrijske proizvodnje. Glavne vučne sile porasta BDP u BiH (i u KS) u razdoblju 2018.-2020. g. su investicije (javne i privatne) te povećanje finalne potrošnje. Bankarski sektor u FBiH je, prema sjedištu banaka, dominantno fokusiran na KS. U razdoblju 2018.-2020. g. se očekuje stopa rasta ukupnih kredita i depozita u rasponu 5,5% do 6,5%.

Kreditni rejting KS dijeli sa BiH. Međunarodne kreditne agencije su potvrdile kreditni rejting BiH "sa stabilnim izgledima" što međunarodnim i domaćim investitorima signalizira da se u bliskoj budućnosti u BiH ne očekuje pogoršanje kreditnog rejtinga.

U trogodišnjem razdoblju 2018.-2020. g. identificirani izvori eksternog finansiranja za KS se procjenjuju na oko 110 mil KM. Sačinjeni su od vanjskih izvora (i to ugovorenih nepovučениh kreditnih sredstava 11,3 mil KM i potencijalnih kredita 79,2 mil KM), te domaćih izvora finansiranja koji se odnose na planirane emisije obveznica u 2018 g. (oko 19,7 mil KM).

Fiskalna pozicija KS je stabilna, sa širenjem kapaciteta javnih finansija uslijed općenitog porasta poreznih prihoda. Udio indirektnih poreza u ukupnim poreznim приходima u KS se smanjuje dok, istodobno, udio direktnih poreza bilježi rast. Relativni udio pojedinih vrsta rashoda, poput rashoda za plate i naknada troškova zaposlenih, zatim izdataka za materijal i usluge, te tekućih transfera, u ukupnim приходima opada. Za to vrijeme udio kapitalnih

transfera i izdataka u ukupnim rashodima raste pogodujući daljem ekonomskom rastu u KS u narednom periodu.

KS je umjereno zadužen, a projekcija kretanja duga u trogodišnjem razdoblju je opadajuća. Ukupne obaveze za servisiranje duga na godišnjem nivou<sup>1</sup> su ispod zakonski određenog gornjeg limita od 10% prihoda ostvarenih u 2017. g. Obzirom da je 92,3% duga KS denominirano u KM i eurima, valutni rizik duga KS se ocjenjuje veoma povoljnim. Cjelokupan portfolio duga KS je emitovan po prosječnoj ponderisanoj kamatnoj stopi od 2,28%. Prosječno vrijeme dospjeća duga (ATM) KS iznosi 5,98 godina, što je približno nivou FBiH (5,7 g.) i neznatno bolje u odnosu na RS (6,3 g.), na kraju 2016. g., te je prema ovom pokazatelju rizik refinansiranja duga KS okvirno usklađen sa entitetskim.

Prosječno vrijeme refiksiranja duga je 2,13 godina. Ročna struktura duga i prosječno dospjeće duga su povoljniji kod vanjske u odnosu na unutrašnju komponentu ukupnog duga. S tim u vezi, preporučuje se nastavak finansiranja kapitalnih investicija iz vanjskih izvora. Gotovo polovina unutrašnjeg duga (25 do 30 mil KM) dospijeva u naredne dvije godine. U slijedeća dva desetljeća u strukturi duga KS prisutne su obaveze sa varijabilnom kamatnom stopom, što dovodi do isticanja potencijalnih rizika promjene k.s.. Omjer obaveza po dugu uz fiksnu i varijabilnu k.s., na kraju 2017. g., je 48:52. Udio duga emitovanog po fiksnoj k.s. će se povećavati razmjerno novim zaduženjima u srednjem roku što će dovesti do posljedičnog smanjivanja kamatnog rizika.

Politički rizik je ograničeno prisutan i iskazan u visini kreditnog rejtinga koji nosi odrednicu "stabilnih izgleda". Ne očekuje se njegovo pogoršanje u bliskoj budućnosti. Potencijalne finansijske obaveze nastale po osnovu izdatih garancija ili eventualnih odluka Skupštine KS o davanju garancija za servisiranje obaveza, te obaveza proisteklih iz supsidijarnih kreditnih sporazuma za krajnje dužnike iznose 48,7 mil KM sa prosječnim rokom dospjeća od 13,5 godina i ne predstavljaju značajan rizik za fiskalnu stabilnost budžeta KS.

Budući da je kamatna stopa ostvarena prilikom emisije obveznica niža od prosječne kamatne stope na unutrašnji dug, i u narednom srednjoročnom periodu, u skladu sa potrebama finansiranja razvojnih projekata, nastavak emisija obveznica može pozitivno utjecati na umanjenje prosječnih troškova finansiranja duga.

Da bi se izbjeglo stvaranje efekta "grudve snijega", odnosno rasta razlike između troškova finansiranja duga i rasta BDP-a, potrebno je sinhronizovano djelovati u dva pravca, najprije na iznalaženju povoljnijih načina emisije duga u budućnosti koji neće dovesti do prekomjernog rasta troškova finansiranja i, potom, na dizajniranju ekonomskih politika koje stimuliraju ekonomski rast u KS.

---

<sup>1</sup>U koje su uključene i obaveze za servisiranje novog duga u 2018. g.



Provođenje strategije upravljanja dugom dovest će do snaženja procesa upravljanja dugom i jačanja održivosti javnog duga u KS kao i umanjenja rizika koji su povezani sa javnim dugom. Takvo stanje duga u KS predstavlja dobru podlogu za nastavak vođenja politike stabilnih i pouzdanih javnih finansija u KS koja čini podršku ukupnom društvenom i ekonomskom razvoju KS.

Srazmjerno rizicima i troškovima portfolija javnog duga KS utvrđene su određene smjernice i preporuke kako slijedi:

- a) *Upravljanje javnim dugom KS kao kontinuiran i sistematski aktivno vođen proces* podrazumijeva optimalno upravljanje ljudskim resursima u MF KS, uspostavljanje MTDS evidencije duga i drugih software-skih paketa poput DTS i DSF.
- b) *Visinu duga prema BDP-u održati na sadašnjem veoma povoljnom nivou* kako se ne bi povećao ukupni teret duga.
- c) *Struktura rizika i troškova finansiranja duga KS* pokazuje da su ti parametri dosta povoljni, stoga je budući fokus postavljen na upravljanje trendovima njihovog kretanja i posmatranju pozicije KS u fiskalnim odnosima u FBiH.
- d) *Diverzificiranje instrumenata duga*, u kratkom roku to znači nastavak emitovanja obveznica i potencijalno širenje broja i vrste investitora kao što su: korporativni sektor, javna preduzeća i fizička lica. Razmotriti aktivnosti za dobivanje zasebnog kreditnog rejtinga.
- e) *Poboljšati ročnu strukturu unutrašnjih zaduženja* kod budućih emisija dugatako što će se udvostručiti postojeće prosječno vrijeme dospeljeća.
- f) *Valutna struktura duga je povoljna za KS* jer je većina supsidijarno ugovorenih kredita prenesena na KS u EUR kao valuti plaćanja. Prilikom novih zaduženja preferirati zaduženja u KM i EUR.

## UVOD

Izrada strateških dokumenata koji tematiziraju javni dug je zakonska obaveza ministarstava finansija<sup>2</sup> premda to do sada nije bila praksa u Kantonu Sarajevo. Cilj upravljanja javnim dugom je obezbjeđenje finansijskih sredstavaza finansiranje projekata od interesa za KS i servisiranje obaveza postojećeg duga blagovremeno, u potpunosti i uz umjerene troškove. U slučaju neadekvatne strukture duga (ročne, valutne i kamatne) javljaju se rizici koji, u većoj ili manjoj mjeri, ugrožavaju finansijsku stabilnost, a u vanrednim okolnostima mogu uzrokovati i pojavu finansijske krize. Vrijedi i obrnuto, kada je dug adekvatno strukturiran onda su potencijalni rizici značajno manji, a mogućnost izbijanja krize otklonjena. Stoga se strateško opredjeljenje upravljanja dugom KS određuje kao nastojanje da dug, u što većoj mjeri, bude dugoročan, denominiran u domaćoj ili valutama sa fiksnim deviznim kursom, sa fiksnom kamatnom stopom i da bude predmet trgovine na domaćem tržištu kapitala.

Funkcije Kantona Sarajevo se finansiraju putem budžeta koji donosi Skupština KS. Izvori finansiranja, prema Ustavu KS, pored poreza, taksu i doprinosa, koje uvodi Skupština, te dotacija, mogu biti i zaduživanja kod banaka i drugih finansijskih organizacija.<sup>3</sup> Predmet ove Strategije jeste analiza postojećeg javnog duga KS i njegova projekcija u srednjem roku, od 2018. do 2020. g. Ciljevi izrade strategije se mogu razmatrati u užem i širem smislu.

- a) U užem smislu, cilj je odrediti strateški način na koji se može osigurati efektivno i efikasno finansiranje kantonalnog budžeta sa aspekta tržišta (domaće ili inostrano zaduženje), finansijskih instrumenata (obveznice, trezorski zapisi, komercijalno zaduživanje, zajmovi i krediti) i vremenskog rasporeda emisije duga u budućnosti.
- b) U širem smislu, strateški način upravljanja dugom treba dati odgovor na sljedeća pitanja: (i) koji dio ukupnih rashoda budžeta KS se može finansirati emisijom duga; (ii) koji je ciljni nivo duga u posmatranom periodu; (iii) koja je struktura portfolija duga (valutna, kamatna, ročna, instrumenti).

Također, strategija će poslužiti kao podloga za redovne godišnje dokumente predviđene u procesu izrade budžeta KS kao što su: smjernice br. 1 i 2, te dokument okvirnog budžeta. Zakon o budžetima u FBiH predviđa da smjernice ekonomske i fiskalne politike za trogodišnji period sadrže i strategiju upravljanja javnim dugom.<sup>4</sup> Osim toga, isti zakon je propisao da se uz nacrt budžeta dostavljaju i podaci o tekućim i dugoročnim obavezama iz osnova vanjskog i unutrašnjeg duga KS (otplata glavnice, plaćanje kamata i ostalih obaveza iz osnova duga) sa analizom održivosti duga.<sup>5</sup>

---

<sup>2</sup>Zakon o budžetima u FBiH („Službene novine Federacije BiH“, br. 120/13, 09/14 - Ispravka, 13/14, 08/15, 91/15, 102/15 i 104/16), čl. 17.

<sup>3</sup>Ustav Kantona Sarajevo („Službene novine Kantona Sarajevo“, br. 1/96, 2/96, 3/96, 16/97, 14/00, 4/01, 28/04, 6/13 i 31/17), čl. 38.

<sup>4</sup>Zakon o budžetima u Federaciji BiH, čl. 18.

<sup>5</sup> Ibid., čl. 26.

Konačno, donošenje strategije upravljanja dugom ima za cilj poboljšati transparentnost i predvidljivost emisije duga KS u posmatranom razdoblju, sa obzirom da investitori u vrijednosne papire prilikom planiranja i donošenja odluka o budućim ulaganjima cijene i transparentnost i pravovremenost informacija o zaduženosti emitenta duga.

Odluke iz domena upravljanja dugom su se u KS, u nedostatku strategije, donosile prilikom planiranja godišnjih budžeta i ugovaranja novih zaduženja, a u vezi sa poštivanjem zakonskih propisa iz oblasti zaduživanja o gornjoj granici zaduživanja za narednu fiskalnu godinu.

Prakse zaduživanja u posljednje tri godine, počevši od 2015. g. su se uveliko izmijenile. Najveća promjena se ogleda u uvođenju novih instrumenata duga pored postojećih zaduživanja na domaćem tržištu putem kredita kod komercijalnih banaka i zaduživanja u inostranstvu putem bilateralnih sporazuma i međunarodnih organizacija (MMF, Svjetska banka, EBRD, IBRD, itd.). Od 2016. g. počele su pripreme i analize, a u 2017. g. i praktična primjena novih instrumenata (tj. obveznica) za emisiju unutrašnjeg duga.

## **1. Zakonski i institucionalni okvir za upravljanje dugom KS**

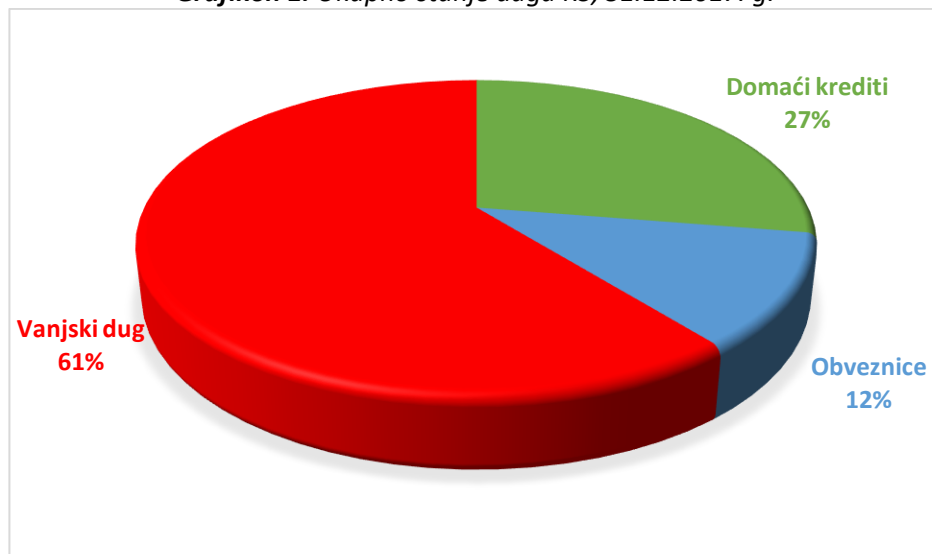
Zakonski i institucionalni okvir za upravljanje dugom je zbog kompleksnosti ustavnog uređenja BiH uspostavljanje na više nivoa. Njegove konture čine:

- Zakon o zaduživanju, dugu i garancijama Bosne i Hercegovine („Službeni glasnik BiH“ br. 52/05,103/09,90/16
- Zakon o dugu zaduživanju i garancijama u FBiH (Službene novine FBiH br. 86/07,24/09, 44/10 i 30/16),
- Zakon o budžetima u FBiH, („Službene novine Federacije BiH“, br. 120/13, 09/14 - Ispravka, 13/14, 08/15, 91/15, 102/15 i 104/16),
- Zakon o trezoru u FBiH, (Službene novine FBiH br.26/16),
- Zakon o izvršavanju budžeta koji se donosi na godišnjem nivou.

## **2. Stanje duga i potencijalnih obaveza KS**

Ukupan dug KS na kraju 2017. g. je iznosio 178,8 mil KM, od čega se na domaći dug odnosi 70,2 mil KM, a čine ga krediti kod komercijalnih banaka 49,3 mil KM i obveznice 20,9 mil KM, dok se na vanjski dug odnosi 108,6 mil KM, od čega je indirektni dug 93,8 mil. KM a direktni 14,8 mil. KM (direktni dug se odnosi na preuzimanje ranije ugovorenih obaveza).

**Grafikon 1. Ukupno stanje duga KS, 31.12.2017. g.**



Izvor: Ministarstvo finansija KS

Iz gornjeg grafikona je vidljivo da se u ukupnom dugu KS najveći dio odnosi na dug nastao inostranim dugoročnim zaduživanjem 61%, potom slijede domaći krediti, odnosno dug nastao zaduživanjem kod domaćih komercijalnih banaka 27%, dok se najmanji dio odnosi na dug nastao zaduživanjem putem emisije obveznica 12%.

### **2.1. Domaći krediti**

Kada se posmatraju domaći krediti, tj. dug nastao zaduživanjem kod domaćih banaka (komercijalnih i Razvojne banke FBiH) koji iznosi 49,3 mil KM, da se primijetiti da je isti strukturiran od 17 pojedinačnih kreditnih sporazuma u rasponu od 710 hiljada do 7,5 mil KM sa stanjem na dan 31.12.2017. g. Prosječno stanje duga po jednom kreditnom sporazumu, sa stanjem na 31.12.2017. g., iznosi 2,9 mil KM. Svi kreditni sporazumi su nastali u periodu od 2011. do 2016. g.

Zaduživanje kod domaćih banaka se nije događalo u 2017. g. jer je nakon analiza provedenih u Ministarstvu finansija konstatovano da je zaduživanje na tržištu vrijednosnih papira povoljnije, zbog mogućnosti postizanja niže kamatne stope. Također, najveći domaći dug je nastao u 2012. i 2014. g., u godišnjem iznosu od, redom, 26 mil KM i 31,1 mil KM.

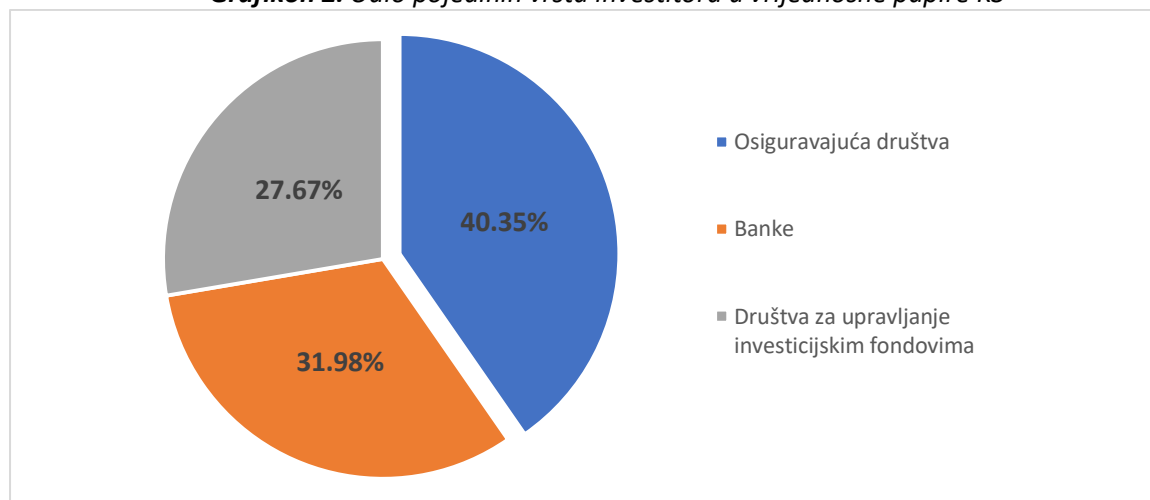
### **2.2. Inostrani dug**

U ukupnom inostranom dugu, koji iznosi 108,6 mil KM, najveći kreditori, na koje se odnosi preko 4/5 tog duga, jesu Svjetska banka (48,7%) i Evropska banka za obnovu i razvoj (36,9%). Riječ je uglavnom o ulaganjima u komunalnu i saobraćajnu infrastrukturu.

## 2.3. Dug iz emisija obveznica

U 2017. g. KS je proveo tri aukcije obveznica iz čega je nastao dug od 20,9 mil KM. Dug nastao iz emisije obveznica će u potpunosti biti otplaćen do 2022. g. Ostvarena prosječna ponderisana kamatna stopa na obveznice (3,04%) može biti temelj za procjenu troškova drugih finansijskih instrumenata na domaćem tržištu kapitala, naročito domaćih kredita. Najveći dosadašnji investitori u tržišne obveznice KS su predstavljeni na donjem grafikonu.

**Grafikon 2.** Udio pojedinih vrsta investitora u vrijednosne papire KS



Izvor: Ministarstvo finansija KS

Prema informacijama od RVP do sada nije zabilježeno trgovanje ovim vrijednosnim papirima na sekundarnom tržištu.

## 2.4. Potencijalne obaveze KS

U vanbilansnoj evidenciji KS vode se i potencijalne finansijske obaveze po osnovu izdatih garancija o preuzimanju obaveza javnih preduzeća od strateškog značaja za KS i kredita krajnjih dužnika po supsidijarnom sporazumu (stavke od 1 do 3 u Tabeli 14). Dva preostala kredita u Tabeli 1 (stavke 4 i 5) zapravo predstavljaju odobrena, a nepovučena kreditna sredstva KS. Prosječno vrijeme dospeljeća za vanbilansu evidenciju iznosi 13,5 godina. U donjoj tabeli dat je pregled stavki vanbilansne evidencije.

**Tabela 1.** Vanbilansna evidencija duga KS, 31.12.2017.

Rb.	Naziv kredita	Postali iznos	%
1.	SAUDIJSKI FOND - Izgradnja i opremanje KCUS	19.420.641,07	33,52
2.	AUSTRIJSKI za KJKP RAD	4.273.668,49	7,38
3.	IDA - KJKP Toplane	22.904.838,46	39,54
4.	WB- IDA- Energetska efikasnost	1.607.630,71	2,78
5.	EBRD- Izgradnja saobraćajnica	9.725.834,25	16,79
	Ukupno	57.932.612,98	100,00

Izvor: Ministarstvo finansija KS

### 3. Analiza makroekonomskog okvira

*Situacija u okruženju.* Ekonomska situacija u BiH, kao maloj otvorenoj ekonomiji, uveliko zavisi od kretanja u zemljama ključnim trgovinskim partnerima.<sup>6</sup> Ono što ohrabruje jesu pozitivna privredna kretanja u zemljama članicama EU, kao i u zemljama regije Jugoistočne Evrope sa kojima BiH ostvaruje najveći dio njene vanjsko-trgovinske razmjene. Slična je situacija i sa projekcijama na srednji rok. Za očekivati je da će ovakvi pozitivni trendovi u okruženju rezultirati većim iskorištenjem industrijskih kapaciteta u BiH, većim obimom proizvodnje i investicija, te u konačnici i smanjenjem još uvijek relativno visokog nivoa nezaposlenosti i neaktivnosti stanovništva.

*Rast BDP-a.* U 2016. g. BiH je ostvarila ekonomski rast od 3,1%, prije svega kao rezultat rasta izvoza i finalne potrošnje, uz skroman rast investicija. Pokrivenost uvoza izvozom je povećana na 62%. Neznatan pad privatnih investicija u 2016. g. nadomješten je osjetnim porastom javnih ulaganja (oko 30 %). Ipak, treba primjetiti da su javne investicije, posebno u Federaciji BiH, još uvijek značajno niže u odnosu na vrijednosti iz perioda 2012.-2014. g., ali i u odnosu na svjetski prosjek za period 2010.-2015. g. (3,4 % BDP-a). Prema dostupnim podacima, slični trendovi nastavljeni su i u 2017. g. Prema preliminarnim podacima, ekonomski rast na kraju 2017. g. zabilježio je stopu od 3,0%. Niža ostvarena stopa rasta u odnosu prognoze vezana je za kratanje javnih investicija. Naime, neispunjavanje obaveza iz aranžmana sa MMF-om rezultiralo je ispod očekivanim vrijednostima javnih radova, što jedijelom kompenzirano vrlo povoljnim kretanjima (rast iznad očekivanja) vanjsko-trgovinske razmjene.

Projekcije realnog rasta u BiH za 2018. g. su na približno istom nivou. Ključna pretpostavka na kojoj su iste bazirane je održavanje intenziteta ekonomskog rasta u EU i zemljama regije. Pored vanjske trgovine, okruženje je ujedno i važan izvor finansiranja domaće tražnje u BiH. Inostrane doznake i drugi tekući prilivi čine između trećine i petine raspoloživog dohotka građana. Takođe, direktna strana ulaganja i drugi oblici priliva stranog kapitala čine značajan izvor finansiranja investicija.

Pretpostavke DEP-a za 2018. g., pored projekcija ekonomskog rasta u okruženju i odsustva vremenskih nepogoda, uključuju i nastavak reformskih procesa, posebno na unapređenju poslovnog okruženja, što će otkočiti provođenje aranžmana sa MMF-om i osigurati porast investicija (javnih i privatnih). Očekuje se ustvari da investicije zajedno sa finalnom potrošnjom budu glavni nosioci rasta u 2018. g. Bolji ambijent za poslovanje i povoljno eksterno okruženje osnovne su pretpostavke projekcija ekonomskog rasta za 2019. g. - 3,8 % i 2020. g. - 3,9 %.

---

<sup>6</sup> Izvoz čini približno trećinu, a uvoz polovinu BDP-a BiH.

**Tabela 2. Makroekonomski pokazatelji – BiH**

Indikator	Zvanični podaci			Projekcije			
	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Nominalni BDP (mil. KM)	28.365	29.666	30.862	31.871	33.366	35.139	37.078
BDP deflator	100,8	100,7	101,1	99,9	101,3	101,4	101,6
Realni BDP (mil. KM)	28.139,9	29.456	30.531	31.905	32.946	34.643	36.496
Rast realnog BDP	1,2	3,1	3,1	3,0	3,4	3,8	3,9
Bruto štednja - % BDP	13,4	12,7	14,8	15,0	15,7	16,9	18,0
Investicije – realni rast %	8,2	2,9	10,8	5,8	6,9	10,3	11,3
Stopa rasta indust. proizv.	0,2	2,6	4,3	4,8	5,2	5,4	5,7
Bilans tekućeg računa - % BDP	-7,4	-5,3	-4,2	-4,6	-4,3	-4,3	-4,4
Prihodi opšte vlade -% BDP	43,7	43,2	42,7	39,8	38,1	36,6	35,2
Rashodi opšte vlade - % BDP	45,8	42,5	41,5	38,9	36,7	34,9	33,4
Saldo	-2,0	0,7	1,2	0,9	1,4	1,7	1,9
Rast zaposlenosti	1,6	1,7	1,8	2,5	2,5	2,6	2,6

Izvor: Program ekonomskih reformi za 2018-2020. g., CBBH i BHAS

*Situacija u okruženju.* Ekonomska situacija u BiH, kao maloj otvorenoj ekonomiji, uveliko zavisi od kretanja u zemljama ključnim trgovinskim partnerima.<sup>7</sup> Ono što ohrabruje jesu pozitivna privredna kretanja u zemljama članicama EU, kao i u zemljama regije Jugoistočne Evrope sa kojima BiH ostvaruje najveći dio njene vanjsko-trgovinske razmjene. Slična je situacija i sa projekcijama na srednji rok. Za očekivati je da će ovakvi pozitivni trendovi u okruženju rezultirati većim iskorištenjem industrijskih kapaciteta u BiH, većim obimom proizvodnje i investicija, te u konačnici i smanjenjem još uvijek relativno visokog nivoa nezaposlenosti i neaktivnosti stanovništva.

*Rast BDP-a.* U 2016. g. BiH je ostvarila ekonomski rast od 3,1%, prije svega kao rezultat rasta izvoza i finalne potrošnje, uz skroman rast investicija. Pokrivenost uvoza izvozom je povećana na 62%. Neznatan pad privatnih investicija u 2016. g. nadomješten je osjetnim porastom javnih ulaganja (oko 30 %). Ipak, treba primjetiti da su javne investicije, posebno u Federaciji BiH, još uvijek značajno niže u odnosu na vrijednosti iz perioda 2012.-2014. g., ali i u odnosu na svjetski prosjek za period 2010.-2015. g. (3,4 % BDP-a). Prema dostupnim podacima, slični trendovi nastavljeni su i u 2017. g. Prema preliminarnim podacima, ekonomski rast na kraju 2017. g. zabilježio je stopu od 3,0%. Niža ostvarena stopa rasta u odnosu prognoze vezana je za kratanje javnih investicija. Naime, neispunjavanje obaveza iz aranžmana sa MMF-om rezultiralo je ispod očekivanim vrijednostima javnih radova, što jedijelom kompenzirano vrlo povoljnim kretanjima (rast iznad očekivanja) vanjsko-trgovinske razmjene.

Projekcije realnog rasta u BiH za 2018. g. su na približno istom nivou. Ključna pretpostavka na kojoj su iste bazirane je održavanje intenziteta ekonomskog rasta u EU i zemljama regije. Pored vanjske trgovine, okruženje je ujedno i važan izvor finansiranja domaće tražnje u BiH. Inostrane doznake i drugi tekući prilivi čine između trećine i petine raspoloživog dohotka

<sup>7</sup> Izvoz čini približno trećinu, a uvoz polovinu BDP-a BiH.

građana. Takođe, direktna strana ulaganja i drugi oblici priliva stranog kapitala čine značajan izvor finansiranja investicija.

Pretpostavke DEP-a za 2018. g., pored projekcija ekonomskog rasta u okruženju i odsustva vremenskih nepogoda, uključuju i nastavak reformskih procesa, posebno na unapređenju poslovnog okruženja, što će otkočiti provođenje aranžmana sa MMF-om i osigurati porast investicija (javnih i privatnih). Očekuje se ustvari da investicije zajedno sa finalnom potrošnjom budu glavni nosioci rasta u 2018. g. Bolji ambijent za poslovanje i povoljno eksterno okruženje osnovne su pretpostavke projekcija ekonomskog rasta za 2019. g. - 3,8 % i 2020. g. - 3,9 %.

#### 4. Kreditni rejting

Premda KS nema poseban kreditni rejting, odnosno, posjeduje kreditni rejting koji je dodijeljen BiH, njegovo razmatranje omogućava deskripciju i ocjenu kreditne sposobnosti i kreditnog rizika KS, odnosno procjenu mogućnosti i obaveze KS kao dužnika da u cijelosti i na vrijeme izmiri sve dospjele kreditne obaveze.

Agencija Standard & Poor's (S&P) je u septembru 2017. g. potvrdila BiH suvereni kreditni rejting "B sa stabilnim izgledima". Nešto ranije, u februaru 2016. g. agencija Moody's Investors Service (MIS) je BiH potvrdila kreditni rejting "B3 sa stabilnim izgledima".<sup>8</sup> Premda je ocjena agencije Standard & Poor's za nijansu viša od ocjene dobivene od agencije Moody's, obje ocjene se nalaze u kategoriji "spekulativna kreditna sposobnost, visok kreditni rizik" što odgovara neinvesticionom (spekulativnom) nivou. Objе ocjene su date uz "stabilne izgledе" što znači da se ne očekuje pogoršanje kreditnog rejtinga u budućnosti.

Međunarodna praksa poznaje i dodjeljivanje sub-nacionalnog kreditnog rejtinga za pojedine niže nivoe vlasti. Agencija S&P je objavila u kojim regijama u svijetu procentualno ostvaruje najviše aktivnosti kreditnih rejtinga za niže nivoe vlasti (pogledati Prilog). To je posebno izraženo u slučajevima kada sub-nacionalni nivои vlasti žele ostvariti pristup međunarodnim tržištima kapitala radi finansiranja infrastrukturnih projekata. Metodološki okvir koji se koristi za procjenu kreditnog rejtinga sub-nacionalnih nivoa vlasti u obzir uzima slične osnovne pokazatelje tako da je veoma mala vjerovatnoća da će nekom sub-nacionalnom nivou vlasti biti dodijeljen kreditni rejting od strane jedne agencije, a koji se značajno razlikuje od onog koji bi bio dodijeljen od strane druge međunarodne agencije, barem kada je riječ o MIS i S&P agencijama. U vrijeme prije finansijske krize, utvrđena su tri faktora koja imaju najznačajniji uticaj na sub-nacionalne kreditne rejtinge dodijeljene od strane glavnih međunarodnih agencija. Ti faktori su: historija neispunjavanja obaveza date države<sup>9</sup>, BDP po

---

<sup>8</sup> Bosna i Hercegovina je putem Vijeća ministara sklopila ugovore sa dvije međunarodne agencije za ocjenu kreditnog rizika Standard & Poor's i Moody's Investor Service na osnovu čega se izrađuje i prati suvereni kreditni rejting BiH.

<sup>9</sup> engl. – Sovereign default history.



stanovniku i odnos neto direktnog i garantovanog duga prema operativnim prihodima. Od tri faktora sub-nacionalni nivo vlasti može utjecati jedino na posljednji navedeni faktor, ostali su elementi u kojima sub-nacionalni nivo vlasti, osim ukoliko čini veoma veliki dio ekonomije date zemlje, ima vrlo malo utjecaja (Liu, 2009). Više o međunarodnoj metodologiji kreditnih agencija, tj. faktorima koji se analiziraju je navedeno u tabeli u Prilozima.

## 5. Fiskalna pozicija Kantona Sarajevo<sup>10</sup>

Fiskalna pozicija Kantona Sarajevo se može promatrati sa nekoliko stanovišta, i to:

- Sa stanovišta ukupne privredne dinamike u BiH, FBiH i KS, makroekonomskih pokazatelja,
- Mogućnosti ubiranja odgovarajućih prihoda,
- Potrebi za odgovarajućim rashodima i njihovim efikasnim upravljanjem kod budžetskih korisnika.

Prvi aspekt posmatranja konkretizuje nalaze iz odjeljka o refleksiji makroekonomskog okvirana fiskalnu poziciju KS. Drugi aspekt posmatranja se odnosi na konkretizaciju fiskalne pozicije KS u smislu mogućnosti i praktične realizacije ubiranja javnih prihoda. Analizirajući realizovane budžete KS od 2010. g., kao i njihove projekcije za naredne tri godine, može se uočiti da su *ukupni prihodi* budžeta KS<sup>11</sup> su, prevashodno pod uticajem djelovanja Zakona o pripadnosti javnih prihoda u F BiH<sup>12</sup>, imali prvo opadajući trend u periodu 2011.-2013. g., dabi zatim naglo porasli od 2014. godine. U 2017. g. su bili gotovo 145 miliona KM ili 24,7% veći u odnosu na početni nivo. U periodu 2018.-2020. g. očekuje se nastavak ovog trenda, iako nešto smanjenom dinamikom (pogledati Tabelu 3).

Iz iste tabele je vidljivo da u KS opada relativni značaj *prihoda od indirektnih poreza* u odnosu na direktne poreze. U 2008. g. u KS su prihodi od indirektnih poreza učestvovali sa preko 62,9% u ukupnim poreznim prihodima, da bi se taj udio smanjio na 61,2% na kraju 2017. g. Sličan trend se očekuje i u periodu 2018.-2020. godina.<sup>13</sup>

*Ubiranje direktnih poreza* je snažno povezano sa dostignutim nivoom razvoja, posebno kad je riječ o *porezu na dobit* preduzeća gdje je uočljiv rast sa 35,5 mil KM u 2010. g. na 112,5 mil KM u 2017. *Porez na dohodak* je rastao umjerenijom dinamikom sa 96,2 mil KM u 2010. g. na 130,7 mil KM u 2017. g. i planiranim daljnjim porastom na 129,1 mil KM u 2020. g.

---

<sup>10</sup>Analiza obuhvata razdoblje 2010-2020. g. uzimajući u obzir podatke iz izvještaja o izvršavanju Budžeta KS za period 2010-2017.g. i trogodišnji plan za period 2018-2020.g. iz usvojenog Budžeta KS za 2018.g.

<sup>11</sup>Prihodi i primitci, bez primitaka od zaduživanja.

<sup>12</sup>Učešće Kantona Sarajevo u indirektnim porezima kantonalnog nivoa vlasti u FBiH smanjeno je sa 34,90 posto u 2008. na 29,18 posto u 2016. godini.

<sup>13</sup>Treba primijetiti da je udio indirektnih poreza u ukupnim poreskim prihodima u drugim katnonima u FBiH osjetno veći. U 2016. g. iznosio 74,8%.

Najmanje učešće i također, umjerenu dinamiku, ima *porez na imovinu* koji je sa 7,6 mil KM u 2010. g. porastao na cca 9,7mil KM u 2017. g. i očekuje se da zadrži ovaj obim do 2020. g.<sup>14</sup>

---

<sup>14</sup>Ova problematika je posebno obrađena u studiji pod naslovom: „Analiza efekata primjene Zakona o porezu na imovinu i Zakona o porezu na promet nepokretnosti i prava u Kantonu Sarajevo sa aspekta njihovog utjecaja na javne finansije, poslovno okruženje i životni standard“, Ekonomski institut Sarajevo, Sarajevo, januar 2017.

**Tabela 3. Dinamika prihoda/rashoda i struktura budžeta KS u periodu 2010-2020. godina**

	2010.	2011.	2012.	2013.	2014.	2015.	2016.	2017.	2018.	2019.	2020.
Budžet KS*	585.185	597.018	583.653	568.561	602.767	652.283	679.156	730.068	749.286	751.456	756.300
Prihodi od poreza**	515.908	516.679	508.235	487.850	518.247	567.368	580.769	633.571	653.742	657.354	661.194
Prihodi od indirektnih poreza**	324.592	368.828	353.447	329.621	346.060	378.538	376.736	387.705	402.428	402.428	402.428
Plate i naknade zaposlenih	246.464	248.109	268.058	268.360	275.530	278.456	275.570	284.736	286.214	285.808	285.808
Izdaci za materijal i usluge	55.120	53.296	59.346	52.052	48.891	50.455	55.049	57.471	57.684	57.111	57.111
Ukupni tekući izdaci	301.584	301.405	327.404	320.412	324.421	328.911	330.619	342.206	343.898	342.920	342.920
Tekući transferi	300.444	272.529	297.493	255.726	222.738	250.136	232.135	247.387	233.854	241.667	241.667
Kapitalni transferi i izdaci	61.441	54.900	59.671	37.640	54.814	50.131	80.814	170.065	131.436	113.821	118.142
Otplate dugova	876	11.998	12.350	15.492	13.920	26.458	34.668	37.708	37.422	28.770	27.418
Otplate dugova + rashodi finansiranja	3.339	14.976	15.769	18.904	17.627	31.547	39.861	42.441	42.569	32.607	30.459

**PROCENTURALNO UČEŠĆE U BUDŽETU KS**

Prihodi od poreza**	88,2	86,5	87,1	85,8	86,0	87,0	85,5	86,8	87,2	87,5	87,4
Prihodi od indirektnih poreza***	55,5	61,8	60,6	58,0	57,4	58,0	55,5	53,1	53,7	53,6	53,2
Plate i naknade zaposlenih	42,1	41,6	45,9	47,2	45,7	42,7	40,6	39,0	38,2	38,0	37,8
Izdaci za materijal i usluge	9,4	8,9	10,2	9,2	8,1	7,7	8,1	7,9	7,7	7,6	7,6
Ukupni tekući izdaci	51,5	50,5	56,1	56,4	53,8	50,4	48,7	46,9	45,9	45,6	45,3
Tekući transferi	51,3	45,6	51,0	45,0	37,0	38,3	34,2	33,9	31,2	32,2	32,0
Kapitalni transferi i izdaci	10,5	9,2	10,2	6,6	9,1	7,7	11,9	23,3	17,5	15,1	15,6
Otplate dugova	0,1	2,0	2,1	2,7	2,3	4,1	5,1	5,2	5,0	3,8	3,6
Otplate dugova + rashodi finansiranja	0,6	2,5	2,7	3,3	2,9	4,8	5,9	5,8	5,7	4,3	4,0
Indirektni porezi u ukupnim porezima	62,9	71,4	69,5	67,6	66,8	66,7	64,9	61,2	61,6	61,2	60,9

\* Prihodi i primici (bez primitaka od zaduživanja) umanjeni za indirektno poreze koji pripadaju jedinicama lokalne samouprave (za godine 2010.-2014.)

\*\* Umanjeni za indirektno poreze koji pripadaju jedinicama lokalne samouprave (za godine 2010.-2014.)

Izvor: Budžeti Kantona Sarajevo za različite godine i dokument okvirnog budžeta za KS za period 2018-2020. godina

*Neporezni prihodi* su prvo, snažno porasli u 2011. u odnosu na 2010. g. za 28,4% u odnosu na 2010. g. (sa 45,7 mil KM na 58,7 mil KM), te poslije uočljivog pada u 2012. g. na 54,9 mil KM, imali su blagi rast na 81,5 mil KM u 2017. g.

*Rashodi i njihovo efikasno upravljanje*, odnosno, plate i naknade troškova zaposlenih sa odgovarajućim davanjima, te izdaci za materijal i usluge, što zajedno čini ukupne tekuće izdatke, a zatim tekući transferi, kapitalni transferi i izdaci, te sredstva za otplate dugova; u usporedbi sa porastom prihoda budžeta KS pokazuju dugoročnu mogućnost izvršavanja analiziranih rashoda bez bitnog narušavanja strukturnih odnosa unutar budžeta u odnosu na potrebe za izvršavanjem pojedinih vrsta rashoda.

Za cijelo analizirano razdoblje 2010.-2020. g. porast prihoda je na nivou 29,24%, dok je porast rashoda za plate i naknade troškova zaposlenih sa pripadajućim davanjima 15,9%. Strukturno učešće ovih rashoda u odnosu na prihode budžeta KS je u 2010. g. iznosilo 42,1%, dok je u 2017. g. smanjeno na nivo od 39% sa planom daljeg smanjenja do 2020. g. na 37,8%.

Naredni rashod koji analiziramo su *izdaci za materijal i usluge*. Iako ovaj rashod nije ni približno obiman u poređenju s prethodnim, disciplinirano trošenje u ovoj oblasti je veoma značajno jer snažno utiče na percepciju javnosti o ponašanju vlasti u vezi sa trošenjem javnog novca. U posmatranom razdoblju se primjećuje pad udjela izdataka za materijal i usluge u ukupnim prihodima budžeta KS (sa 9,4% na 7,6%).

Porast prihoda u analiziranom razdoblju 2010.-2020. g. je na nivou 29,24%, dok je porast *ukupnih tekućih izdataka* 13,71%. Dakle, evidentno je u ovom segmentu javnih rashoda došlo do značajnog stabilizacionog djelovanja i mogućnosti preusmjeravanja sredstava prema javnim investicijama (i/ili zaduživanju) za potrebe Kantona Sarajevo. Ukupni tekući izdaci su, posmatrani kao udio u budžetu KS, smanjeni sa 51,5% na 45,3%.

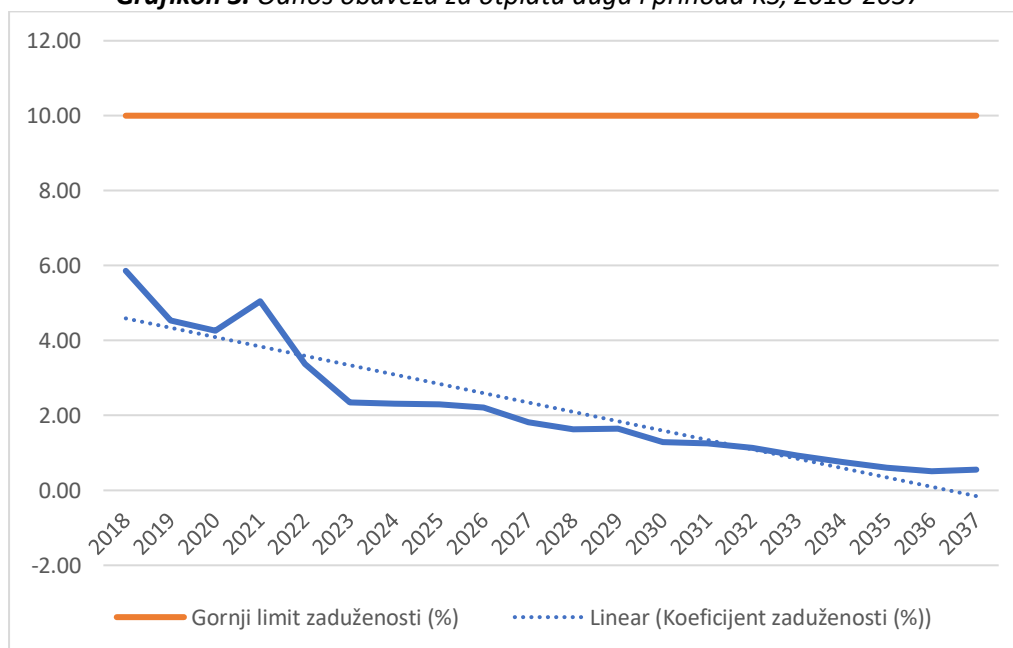
Posebno je smanjeno učešće tekućih trasfera u ukupnim prihodima KS. Oni su sa 51,3% u 2010. g. smanjeni na 33,9% u 2017. g. Očekuje se da će do 2020. g. učešće ove kategorije rashoda dodatno opasti (na 32%). Suprotno tome, *kapitalni transferi i izdaci* su u posmatranom razdoblju više nego udvostručeni. Ova snažna kvalitativna promjena je nastupila od 2016. g. Generalno, u cijelom periodu ovi rashodi su podložni cikličnim oscilacijama i radi toga se može reći da su u najneposrednijem odnosu sa tekućim transferima koji su imali sličan tok, ali sa određenim vremenskim pomacima.

*Sredstva za otplate dugova*, kao posljedica ranije uzetih kredita i pripadajućih kamata, eventualno i garancija koje je KS izdao na ime zaduživanja drugih subjekata (npr. javnih preduzeća, ustanova i sl.) koje su aktivirane, u odnosu prema ukupnim prihodima u budžetu Kantona Sarajevo pokazuju kontinuiran porast u razdoblju 2010-2016. g. kada dostižu nivo od 5,9%. Nakon toga slijedi stabilizacija ovog odnosa u periodu 2017-2018. g., sa projekcijom blagog smanjenja do 2020. g.

## 6. Projekcije kretanja duga KS

Kada se iznosi za servisiranje duga iz čl. 7 Zakona o dugu, zaduženju i garancijama iskažu na godišnjem nivou, iskažu kao gornji limiti zaduženosti, kao što je učinjeno na donjemgrafikonu, dobije se krivulja opadajućeg nagiba. Njenom usporedbom sa navedenim gornjim limitom (10% prihoda ostvarenih u prethodnoj godini) uočava se da KS nije u riziku nepoštivanja tog zakonskog ograničenja iznosa duga.

**Grafikon 3.** Odnos obaveza za otplatu duga i prihoda KS, 2018-2037



Izvor: Izračun autora na bazi podataka Ministarstva finansija KS

## 7. Troškovi i rizici portfolija duga KS

Finansijska i legislativna teorija i praksa u ovom segmentu nemaju kanonizirana pravila, indikatore i zakonitosti koje bi bile primjenjive za sve okolnosti, emitente i povjerioce. Međutim, u posljednja dvadesetljeća (čak i u turbulentnim finansijskim uslovima od 2008. do danas) iskristalisale su se najbolje prakse i principi odgovornog i efikasnog upravljanja rizicima koje su IMF i WB objedinile u formatu preporučenih uputstava za upravljanje javnim dugom.<sup>15</sup> Posljednja preporučena verzija (IMF, 2014) je klasifikovala ključne rizike vezane za upravljanje javnim dugom, koji sukoncizno elaborirani u nastavku, a zatim i u kontekstu potreba i okruženja KS, iz čega su, na koncu, proizašle i odgovarajuće smjernice za njihovo upravljanje.

<sup>15</sup>Na zahtjev ministara finansija i guvernera centralnih banaka zemalja članica G-20 sa sastanka u Moskvi 2013. g., IMF i WB su napravile reviziju prvobitnog *Vodiča za upravljanje javnim dugom* iz 2001. g.

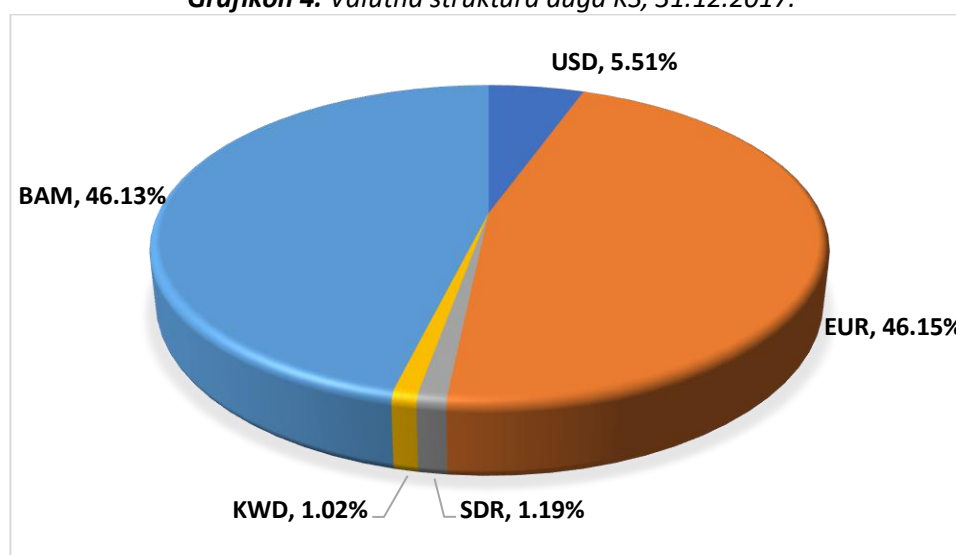
## 7.1. Okvir procjene i upravljanja rizicima javnog duga

Od osnovnih vrsta rizika svojstvenih portfeljima javnog duga<sup>16</sup>, identifikovani su, i u narednim sekcijama predstavljeni rizici koji direktno utječu na portfolio javnog duga KS u kratkom i srednjem roku. Polazna tačka za njihovu adekvatnu procjenu i efikasno upravljanje jest uvažavanje osnovne prirode odnosa rizika i prinosa na finansijskim tržištima, tj. da između rizika i troškova u portfoliju duga postoji inherentni trade-off efekat. Drugim riječima, strategija usmjerena na apsolutnu minimizaciju troškova uz zanemarivanje rizika, najčešće vodi ka instrumentima koji sa sobom nose visok stepen rizika. To, u kratkom roku, može dovesti da snižavanja troškovne dimenzije portfolija duga, ali u srednjem roku njegova održivost se time dovodi u pitanje, naročito nakon što tržišta prepoznaju takvu poziciju vlade i shodno prilagode zahtijevane povrate. Dakle, osnovni element strategije upravljanja javnim dugom mora biti postizanje najnižeg srednjoročnog i dugoročnog troška finansiranja uz preuzimanje razumnog stepena povezanih rizika. U tom kontekstu se za zemlje u razvoju, ili općenito za emitente koji nemaju uopšte, ili imaju ograničen pristup međunarodnim tržištima kapitala, uz nedovoljno razvijeno domaće tržište kapitala, preporučuje fokus na upravljanje rizikom refinansiranja (IMF, 2014). Stoga okvir procjene i upravljanja rizicima javnog duga KS sačinjavaju dvije osnovne dimenzije, valutnu i kamatnu strukturu duga.

## 7.2. Valutni rizik i struktura duga

Krajem 2017. g., u valutnoj strukturi duga KS dominiraju tri valute, EUR, BAM i USD sa preko 99% učešća u ukupnom dugu.

**Grafikon 4.** Valutna struktura duga KS, 31.12.2017.



Izvor: Ministarstvo finansija KS

<sup>16</sup> Prema spomenutoj klasifikaciji IMF-a: *a*) kamatni rizik i *b*) rizik deviznog kursa, *(ii)* rizik refinansiranja, *(iii)* rizik likvidnosti, *(iv)* kreditni rizik, te *(v)* operativni rizik.

Iz gornjeg grafikona koji predstavlja valutnu strukturu duga uočava se da je najveći dio duga u 2017. g. podjednako denominiran u eurima i KM (u udjelima od oko 46%). U ukupnom dugu procentualno učešće duga u američkim dolarima iznosi oko 5,5%. Najmanji dio duga denominiran je u SDR sa 1,2% i kuvajtskom dinaru (KWD) oko 1%. U mjeri u kojoj je kod emitenta duga viši udio duga u stranoj valuti, to je izloženost tog emitenta promjenama i šokovima na finansijskim tržištima veća, što utječe na porast valutnog rizika.

Obzirom na currency board aranžman kao okvir politike deviznog kursa u BiH, gdje je Konvertibilna marka (KM), kao zvanična valuta u BiH, vezana za Euro, njihovo učešće u ukupnom zaduženju možemo posmatrati kao zajedničku kategoriju. Njihov zajednički udio u dugu KS iznosi 92%, što predstavlja vrlo pozitivnu stranu valutne izloženosti javnog duga KS, obzirom da se obično za benchmark po ovoj stavci uzima visina udjela od 60%.

Najveći izvor potencijalnih negativnih posljedica kretanja deviznih kurseva jeste valuta USD koja nakon dekompozicije SDR-a, čini oko 1/20 kreditnog portfolija KS, te zatim u mnogo manjem obimu i ostale valute koje ulaze u strukturu SDR-a, i naravno Kuvajtski dinar.

Obzirom da sve obaveze denominirane u stranoj valuti u portfoliju javnog duga KS predstavljaju supsidijarno zaduženje,<sup>17</sup> KS ne može uticati na uslove kreditiranja niti poduzimati mjere zaštite od valutnog rizika, primjerice, dizajniranje i egzekuciju valutnih swap (zamjenskih) transakcija gdje bi se dolarske obaveze, po osnovu glavnice i kamata, konvertovale u euro obaveze po unaprijed fiksiranom kursu EUR/USD.

### **7.3. Karakteristike troškova i rizika portfolija duga**

Cjelokupan portfolio duga KS ima prosječnu ponderisanu kamatnu stopu od 2,28%. Naravno, zbog razlike u vrsti i strukturi kamatnih stopa, potrebno je posmatrati podatke po ključnim grupama izvora javnog duga KS.

Unutrašnji dug, sačinjen od: a) komercijalnih kredita i b) obveznica i ugovoren je u cijelosti sa fiksnom kamatnom stopom, nosi ponderisanu kamatnu stopu od 4,54% i značajno je viša u odnosu na nivo BiH i FBiH.<sup>18</sup> Po komponentama, krediti kod domaćih komercijalnih banaka nose ponderisanu kamatnu stopu od 5,33%, dok su sprovedene emisije obveznica KS ostvarile ponderisanu kamatnu stopu od 3,04%.

Upravo je nešto niža prosječna kamatna stopa kod emitovanih obveznica KS doprinijela snižavanju prosječne kamatne stope na unutrašnji dug. U tom smislu se emisije obveznica KS mogu smatrati elementom aktivnog upravljanja kamatnim rizikom i u narednom srednjoročnom periodu.

---

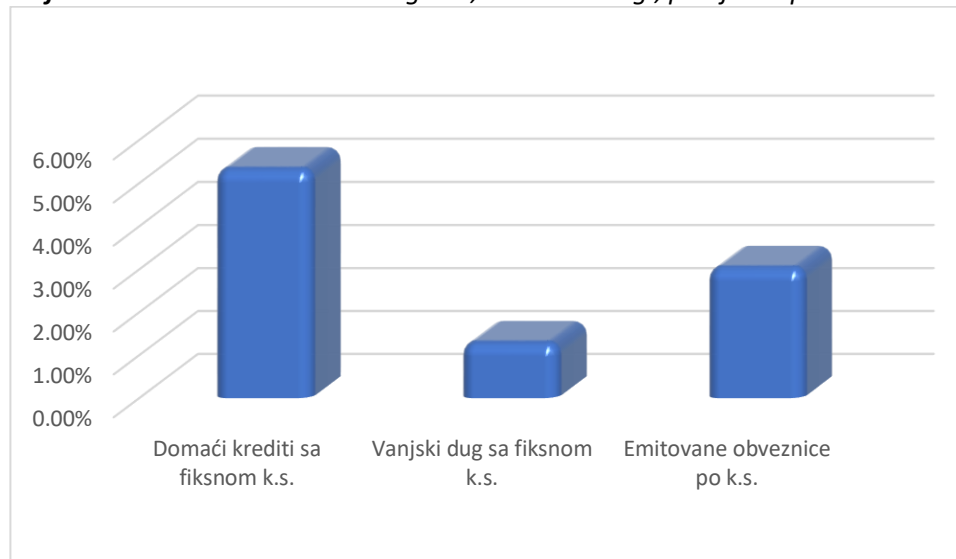
<sup>17</sup> Principalni dužnik koji je i ugovarač kredita je ustvari država BiH, dok KS snosi proporcionalni udio u kreditu.

<sup>18</sup> Na nivou BiH i FBiH prosječna k.s. na unutarnji dug iznosi 2,9% i 2,8%, redom.

Upoređivanje apsolutnih vrijednosti kamatnih stopa kod vanjskog zaduženja nema posebnog finansijskog značenja obzirom da se kod ino zaduženja uglavnom radi o koncesionim dugovanjima koja nisu povučena po tržišnim uslovima, tako da ne signaliziraju kreditnu sposobnost dužnika. Po komponentama vanjskog duga, ponderisana kamatna stopa se gotovo i ne razlikuje, gdje krediti sa fiksnom kamatnom stopom imaju ponderisanu kamatnu stopu od 1,29%.

Evidentno je da postojeća ino zaduženja trenutno ne nose značajan udio u prosječnoj ponderisanoj kamatnoj stopi cjelokupnog portfolija, ali su upravo ona suštinski izvor kamatnog rizika zbog svog varijabilnog karaktera.

**Grafikon 5.** Kamatna struktura duga KS, 31.12.2017. g., prosječne ponderisane k.s.



Izvor: Ministarstvo finansija KS

Kao što je vidljivo iz gornjeg grafikona najpovoljnija kamatna stopa je na ino kredite sa ugovorenom kamatnom stopom od 1,3%. Najmanje povoljna kamatna stopa je na domaće kredite sa ugovorenom fiksnom kamatnom stopom u iznosu 5,3%. U narednoj tabeli su dati pregledi indikatora troškova i rizika duga Kantona Sarajevo.

**Tabela 4.** Indikatori troškova i rizika duga KS na dan 31.12.2017. g.

Indikatori rizika		Vanjski dug	Unutrašnji dug	Ukupni dug
Iznos (u mil. KM)		108,59	70,20	178,79
Nominalni dug kao % BDP-a*		1,98	1,11	3,09
Troškoviduga	Ponderisanaprosječnak.s. (%)	1,01	4,54	2,28
Rizikrefinansiranja	ATM (godine)	8,01	2,35	5,98
	Dospijeće duga u 1 god (% ukup.)	7,39	12,6	19,97
Kamatnirizik	ATR (godine)			2,13
	Dug s fiksnom k.s (% ukup.)	51,5	100,0	58,3
Valutnirizik	Devizni dug (% ukupnogduga)	91,03	-	58,2

Izvor: Ministarstvo finansija KS i izračuni autora

\*Procjene na osnovu historijskih podataka



Udio duga u BDP KS iznosi, prema procjenama, nešto iznad 3% što reflektuje izuzetno nizak nivo zaduženja (npr. gotovo je 10 puta niži od omjera dug/BDP FBiH).

### 7.3.1. Rizik refinansiranja

Prosječno vrijeme dospijeca duga (ATM) je indikator koji je izračunat zasebno za domaći i vanjski dug, te za ukupni dug. Prema podacima iz naredne tabele rizik refinansiranja domaćeg duga je prilično izražen, što u kombinaciji sa profilom otplate duga oslikava snažan pritisak koji će servisiranje duga imati na fiskalnu poziciju KS u kratkom i srednjem roku (tj. u naredne 2-3 godine).

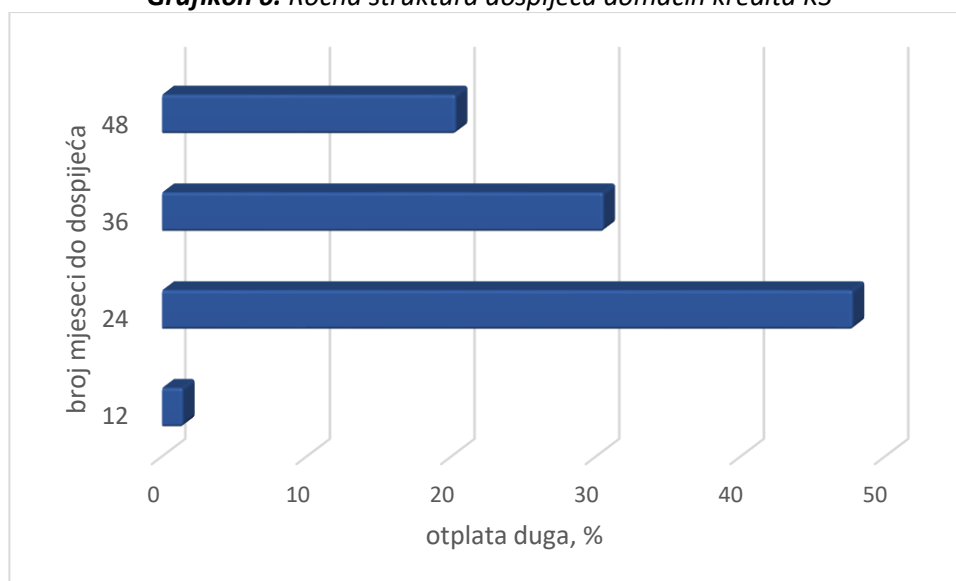
**Tabela 5. Prosječno vrijeme dospijeca ponderisanog duga (ATM) KS**

		Iznos (mil KM)	ATM (godine)
1	Domaći krediti	49,30	1,75
2	Obveznice	20,90	3,86
3=1+2	Unutrašnji dug	70,20	2,35
4	Ino krediti	108,59	8,01
5=3+4	Ukupno	178,79	5,98

Izvor: Ministarstvo finansija KS i izračuni autora

Iz gornje tabele je vidljivo da je prosječno vrijeme dospijeca inostranog duga, od 8,01 godina, 3,4 puta povoljnije u odnosu na domaći dug, od 2,35 godina (zbirno iskazani domaći krediti i obveznice). Prosječno vrijeme dospijeca ukupnog duga je 5,98 godine, gdje je prosječno vrijeme dospijeca duga kod obveznica povoljnije nego kod domaćih kredita.

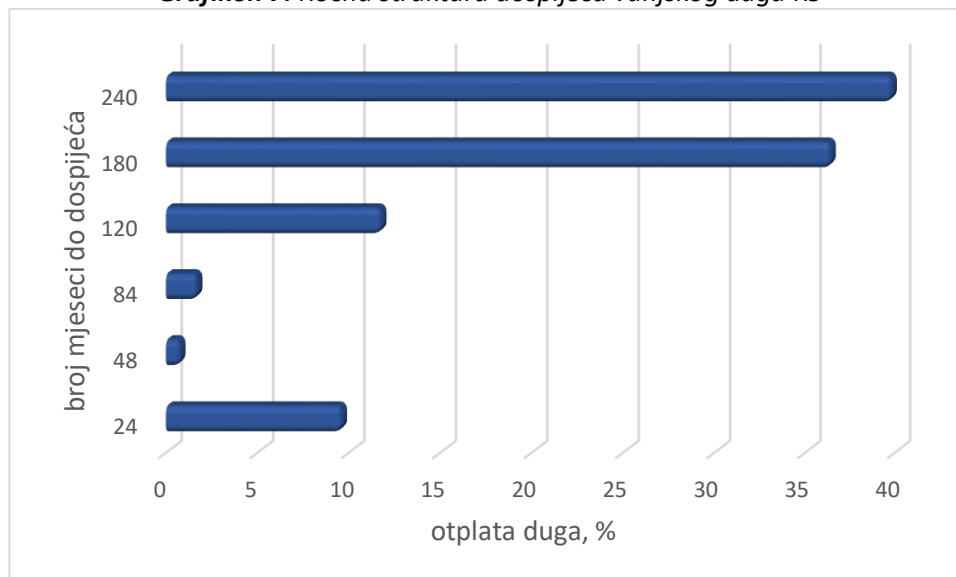
**Grafikon 6. Ročna struktura dospijeca domaćih kredita KS**



Izvor: Ministarstvo finansija KS

Gornji grafikon pokazuje da će gotovo polovina ukupnih domaćih kredita (oko 25 mil KM) dospjeti u naredne dvije godine. Do 2020. g. će dospjeti 4/5 domaćih kredita (oko 40 mil KM). U periodu do 30 mjeseci će dospjeti na naplatu oko 55% (11,5 mil KM) duga po emisiji obveznica, a preostalih 45% (9,4 mil KM) u periodu od 60 mjeseci.

**Grafikon 7. Ročna struktura dospeljeća vanjskog duga KS**



Izvor: Ministarstvo finansija KS

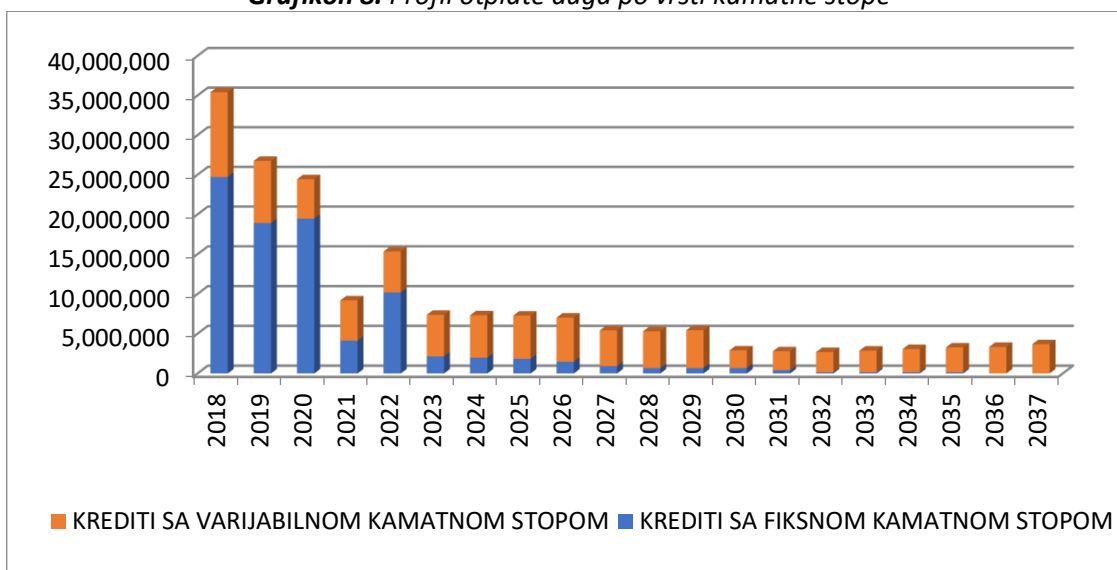
Gornji grafikon pokazuje da će u naredne dvije godine dospjeti manje od 10% ukupnih ino kredita (oko 10 mil KM), a da će u periodu od 10 do 20 godina dospjeti oko 88%, te vrste duga, ili preko 95 mil KM.

### 7.3.2. Rizik kamatne stope

Pregled kreditnog portfolija čini najbolju aproksimaciju za analizu kamatnog rizika KS. Iz narednog grafikona se uočava da se najveći pritisak po ovom osnovu može očekivati u naredne dvije godine, kada najveći dio dugovanja dolazi na naplatu što je u skladu sa projekcijama prosječnog vremena dospeljeća duga. Prosječno vrijeme refiksiranja kreditnog portfolija (ATR) je 2,13 godina što dodatno podcrtava zaključak o izazovnosti servisiranja duga u naredne dvije godine. Također se vidi da u narednih 20 godina stavke kredita sa varijabilnom kamatnom stopom dominiraju u strukturi duga, što naglašava potencijalne negativne efekte ovog rizika. Omjer fiksnih naspram varijabilnih kreditnih obaveza KS, na kraju 2017. g., iznosi 48:52 što svakako predstavlja jedan od prioriteta restrukturiranja ključnih elemenata javnog duga KS, naravno u pravcu povećanja udjela fiksnih obaveza. Udio duga emitovanog po fiksnoj k.s. će se mijenjati (povećavati) u skladu sa novim zaduženjima za implementaciju kapitalnih projekata u srednjem roku što će dovesti do posljedičnog smanjivanja kamatnog rizika. U kontekstu refiksiranja po kategorijama fiksnih naspram varijabilnih kreditnih zaduženja, u narednoj godini na naplatu dospeljeva 27,78% od ukupnog

fiksnog kreditnog duga naspram 11,63% varijabilnog dijela. U dugom roku ovaj se odnos, prema postojećim projekcijama,<sup>19</sup> mijenja na način predstavljen nasljeđućem grafikonu.

**Grafikon 8. Profil otplate duga po vrsti kamatne stope**



Izvor: Ministarstvo finansija KS

Na osnovu gornjeg grafikona je vidljivo da projekcija otplate duga KS ima pojačani godišnji teret otplata do 2022. g. U razdoblju 2018.-2020. g. prosječna godišnja otplata duga KS iznosi manje od 30 mil KM.

### 7.3.3. Politički rizik

Politički rizik kao komponentu ukupnog rizika duga KS djelimično je analiziran u kontekstu njegove kvantifikacije u vidu kreditnog rejtinga. Argumentacija za takav izbor se bazira na činjenici da u slučaju BiH i KS, kao tranzicionim ekonomijama i post-konfliktnom društvu, politički rizik je naglašen i nosi izražen ponder u ocjeni kreditnog rejtinga. U osnovi, on zavisi od odnosa zakonodavne, izvršne i sudske vlasti, te sindikata, ali i odnosa između zajedničkih organa BiH, institucija entiteta i kantona.

U tom kontekstu, možda i najvažniji segment političkog rizika koji se preljeva na fiskalni okvir KS, a time i javnog duga KS, jeste postojeći sistem raspodjele javnih prihoda, te moguće promjene u njegovom dizajnu koje bi potencijalno bile štetne po položaj KS u njemu.

Dosadašnja praksa servisiranja kreditnih obaveza krajnjih korisnika daje za pravo procjenama o niskoj vjerovatnoći scenarija u kojima bi KS morao na sebe preuzeti njihovo

<sup>19</sup>Ova projekcija ne sadrži buduća zaduženja na domaćem tržištu po fiksnoj k.s. koja će se, vrlo izvjesno, događati po pitanju realizacije programa kapitalnih investicija. Shodno tome će se mijenjati omjer duga sa fiksnom i varijabilnom k.s., a time i umanjivati kamatni rizik.

vraćanje. Stoga podaci iz vanbilansne evidencije nisu ušli u modeliranje strategije upravljanja javnim dugom KS.

## 8. Testovi osjetljivosti kretanja duga Kantona Sarajevo

Testovi osjetljivosti u slučaju portfolija KS se odnose na promjene u pogledu ukupne visine zaduženja ili nekih njegovih komponenti uslijed promjene varijabilnih tržišnih faktora duga (kamatna stopa i devizni kursevi).

U strukturi duga KS deset kredita ima varijabilne elemente što čini oko jedne trećine ukupnog portfolija. Od toga četiri imaju varijabilnu kamatnu stopu, ali su denominirani u eurima što ih zbog currency board aranžmana isključuje iz razmatranja valutne osjetljivosti. Preostalih šest kredita imaju valutnu obavezu u stranoj valuti ali sa fiksnom kamatnom stopom, od čega su četiri denominirana u američkim dolarima USD, jedan u SDR, te jedan u kuvajtskom dinaru.

Obzirom na prirodu supsidijarnog kreditnog zaduženja između FBiH i KS, gdje principalni dužnik, odnosno FBiH, preuzima valutni i kamatni rizik, to u osnovi znači da se time potpuno gubi element varijabilnosti, odnosno da dug KS nema rizika od promjene varijabilnih tržišnih faktora. Ipak, sa ciljem baznog projiciranja, analiziran je scenarij promjene varijabilnih kamatnih stopa za jedan procentni poen, pri čemu je scenarij njihovog povećanja ocijenjen kao izvjesniji u narednom periodu.

Akumulativni efekat povećanja varijabilne margine kao elementa fluktuirajuće kamatne stope<sup>20</sup>se ogleda u 47% povećanja ukupnih kamatnih obaveza sa 8.513.953,90 EUR na 12.525.527,55 EUR<sup>21</sup>. Razloge ovakvog povećanja, pored samog strukturiranja KS u izvornom kreditnom odnosu, treba tražiti i u činjenici da ova tri kredita čine skoro jednu četvrtinu ukupne glavnice, tačnije 23%. S druge strane, treba imati u vidu da se promjena odnosi na ukupne kamatne obaveze i ukupni otplatni profil, tj. da se teret odnosi na vremenski period od 17 godina, što ostavlja određenu fleksibilnost za njegovu amortizaciju po godinama.

Obzirom da krediti denominirani u USD dominiraju i po broju i prema vrijednosti, te da smo u analizi valutne strukture dekomponovali SDR poziciju na njene sastavnice od kojih USD čini najvažniju stavku, fokus će biti na odnosu EUR/USD. Uz pretpostavku revalorizacije/devalorizacije od 15%, neto razlike na kreditne obaveze po ovim kreditama iznose 757.537,78 EUR, što

---

<sup>20</sup> Ovdje treba naglasiti da u skladu sa smjernicama WB u ovoj fazi razvijenosti MTDS alata u analizu nije ulazila komponenta referentne k.s., te su ove pozicije praktično podcijenjene, a što je očekivano i prihvatljivo u prvoj fazi.

<sup>21</sup> Ukoliko bi KS bio primoran da snosi ovaj rizik, to bi naglasilo neuravnoteženost portfolija na koju KS ne može uticati bilo kakvim proaktivnim mjerama u srednjem roku i otvorilo bi pitanje održivosti javnog duga u slučaju značajnijih promjena kamatnih stopa na svjetskom tržištu.

reflektuje izvrsnu valutnu strukturu, u smislu rizika, portfolija duga KS, odnosno skroman iznos sa kojim dolarska komponenta učestvuje u ukupnoj kreditnoj obavezi, tačnije oko 5%.

Puna implementacija kapaciteta MTDS analitičkog alata u upravljanju javnim dugom KS bi trebala u mnogome olakšati i podići nivo pouzdanosti pri izradi svih budućih simulacijskih scenarija, naravno i testova osjetljivosti. Time bi se značajno unaprijedio kvalitet informacija za donošenje odluka u upravljanju javnim dugom i općenito poboljšao stepen pouzdanosti i transparentnosti javnih finansija KS.

## 9. Izvori finansiranja

U razdoblju 2018.-2020. g. raspoloživi izvori finansiranja za KS procjenjuju se u iznosu od preko 110 mil KM. Sačinjeni su od vanjskih izvora, i to ugovorenih nepovučenih kreditnih sredstava (11,3 mil KM) i potencijalnih kredita (79,2 mil KM), te domaćih izvora finansiranja koji se odnose na planirane emisije obveznica (19,7 mil KM).

### 9.1. Vanjski izvori finansiranja

KS se može zadužiti na osnovu vanjskog duga u skladu sa čl. 37. Zakona o dugu, zaduženju i garancijama u FBiH u kojem je propisana prethodna saglasnost Parlamenta FBiH i Parlamentarne Skupštine BiH. Nadalje, u čl. 38 određena je svrha, a u čl. 40 procedura vanjskog zaduživanja.

**Tabela 6.** Ugovorena nepovučena kreditna sredstva, na dan 31.12.2017.

R.br.	Kreditor	Projekat	Iznos (000KM)	Kamatna Stopa	Grace period	Rok otplate	Valuta
1	WB-IDA	Energ. efikasnost u BiH 2017.g.	1.607	Fiksna	3	10	KM
2	EBRD	Izgradnja saobraćajnica	9.725	Varijabilna	-	10	EUR
	<b>Ukupno</b>		<b>11.333</b>				

Izvor: Ministarstvo finansija KS.

Gornja tabela predstavlja ukupna ugovorena, a neangažovana, kreditna sredstva za KS, na dan 31.12.2017. g. Riječ je o finansijskim sredstvima kojima se finansiraju infrastrukturni projekti. Sredstva iz navedenih kredita su koncesione prirode (sa grant periodom), iznose 11,3 mil KM i angažuju se razmjerno realizaciji projekata.

**Tabela 7. Potencijalni vanjski izvori finansiranja, na dan 31.12.2017.**

R.br.	Kreditor	Projekat	Planirani dug (000 KM)	Kamatna stopa	Grace period	Rok otplate	Valuta
1	EBRD	Projekat vodovod Sarajevo	48.895	Varijab.	3	15	EUR
2	WB-IDA	Energ. efikasnost u BiH 2018. g.	1.000	Fiksna	3	10	KM
3	EBRD	Projekat izgradnje grad. saobraćajn. I transferzala dionica II	29.337	Uslovi nisu utvrđeni			
<b>Ukupno</b>			<b>79.233</b>				

Izvor: Ministarstvo finansija KS

Finansijska sredstva iskazana u gornjoj tabeli, u iznosu od 79,2 mil KM, predstavljaju potencijalne vanjske izvore finansiranja infrastrukturnih projekata. Za "Projekat vodovod Sarajevo" nakon okončanja zakonske procedure se očekuje proglašenje efektivnosti finansijskih sredstava u 2018. g. Projekat energetske efikasnosti u BiH se odnosi na objekte iz sektora obrazovanja za koje se u 2018. g. očekuje potpisivanje podugovora, nakon što je Skupština KS, utvrđivanjem budžeta za 2018. g. omogućila kreditno zaduženje. Za projekat izgradnje gradskih saobraćajnica je poslana inicijativa za kreditno zaduženje prema FBiH, u skladu sa procedurom zaduživanja.

Prema tome, ukupna finansijska sredstva iz vanjskih izvora finansiranja za KS na datum 31.12.2017. g. se procjenjuju na 90,5 mil KM, od čega je za oko 12,5% već sklopljen ugovor.

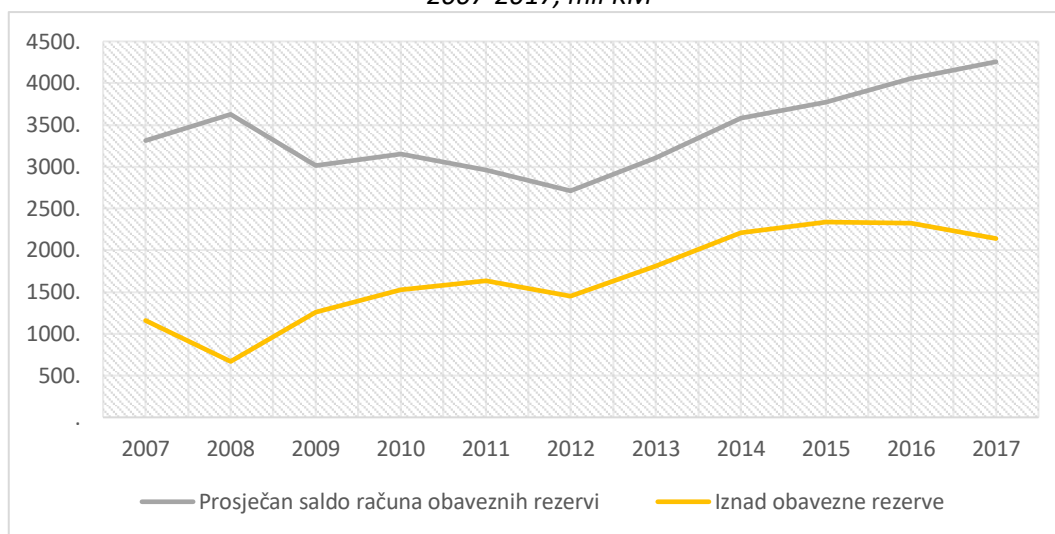
## 9.2. Domaći izvori finansiranja

Potencijalna finansijska sredstva iz domaćih izvora finansiranja za razdoblje 2018-2020. g. se nalaze, u najvećoj mjeri, kod osiguravajućih društava, komercijalnih banaka i društava za upravljanje investicijskim fondovima, koji su ulagači u vrijednosne papire KS, te fizičkih lica i privrednih subjekata kao potencijalnih budućih investitora. Strateško opredjeljenje MF je da se nedostajuća finansijska sredstva u razdoblju 2018.-2020. g. iz domaćih izvora finansiranja osiguraju putem domaćeg tržišta vrijednosnih papira. U 2018. g. je planirano zaduženje za kapitalne projekte u iznosu od 19,7 mil KM putem emisije obveznica ročnosti 4 do 5 godina.

Naredni grafikon daje prikaz salda obaveznih rezervi koje komercijalne banke drže kod CBBiH. Vidljivo je da konstantno postoji značajan višak likvidnosti, mjereno razlikom između nivoa obaveznih rezervi i salda računa obaveznih rezervi. Taj višak u desetogodišnjem razdoblju 2007-2017. g. iznosi, prosječno, 1.6 mlrd KM na godišnjem nivou.<sup>22</sup>

<sup>22</sup>Od polovine 2016. g. odlukom CBBiH na iznos sredstava obavezne rezerve CBBiH ne obračunava naknadu dok na iznos sredstava iznad obavezne rezerve CBBiH obračunava naknadu po stopi u omjeru 50% stope koju primjenjuje Evropska centralna banka.

**Grafikon 9. Pregled stanja salda obaveznih rezervi komercijalnih banaka kod CB BiH, 2007-2017, mil KM**

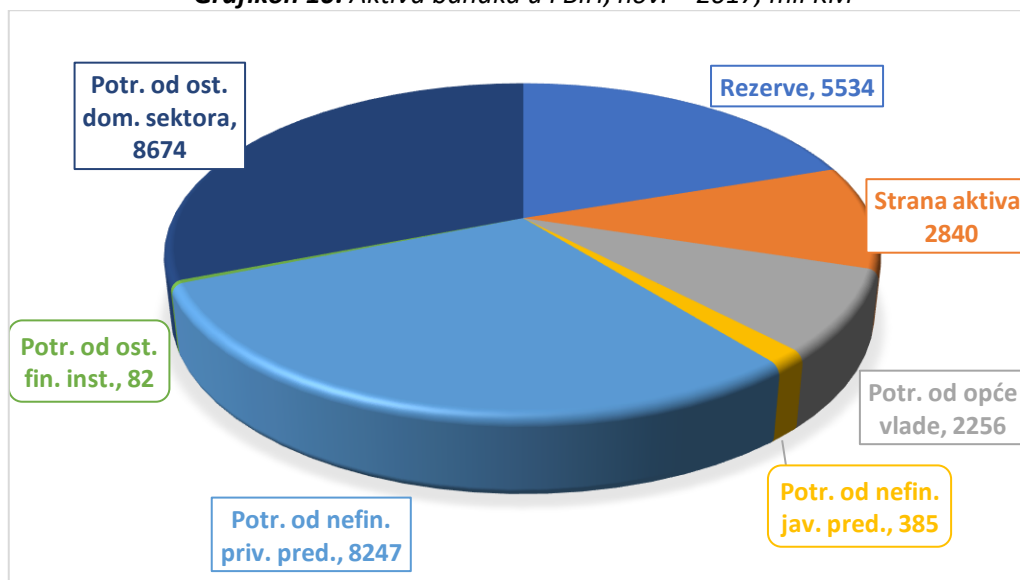


Izvor: Centralna Banka BiH.

Napomena: podaci za 2017. g. se odnose na period od 11 mjeseci.

Sve banke imaju limite izloženosti prema sektoru opće vlade što u narednom razdoblju može uticati na njihove odluke o ulaganju u vrijednosne papire KS. Aktiva banaka u FBiH u novembru 2017. g. iznosila je više od 28 mlrd KM, od kojih se više od 60%, u gotovo jednakim omjerima, odnosi na potraživanja od ostalih domaćih sektora i potraživanja od nefinansijskih privatnih preduzeća, dok se gotovo 20% odnosi na rezerve.

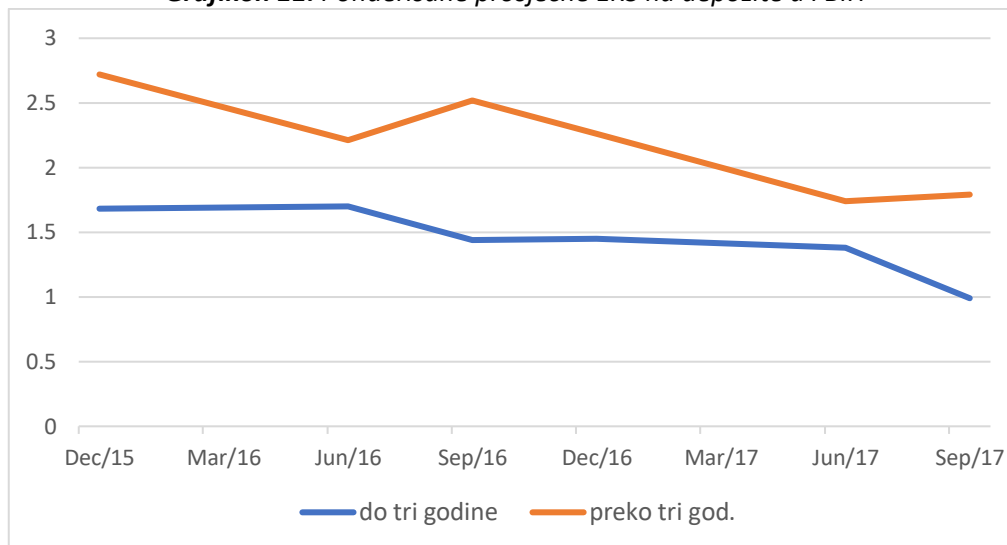
**Grafikon 10. Aktiva banaka u FBiH, nov. – 2017, mil KM**



Izvor: Centralna Banka BiH

Ponderisana EKS na dugoročne depozite do tri godine u FBiH iznosila je 0,99% u septembru 2017. g. što je za 0,39 postotnih bodova manje u odnosu na EKS sredinom 2017. g., dok je ponderisana EKS na dugoročne depozite preko tri godine porasla za 0,05 postotnih bodova, sa 1,74% u junu na 1,79% u septembru 2017. g.

**Grafikon 11. Ponderisane prosječne EKS na depozite u FBiH**



Izvor: Agencija za bankarstvo FBiH

## 10. Ciljevi i smjernice upravljanja dugom KS, 2018.-2020. g.

Osnovni cilj strategije upravljanja javnim dugom KS u naznačenom periodu je *održavanje izuzetno niskog stepena zaduženosti KS u odnosu na BDP (3,09%)*. To predstavlja ambivalentan zadatak: a) eksplicitno, zadržavanje postojećeg nivoa i dinamike zaduženja nosi visok stepen vjerovatnoće zbog izrazito niske bazne pozicije, ali i zbog postojećih zakonskih i tržišnih ograničenja novog zaduživanja, te prirode vođenja fiskalne politike KS koja je imala konsolidirajući karakter; b) implicitno, postoji bojazan od *Snowball Effectu* smislu javnog duga (efekat grudve snijega) koji proizlazi iz razlike troškova finansiranja KS i stopa rasta BDP-a. Naime, pozitivna razlika u nivou kamatnih stopa stavki kredita u odnosu na stopu rasta BDP-a može biti značajan izvor povećanja nivoa javnog duga. U proteklom periodu, tržišne kamatne stope su bile više od stope rasta BDP-a KS. Kako je prethodni period obilježen historijskim minimumima kamatnih stopa, u narednom periodu može se očekivati njihovo postepeno povećanje tj. povećanje pritiska na razliku između njih i stope rasta BDP-a. S druge strane, izvjesno je da postoje preduslovi da, nakon krize iz 2008. g. i pratećih godina, i BDP KS raste bržom dinamikom što bi imalo upravo sterilizirajući efekat, tj. pozitivno bi se odrazilo na moguću razliku.

U tom pravcu aktivnog upravljanja ovim segmentom portfolija javnog duga, MF KS je poduzelo dva važna koraka:

- i) uvođenje MTDS sistema za vođenje i upravljanje javnim dugom u čijim će narednim fazama, tačnije uvođenjem Debt Sustainability Framework sistema biti moguće mnogo preciznije kvantificirati snowball effect spread, te



- ii) diverzificiranje instrumenata duga i izvora, gdje se pored komercijalnih banaka kao kreditori pojavljuju i osiguravateljska društva i društva za upravljanje fondovima, dok se je kroz emisiju obveznica ostvarila značajno niža kamatna stopa od prosječne na domaće komercijalne kredite

Drugi osnovni cilj jeste puno profiliranje upravljanja javnim dugom kao *kontinuiranog i sistematski aktivno vođenog procesa*. Naravno, u tom smislu javni dug je jedan od instrumenata fiskalne politike i tako ga se treba analizirati i upotrebljavati, dakle u skladu sa budžetskom dinamikom i fiskalnim potrebama, ali ne zanemarujući njegove karakteristike i potencijal da autonomno unaprijedi stanje javnih finansija.

U tom pogledu preduzete su dvije grupe važnih aktivnosti:

- i) Izrada i usvajanje strategije upravljanja javnim dugom u periodu 2018.-2020. g. što predstavlja bitno strateško opredjeljenje na nivou kantona u FBiH
- ii) Analiza i adresiranje operativnog rizika javnog duga KS. Riječ je o osoblju, procedurama, evidenciji, analizama, kontrolama, pravnoj zaštiti i ostalim institucionalnim kapacitetima pri upravljanju javnim dugom. Konkretno, u KS javnim dugom upravlja Ministarstvo finansija kroz poseban sektor, pa se u tom pogledu i alocira operativni rizik.

Pored redovnih internih revizija i audita Ureda za kvalitet Vlade KS, te ISO standarda, u narednom periodu fokus će biti na otvaranju što većeg prostora za nezavisno djelovanje ovog sektora. Time se želi unaprijediti balans u donošenju svih fiskalnih odluka u vezi sa javnim dugom, te sa investitorima iskomunicirati opredjeljenje za potpunu profesionalizaciju upravljanja javnim dugom i transparentnost povezanih procesa

Među najvažnijim koracima u upravljanju operativnim rizikom jesu:

- i) Uvođenje MTDS sistema evidencije u upravljanja javnim dugom, koje je MF KS započelo u 2017. g. dok se u 2018. g. očekuje okončanje i potpuna funkcionalnost analitičkog MTDS alata.
- ii) Zaokruženje evidencijskog i analitičkog okvira javnih finansija KS sa instaliranjem DSF (Debt Sustainability Framework) sistema.

*U pogledu strukture rizika i troškova javnog duga KS osnovne preporuke u periodu 2018.-2020. g.su:*

- i) *Diverzificiranje instrumenata duga*. To u kratkom roku znači nastavak emitovanja serija obveznica i potencijalno širenje u njihovoj strukturi i upisnicima<sup>23</sup>, te pripremu za

---

<sup>23</sup>Kroz dosadašnje emisije već je proširen spektar investitora kako je već ranije i navedeno, te se pored bankarskog sektora pojavljuju i osiguravajuća društva i društva za upravljanje fondovima.

izlazak na međunarodno tržište. Obzirom da postojeći zakonski okvir nudi ovu mogućnost, najvažniji korak u ovom pravcu biće opisano pitanje dobijanja zasebnog kreditnog rejtinga čime bi se stekli osnovni preduslovi za obraćanje inostranim investitorima. U srednjem, a naročito dugom roku ovo predstavlja ključni strateški cilj za upravljanje dugom KS čime bi se otvorila mogućnost za geografsku, strukturnu i ročnu diverzifikaciju neuporedivo većeg intenziteta i obima u odnosu na trenutne uslove.

- ii) Pri narednom zaduživanju je potrebno nastojati *poboljšati ročnu strukturu direktnih zaduženja* koja je trenutno izraženo kratkoročna. Pritom bi prvi target bio udvostručenje postojećeg prosječnog vremena dospelosti na 5 godina, a zatim ciljanje njegove dvocifrene vrijednosti.

*U pogledu valutne strukture* osnovni cilj je zadržati postojeći profil, gdje KS praktično i nema izloženosti negativnim promjenama na međunarodnim deviznim tržištima. Sa realizacijom prethodnog koraka, tj. izlaska na međunarodno tržište ovaj segment bi mogao postati vrlo atraktivan segment u strategiji upravljanja javnim dugom. Time bi se otvorio prostor snižavanju troškova javnog duga uz preuzimanje prihvatljivog nivoa rizika i njegovim upravljanjem kroz valutne swap aranžmane. Prilikom novih zaduženja birati zaduženjau KM ili EUR.

*U pogledu kamatne stope* kod novih zaduženja preferirati fiksnu k.s. i duže vremenske rokove otplate duga.

## Zaključak

Uzimanjem u obzir smjernica iskazanih u ovoj strategiji održivost ukupnog javnog duga u KS će se značajno unaprijediti. Uz umanjena postojećih rizika i troškova finansiranja javnog duga u skladu sa navedenim preporukama omogućit će se vođenje optimalne fiskalne politike koja pogoduje ekonomskom rastu u KS.

Dalja racionalizacija tekućih izdataka i tekućih transfera dovest će do novih oslobađanja finansijskih sredstava iz ubranih prihoda i stvaranja pretpostavki za snažan porast kapitalnih transfera. Na ovaj način se povećava kapacitet budžeta KS za eventualno buduće zaduživanje sa ciljem pokretanja investicija, odnosno bržeg privrednog i opšteg društvenog razvoja.

Na kraju, potrebno je razmotriti poduzimanje aktivnosti za dodjelu sub-nacionalnog kreditnog rejtinga KS, posebno u svjetlu pripreme za investicioni zamah u oblasti infrastrukturnih projekata KS kao što su vodosnabdijevanje, saobraćaj, cestogradnja, zaštita okoliša, itd.

## Bibliografija

- Bajo, A. P. (2012). Strategije i ciljevi upravljanja javnim dugom. Riznica(3), 45-56.
- Ekonomski institut Sarajevo, (2016). Procjena pozicije Kantona Sarajevo u raspodjeli prihoda od indirektnih poreza u BiH. Sarajevo.  
[https://vlada.ks.gov.ba/sites/vlada.ks.gov.ba/files/procjena\\_pozicije\\_ks\\_u\\_raspodjeli\\_prihoda\\_od\\_indirektnih\\_poreza\\_u\\_bih\\_0.pdf](https://vlada.ks.gov.ba/sites/vlada.ks.gov.ba/files/procjena_pozicije_ks_u_raspodjeli_prihoda_od_indirektnih_poreza_u_bih_0.pdf)
- Federalno ministarstvo finansija, Federacija Bosne i Hercegovine. (februar 2017). Strategija upravljanja dugom, 2017-2019. Dohvaćeno iz  
<http://www.fmf.gov.ba/v2/userfiles/userfiles/file/2017/JP/Strategija%20upravljanja%20dugom%20FBiH%202017-2019.pdf>
- Liu, L. &. (2009). Subnational Credit Ratings: A Comparative Review. Policy Research Working Paper(5013), 1-44.
- Ministarstvo finansija, R. Hrvatska. (januar 2017). Strategija upravljanja javnim dugom za razdoblje 2017.-2019. Dohvaćeno iz <http://www.mfin.hr/hr/javni-dug-1>
- Ministarstvo finansija i trezora, Bosna i Hercegovina. (april 2017). Srednjoročna strategija upravljanja javnim dugom. Dohvaćeno iz  
[http://mft.gov.ba/bos/images/stories/javni\\_dug/informacije/Srednjorocna%20strategija%20Oupravljanja%20dugom%20BiH%20KONACNA%2028%2004%202017.pdf](http://mft.gov.ba/bos/images/stories/javni_dug/informacije/Srednjorocna%20strategija%20Oupravljanja%20dugom%20BiH%20KONACNA%2028%2004%202017.pdf)
- Ministarstvo finansija, R. Srbija. (n.d.). Strategija upravljanja javnim dugom od 2017. g. do 2019. g. Preuzeto Novembar 2017 iz <http://www.javnidug.gov.rs/lat/default.asp?P=26>
- Skupština Kantona Sarajevo. (1996). Ustav Kantona Sarajevo. Preuzeto 2017. g. iz <https://skupstina.ks.gov.ba/propisi>
- Zakon o dugu, zaduživanju i garancijama u Federaciji BiH. (2007/2009/2010/2016). ("Službene novine Federaciji BiH", br.: 86/07, 24/09, 44/10i 30/16)
- Zakon o trezoru u FBiH. (2016). ("Službene novine Federacije "BiH, broj26/16). Dohvaćeno iz <http://www.fbihvlada.gov.ba/bosanski/zakoni/2016/zakoni%20registar%202016.htm>
- Zakon o izvršavanju budžeta Kantona Sarajevo za 2018. g. Službene novine Kantona Sarajevo, br. 51/17.
- DOB Kantona Sarajevo za 2018.-2020. g. Preuzeto 2017. g. iz <https://www.mf.ks.gov.ba/preuzimanja/budzet-str.2/>

## Prilozi

### Prilog I – Sektor za zaduživanje, servisiranje duga i razvoj u MF KS

	Naziv radnog mjesta	Broj izvršilaca	Stručna sprema, uslovi
1	Pomoćnik ministra	1	VSS, 240 ECTS, 5 godina radnog staža u struci, stručni ispit, informatička osposobljenost
2	Stručni savjetnik za pravne poslove	1	VSS, 240 ECTS, 3 godine radnog staža u struci, stručni ispit, informatička osposobljenost
3	Stručni savjetnik za servisiranje duga	1	
4	Stručni savjetnik za zaduživanje i realizaciju investicionih projekata	1	
5	Stručni savjetnik za kreditiranje i praćenje kreditnih linija	1	
6	Stručni saradnik za razvojno planiranje i koordinaciju sredstava za razvoj*	1	VSS, 240 ECTS, 1 godina radnog staža u struci, stručni ispit, informatička osposobljenost
	<b>Ukupno</b>	<b>6</b>	

Izvor: Pravilnik o unutrašnjoj organizaciji MF KS. \* Procedura zaposlenja u toku.

### Prilog II – Dugoročni kreditni rejting zemalja u okruženju

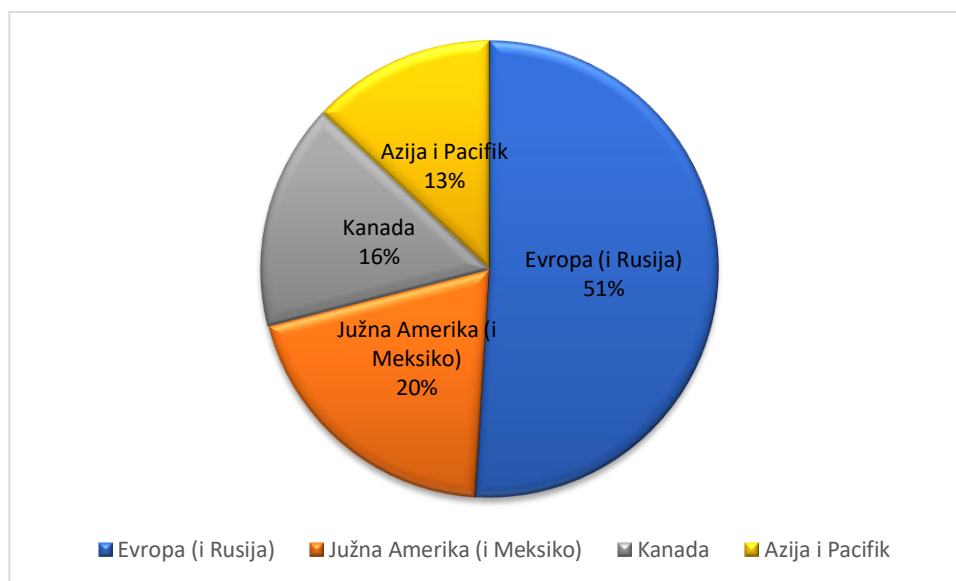
Država	Dugoročni rejting / izgled	
	Moody's Investors Service	Standard & Poor's
Albanija	B1 / Stabilan	B+ / Stabilan
Bosna i Hercegovina	B3 / Stabilan	B / Stabilan
Bugarska	Baa2 / Stabilan	BB+ / Pozitivan
Crna gora	B1 / Negativan	B+ / Negativan
Grčka	Caa2 / Pozitivan	B- / pozitivan
Hrvatska	Ba2 / Stabilan	BB / Stabilan
Mađarska	Baa3 / Stabilan	BB / Stabilan
Makedonija	-	BB- / Stabilan
Rumunija	Baa3 / Stabilan	BBB- / Stabilan
Slovenija	Baa1 / Stabilan	A+ / Stabilan
Srbija	Ba3 / Stabilan	BB- / Pozitivan

### Prilog III – Međunarodna metodologija za kreditni rejting sub-nacionalnihnivoa vlasti

	<b>Fitch</b>	<b>Moody's</b>	<b>Standard &amp; Poor's</b>
1	Institucionalni i administrativni	Operativno okruženje	Ekonomija
2	Ekonomski i socijalni profil	Institucionalni okvir koji određuje RLG moći i odgovornosti	Sistemska podrška i predvidljivost
3	Fiskalne i budžetske performanse	Finansijska pozicija i performanse	Sofisticiranost menadžmenta i institucionalni legitimitet
4	Dug, likvidnost i indirektni rizik	Profil duga	Finansijska fleksibilnost
5	Upravljanje	Upravljačke i prakse vlade	Budžetske performanse
6	-	Osnovni ekonomski pokazatelji	Upravljanje likvidnošću i dugom
7	-	-	Teret duga
8	-	-	Vanbilansne obaveze

Izvor: Liu, 2009, str. 42-44.

### Prilog IV – Globalni prikaz kreditnih rejtinga lokalnih i regionalnih vlada, S&P



Izvor: S&P.