

### III. СТРАТЕГИЈА УПРАВЉАЊА ЈАВНИМ ДУГОМ ОД 2021. ДО 2023. ГОДИНЕ

Према Закону о јавном дугу, као правном основу задуживања Републике Србије, јавни дуг чине све директне обавезе Републике по основу задуживања, као и гаранције издате од Републике за задуживање јавних предузећа и јединица локалне самоуправе, као и других правних лица. Република се може задуживати у домаћој и страниј валути, ради финансирања буџетског дефицита, дефицита текуће ликвидности, рефинансирања неизмиреног дуга, за финансирање инвестиционих пројеката, као и за извршавање обавеза по датим гаранцијама. Одредбама Закона о јавном дугу назначено је да јавни дуг представља безусловну и неопозиву обавезу Републике Србије у односу на отплату главнице, камате и осталих припадајућих трошкова.

За формулисање Стратегије за управљање јавним дугом коришћен је квантитативни приступ, идентификујући могућа ограничења кроз макро-економске показатеље, анализу трошкова и ризика и тржишних услова који утичу на управљање јавним дугом. У сврху анализе коришћени су инструменти финансирања доступни на домаћем и међународном финансијском тржишту. Стратегија управљања јавним дугом заснива се на принципима који дефинишу потребу за транспарентним и предвидивим процесом задуживања, уз перманентан развој тржишта државних хартија од вредности и прихватљив ниво изложености финансијским ризицима.

Анализирајући могуће стратегије задуживања, модел Светске банке MTDS указује да структура задуживања која се заснивала на хартијама од вредности емитованим у динарима и еврима представља најбољу опцију са аспекта трошкова (ризика). Стратегија задуживања Републике Србије која је примењивана у протеклих пет година и која се заснивала на комбинацији финансирања из тржишних извора највећим делом и делимично из концесионалних извора финансирања показала је да у ситуацијама када се могу обезбедити концесионални извори финансирања треба искористити та средства, јер се на тај начин смањују трошкови финансирања уз

прихватљив ризик, чиме се остварује основни циљ управљања јавним дугом. Ситуација на међународном и домаћем финансијском тржишту, успешна примена мера фискалне консолидације уз добру координацију фискалне и монетарне политике довела је до значајног пада трошкова задуживања на динарским и евро деноминираним хартијама од вредности у последњих неколико година и смањивања ризико премије за српске државне хартије од вредности на историјски минимум.

Фискална стратегија предвиђа смањење јавног дуга општег нивоа државе до краја 2023. године на ниво од 56,0% БДП, при чему се у складу са Смерницама управљања јавним дугом дефинисаним од стране Светске банке и ММФ, у оквиру Стратегије управљања јавним дугом врши стрес-сценарио анализа утицаја промене девизног курса домаће валуте у односу на валуте у којима је деноминован јавни дуг Републике Србије.

У последњих седам година учињен је значајан напредак у погледу повећања просечне рочности динарских државних хартија од вредности и смањења трошкова финансирања по основу овог вида задуживања, чиме је смањена изложеност ризику рефинансирања. Битно је напоменути да је у наведеном периоду просечна купонска стопа динарских државних хартија од вредности смањена са 12,4%, колико је износила на крају септембра 2012. године, на 4,8% на крају септембра 2020. године.

Стратегијом управљања јавним дугом се дефинишу основне мере за даљи наставак развоја динарског тржишта државних хартија од вредности. Развојем овог тржишта доћи ће до раста унутрашњег дуга и повећања његовог учешћа у укупном дугу, као и изложености јавног дуга према девизном ризику, што ће позитивно утицати на повећање кредитног рејтинга Републике Србије.

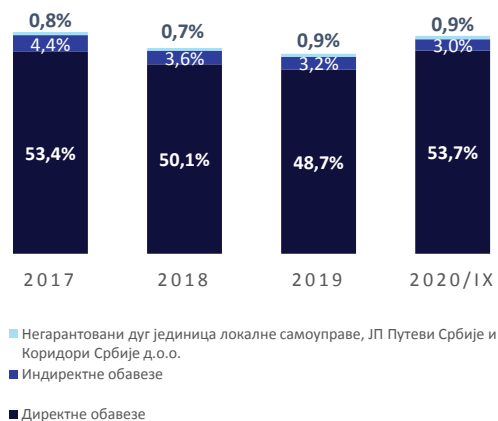
Република Србија се након неколико година одсуства 2019. године појавила као емитент на међународном финансијском тржишту са жељом да искористи повољне околности и велико

интересовање инвеститора и намером да скупљи доларски дуг замени јефтинијим дугом у еврима. Емитована је десетогодишња еврообвезница у еврима Србија 2029 вредности 1 млрд евра са купонском стопом од 1,5% и стопом приноса од 1,619%, а средства су искоришћена за превремени откуп доларских еврообвезница Србија 2020 и Србија 2021 у укупној вредности од 1,1 млрд америчких долара, чије су купонске стопе 4,875% и 7,25%. На реотварању наведене емисије еврообвезница, у новембру месецу 2019. године, Република Србије је продала додатних 550 милиона евра обвезница са приносом од 1,25 %, што је ниже за чак 37 базних поена у односу на иницијалну стопу приноса на обвезнице које су емитоване у јуну ове године, и уједно најнижи принос икада остварен на обвезнице Републике Србије емитоване на међународном финансијском тржишту, а средства су искоришћена за додатни превремени откуп доларске еврообвезнице Србија 2020. Република Србија је дана 7. маја 2020. године у циљу финансирања мера подршке привреди и грађанима за борбу против коронавируса, храбро изашла на међународно финансијско тржиште, међу првима у групи земаља чији је рејтинг одмах испод инвестиционог, изазвала велику пажњу инвеститора и успешно продала своју државну обвезницу деноминовану у еврима у укупном износу од 2,0 милијарде EUR са купонском стопом

3,125% која доспева 2027. године и која је листирана на Лондонској берзи.

На крају септембра 2020. године укупно стање јавног дуга општег нивоа државе износило је 3.175,5 млрд динара, односно 57,6% БДП. Од тога се на директне обавезе односило 2.962,5 млрд динара, на индиректне обавезе 165,7 млрд динара, док се 37,3 млрд динара односи на негарантовани дуг јединица локалне самоуправе и 10,0 млрд динара на негарантовани дуг ЈП „Путеви Србије” и предузећа Коридори Србије д.о.о.

#### Учешће јавног дуга општег нивоа државе у БДП,%



**Табела 22. Јавни дуг општег нивоа државе Републике Србије у периоду крај 2017–30. септембар 2020. године**

	2017	2018	2019	2020/IX
Јавни дуг (у млрд динара)	2.790,5	2.757,3	2.864,0	3.175,5
Јавни дуг (у мил. евра)	23.554,0	23.328,4	24.354,9	27.007,3
Јавни дуг (у мил. долара)	28.154,0	26.669,1	27.296,9	31.701,2

У првих девет месеци 2020. године, услед потребе да се финансирају мере подршке привреди и грађанима за борбу против пандемије изазване коронавирусом COVID-19, приметан је раст јавног дуга централног нивоа власти у валутама са највећим учешћем у јавном дугу, тј. у еврима и динарима. Услед задуживања на домаћем тржишту хартија од вредности које се током 2020. године доминантно обављало у динарима дошло је до раста јавног дуга у динарима од 138,3 млрд

динара. У еврима је дошло до раста од 1.961,7 мил. евра, услед емисије еврообвезнице Србија 2027. У фебруару 2020. године отплаћен је преостали износ од 210,3 мил. америчких долара еврообвезнице Србија 2020. Услед ове трансакције дошло је до даљег пада дуга деноминованог у америчким доларима у првих девет месеци 2020. године за 210,5 мил. америчких долара.

**Табела 23. Стање јавног дуга централног нивоа државе по оригиналним валутама у периоду крај 2017–30. септембар 2020. године, у милионима**

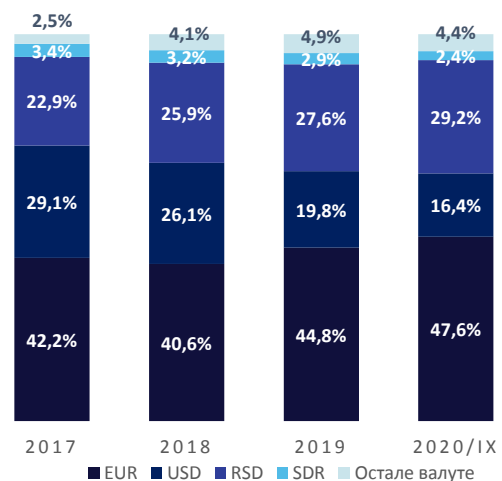
	2017	2018	2019	2020/IX
ЕУР	9.656,4	9.216,7	10.582,5	12.544,2
УСД	8.181,3	6.963,9	5.397,3	5.186,8
РСД	632.485,6	708.389,1	781.250,4	919.504,9
ЦХФ	129,6	120,7	110,5	92,0
Специјална права вучења	665,8	618,1	570,4	530,7
Друге валуте (у РСД)	56.843,9	100.910,4	128.958,8	129.347,9

У складу са тежњом да се смањи изложеност валутном ризику, продужи рочност и настави са развојем нових инструмената задуживања на домаћем финансијском тржишту, основни извор финансирања у периоду 2017–2020. године су емисије динарских хартија од вредности, што је утицало на повећање учешћа јавног дуга централног нивоа власти у динарима са 23,0% на крају 2017. године на 29,4% јавног дуга Републике Србије на крају септембра 2020. године, односно са 632,5 млрд динара колико је износио јавни дуг у динарима на крају 2017. године на 919,5 млрд динара на крају септембра 2020. године.

Према подацима од 30. септембра 2020. године, највећи део јавног дуга општег нивоа државе Републике Србије је и даље деноминован у еврима и износи 47,6%. Затим су највише заступљени динар са 29,2% и амерички долар са 16,4%. Остатак дуга је деноминован у специјалним правима вучења 2,4% и осталим валутама 4,4%. Током 2020. године дошло је до даљег смањења учешћа јавног дуга у доларима услед емисије нове еврообвезнице Србија 2027 у еврима на међународном финансијском тржишту за финансирање мера подршке привреди и грађанима за борбу против последица пандемије изазване коронавирусом COVID-19 и услед редовног доспећа преосталог износа еврообвезнице Србија 2020. Током 2019. године емитована је еврообвезница Србија 2029 и извршен превремени откупа доларских еврообвезница Србија 2020 у износу од 1,3 млрд америчких долара и Србија 2021 у износу од 400 мил. америчких долара. Ове трансакције су довеле до значајног раста учешћа јавног дуга у еврима у протекле две године, а са друге стране смањења доларског дуга и ризика изложености

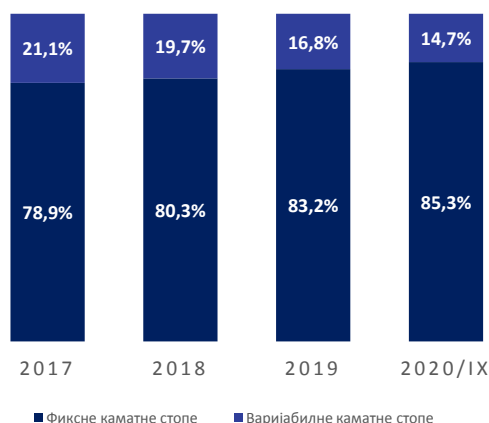
курсу долара, што је један од циљева дефинисаних овом стратегијом. Наведеним трансакцијама долази и до смањења трошкова задуживања због замене скупљег дуга јефтинијим, с обзиром да је купон нове еврообвезнице Србија 2029 емитоване у еврима износио 1,5%, док су купони превремено откупљених доларских еврообвезница 4,875% и 7,25%. Купон емитоване еврообвезнице Србија 2027 износи 3,125%. Такође, услед операција на домаћем тржишту хартија од вредности, дошло је до раста учешћа јавног дуга у динарима, те је начињен додатни помак у процесу динаризације. Из године у годину се повећава учешће емисија динарских државних хартија од вредности у складу са стратешки дефинисаним циљевима. Тако је њихово учешће у реализацији државних обвезница емитованих на домаћем тржишту током првих девет месеци 2020. године износило чак 85,0%.

**Валутна структура дуга општег нивоа државе у периоду од 2017. до 30. септембра 2020. године**



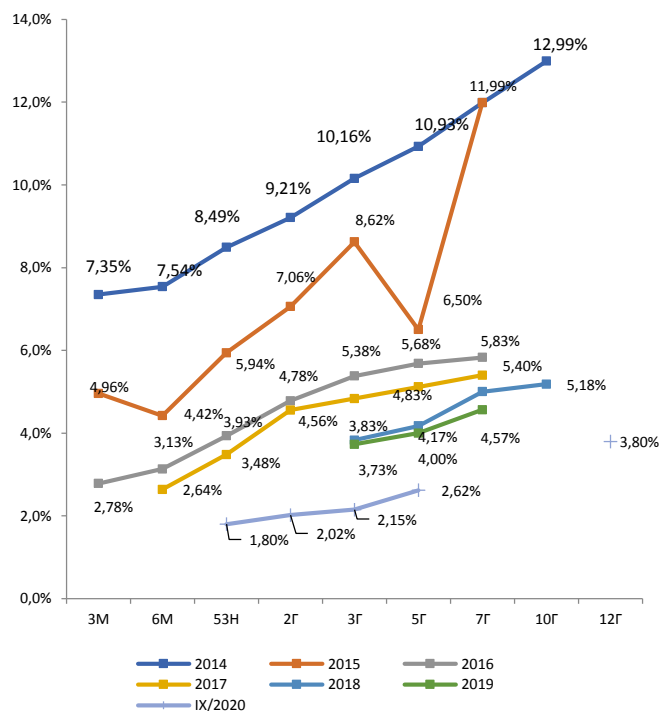
На дан 30. септембар 2020. године, највећи део јавног дуга општег нивоа државе Републике Србије је са фиксном каматном стопом – 85,3%, док се на јавни дуг са варијабилном каматном стопом односи 14,7% укупног јавног дуга. Међу варијабилним каматним стопама највише су заступљени EURIBOR и LIBOR на евро који чине 82,8%, затим варијабилна каматна стопа за специјална права вучења 11,7% и LIBOR на амерички долар 3,3%, док је учешће обавеза са осталим каматним стопама 2,1%.

### Структура каматних стопа дуга општег нивоа државе у периоду од 2017. до 30. септембра 2020. године, %

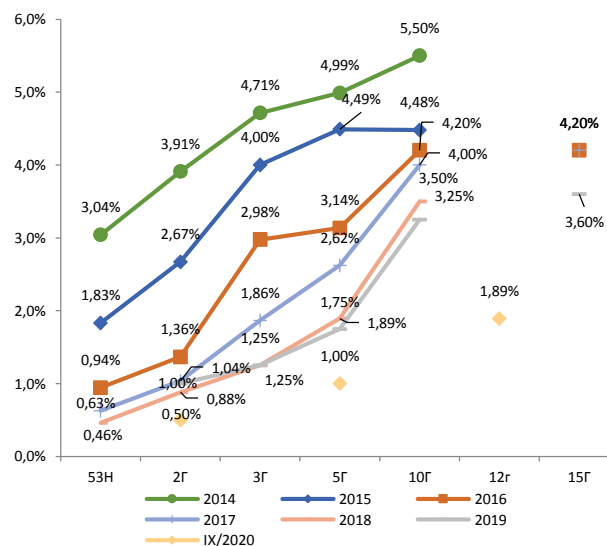


У последњих неколико година присутан је тренд пада трошкова задуживања, који је најизраженији код државних хартија од вредности емитованих на домаћем тржишту. Током 2019. и 2020. године дошло је до даљег пада трошкова задуживања Републике Србије по основу динарских и евро деноминираних хартија од вредности захваљујући расту кредитног рејтинга земље, односно смањењу премије ризика, ниској стопи инфлације и паду референтне каматне стопе НБС, која тренутно износи 1,25%, чиме је настављен тренд започет у последњем кварталу 2012. године. Током 2020. године, захваљујући оствареним резултатима међу којима је као један од најзначајнијих наведен управљање јавним дугом, и упркос пандемији изазваној коронавирусом COVID-19, све рејтинг агенције потврдиле су кредитни рејтинг Републике Србије са стабилним изгледима за даље повећање.

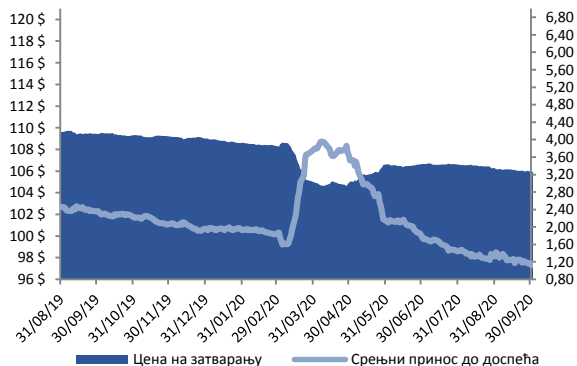
### Преглед кретања просечних извршних каматних стопа на динарске државне хартије од вредности у периоду 2014–30. септембар 2020. године



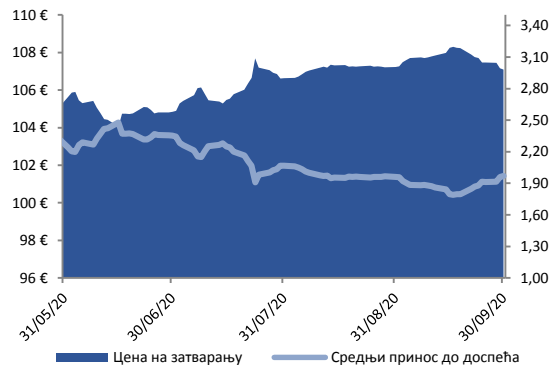
### Преглед кретања просечних извршних каматних стопа на евро деноминираних државних хартија од вредности у периоду 2014–30. септембар 2020. године



Преглед кретања цене и приноса на еврообвезницу Србија 2021



Преглед кретања цене и приноса на еврообвезницу Србија 2027



Преглед кретања цене и приноса на еврообвезницу Србија 2029



Табела 24. Пројекције отплате камата и главница до 2023. године (млрд динара)

	2020 п	2021 п	2022 п	2023 п
Главница	400,2	471,5	430,2	458,8
Камата	108,9	110,8	109,5	108,8
Укупно	509,1	582,3	539,7	567,6
У односу на јавни дуг на дан 30.9.2020. године	16,3%	18,6%	17,3%	18,1%

\* са планираним *buy-back* операцијама

Табела 25. Пројекције отплате камата и главница до 2023. године (% БДП)

	2020 п	2021 п	2022 п	2023 п
Главница	7,3%	7,9%	6,7%	6,7%
Камата	2,0%	1,9%	1,7%	1,6%
Укупно	9,2%	9,7%	8,4%	8,3%

Планирани износи за отплату камата и главница у 2020. години, на централном нивоу државе, укључују и средства за *buy-back* операције, тј. превремену отплату дуга, како би се скупљи дуг заменио јефтинијим.

### Пројекција стања јавног дуга општег нивоа државе у периоду 2020–2023. године

Имајући у виду пројектовани примарни резултат буџета Републике Србије за период 2020–2023.

године, укључујући и обим повлачења кредитних средстава за пројектно финансирање од буџетских корисника, ефекте промене девизног курса динара према еврџу и америчком долару, у

основном макроекономском сценарију, стање дуга централног нивоа државе требало би да буде на нивоу од 55,0% БДП на крају 2023. године.

**Табела 26. Основна пројекција стања јавног дуга општег нивоа државе до 2023. године**

	2020 п	2021 п	2022 п	2023 п
Јавни дуг (централни ниво власти), млрд РСД	3.193,8	3.447,8	3.639,0	3.781,1
Дуг централне државе, у % БДП	57,9%	57,5%	56,8%	55,0%
Негарантовани дуг јединица локалне самоуправе, у % БДП	1,1%	1,2%	1,1%	1,0%
Дуг опште државе, у % БДП	59,0%	58,7%	57,9%	56,0%

У 2020. години се очекује раст рација који показује учешће јавног дуга општег нивоа државе у БДП на 59,0% услед неопходности да се финансирају мере подршке привреди и грађанима погођеним пандемијом изазваном коронавирусом COVID-19. Након тога се у наредним годинама очекује стабилизација прилика и враћање рација на силазну путању, те се очекује да на крају 2021. године износи 58,7%, на крају 2022. године 57,9%, а на крају 2023. године 56,0%. У датом периоду се очекује реализација великих инфраструктурних пројеката који ће бити финансирани углавном из пројектних зајмова, те њихова интензивнија реализација у односу на претходни период. Да није тога, пад рација би био израженији. Међутим, ово је управо једна од тачака где се може видети јасна координација фискалних и развојних циљева. Води се рачуна о одрживости јавног дуга и постепеном благом паду његовог учешћа у БДП, уз истовремено коришћење новог задуживања за побољшање инфраструктурних услова који доводе до раста БДП, животног стандарда и нових инвестиција. Предвиђа се да ће негарантовани дуг јединица локалне самоуправе у наредном периоду бити на релативно стабилном нивоу од око 1,0% до 1,2% БДП у периоду од 2021. до 2023. године.

### Принципи управљања јавним дугом

Према Закону о јавном дугу, примарни циљ задуживања Републике Србије и управљања јавним дугом је обезбеђивање средстава за редовно сервисирање буџетских потреба по најповољнијим условима и трошковима финансирања уз прихватљив ниво ризика. На основу тога, Стратегија управљања јавним дугом Републике Србије дефинише следеће опште циљеве и принципе:

1) Осигурати финансирање фискалног дефицита и редовно сервисирање обавеза по основу јавног дуга Републике Србије;

2) Дефинисати прихватљив ниво ризика који треба да буде одређен у условима циљане структуре портфолија дуга у смислу валутне структуре дуга, структуре каматних стопа, структуре рочности и структуре дуга према инструментима;

3) Наставити развој тржишта државних хартија од вредности које се емитују на домаћем и међународном тржишту, што би помогло у смањењу трошкова задуживања у средњем и дугом року;

4) Омогућити транспарентност и предвидивост процеса задуживања.

Стратегија управљања јавним дугом конзистентна је са општим средњорочним макроекономским и фискалним оквиром.

Стратегија управљања јавним дугом у наредном средњорочном периоду базира се на финансирању дефицита и главнице дуга буџета Републике Србије углавном путем емисије државних хартија од вредности на домаћем и међународном тржишту капитала. Домаће тржиште државних хартија од вредности је још увек у развоју и један од принципа управљања јавним дугом је флексибилност, како би редовно сервисирање обавеза било обезбеђено. Флексибилност ће се огледати у домену избора тржишта на коме ће се вршити задуживање, валуте задуживања и инструмента финансирања. Избор структуре финансирања узимаће у обзир тренутно стање и тренд развоја домаћег и међународног финансијског тржишта (ниво каматних стопа, премије ризика, криву приноса, девизне курсеве

референтних валута) и прихватљив ниво изложености финансијским ризицима.

Циљ је да се у наредном дугорочном периоду финансирање обавља пре свега емитовањем динарских хартија од вредности на домаћем тржишту. Међутим, тренутна ситуација упућује на то да, упркос чврстој одлучности ка развоју домаћег тржишта државних хартија од вредности, један део финансирања може бити обезбеђен на међународном финансијском тржишту у средњорочном периоду, кроз успостављање *GMTN* програма.

Позајмљивање у страниј валути, као нпр. у америчким доларима, за собом повлачи и девизни ризик услед промене курса евро – амерички долар, те ће из тог разлога користити могућност хеџинга.

Политика управљања јавним дугом мора да узме у обзир дугорочну перспективу, али се одлука о финансирању буџетских издатака мора доносити годишње. Одлука о годишњем задуживању се доноси у оквиру Закона о буџету за одређену фискалну годину. У зависности од промене основних фискалних агрегата могућа је корекција плана задуживања током фискалне године.

### **Финансијски ризици и мере за управљање финансијским ризицима**

Финансијски и фискални ризици могу довести до већег раста јавног дуга него што предвиђа основни сценарио. Ризици који су присутни и који могу да доведу до раста задужености и трошкова сервисирања јавног дуга су: ризик рефинансирања, девизни ризик, тржишни ризик (ризик каматних стопа, ризик инфлације), ризик ликвидности, кредитни и оперативни ризици и ризици везани за дистрибуцију трошкова сервисирања (структура дуга, концентрација обавеза).

У циљу смањења изложености финансијским ризицима потребно је спроводити следеће мере:

#### **1. ризик рефинансирања**

- повећање учешћа средњорочних и дугорочних финансијских инструмената деноминованих у динарима на домаћем финансијском тржишту;

- равномерна расподела обавеза по основу јавног дуга на годишњем нивоу у наредном дугорочном периоду;
- продужавање просечне рочности дуга који се емитује у хартијама од вредности;

#### **2. девизни ризик**

- настојање да се смањи учешће дуга деноминованог у ино-валути уз уважавање трошкова новог дуга (трошкови динаризаације дуга);
- коришћење финансијских деривата у циљу лимитирања ефеката промене курса референтних валута;
- настојање да спољни дуг буде углавном у еврима и да се доларски дуг користи само ако је финансирање на међународном тржишту у доларима јефтиније уз коришћење финансијских деривата за лимитирање ризика;

#### **3. тржишни ризик (ризик каматних стопа, ризик инфлације)**

- настојање да се продужи просечна рочност домаћег дуга у динарима;
- настојање да ризик по основу каматних стопа на спољни дуг не угрожава дугорочни циљ минимизације трошкова јавног дуга;

#### **4. ризик ликвидности**

- перманентно одржавање нивоа готовине на рачунима Републике Србије на нивоу који омогућава несметано финансирање обавеза у минимуму од четири месеца и на нивоу који омогућава апсорпцију евентуалних мањих прилива по основу задуживања у односу на план;
- адекватно управљање слободним готовинским средствима на рачунима Републике Србије у складу са принципима *asset-liability management* и у складу са могућностима;

#### **5. кредитни и оперативни ризици**

- спровођење трансакција са финансијским дериватима само са финансијским институцијама које имају висок кредитни рејтинг;
- коришћење финансијских инструмената који лимитирају кредитни ризик;
- давање гаранција и одобравање новог дуга јединицама локалне самоуправе само ако

постоји адекватна анализа о релативно ниском степену вероватноће да се реализује гаранција или да јединица локалне самоуправе постане несолвентна у средњорочном периоду;

- увођење адекватне контроле у свим пословним активностима у Управи за јавни дуг и унапређење знања запослених;

6. ризици везани за дистрибуцију трошкова сервисирања

- адекватно планирање задуживања на годишњем нивоу и равномерна расподела у наредним годинама и током фискалне године како би се избегао ризик велике концентрације обавеза за рефинансирање;
- избегавање концентрације обавеза по основу јавног дуга на месечном нивоу, који не би могао бити амортизован слободним новчаним средствима на рачунима Републике Србије.

Захваљујући спровођењу дефинисаних мера у претходних неколико година дошло је до значајног побољшања структуре јавног дуга у скоро свим сегментима – побољшане су валутна структура и структура каматних стопа, значајно повећана рочност, смањени трошкови задуживања, смањен гарантовани јавни дуг, долази до равномерније расподеле обавеза уз перманентно одржавање адекватног нивоа ликвидности. Примера ради, на централном нивоу власти удео јавног дуга у динарима је порастао са 20,9%, колико је износио на крају 2016. године, на 29,4% на крају септембра 2020. године. У истом временском интервалу удео јавног дуга у америчким доларима се смањио са 33,9% на 16,6%. Удео дуга са фиксном каматном стопом је у периоду од 2013. године до септембра 2020. године порастао са 73,2% на 86,1%. У истом периоду је дошло до пада гарантованог дуга са 2,8 млрд евра на 1,4 млрд евра и пада просечно пондерисане каматне стопе на јавни дуг са 5,64% на 3,10%.

### **Анализе коришћене приликом израде Стратегије за управљање јавним дугом**

Управа за јавни дуг је користила квантитативни приступ за формулисање Стратегије за управљање јавним дугом, идентификујући могућа ограничења кроз макроекономске показатеље, анализу

трошкова и ризика и тржишних услова који утичу на управљање јавним дугом. Приликом анализирања трошкова и ризика разматрају се све изводљиве алтернативе финансирања. Удео сваког инструмента у укупним потребама за финансирањем у датој години одређен је у складу са циљевима Стратегије.

У сврху анализе коришћени су доле описани инструменти доступни на домаћем и међународном финансијском тржишту.

### **Извори финансирања деноминирани у страниј валути**

- Зајмови страних влада и међународних финансијских институција – приказани као концесионални инструменти деноминирани у еврима или америчким доларима, са фиксном или варијабилном каматном стопом;
- Домаћи дуг деномиран у еврима исказан кроз два инструмента – државни записи и државне обвезнице емитоване на домаћем финансијском тржишту;
- Еврообвезница (евробонд) – емитована у еврима или америчким доларима на међународном финансијском тржишту.

### **Извори финансирања у домаћој валути**

Све државне хартије од вредности деноминирани у динарима груписане су у неколико група, и то: у краткорочне државне записе (са роковима доспећа до 53 недеље) и дугорочне (са роковима доспећа од 2 до 15 година).

### **Будуће тржишне каматне стопе и сценарио анализа**

Приликом израде средњорочне стратегије управљања јавним дугом за период 2021–2023. године коришћене су квантитативне анализе трошкова и ризика засноване на различитим сценаријима и пројекцијама.

Полази се од основног сценарија који се базира на највише вероватним тржишним условима. Затим, идентификоване су три групе тржишних варијабли: девизни курс, каматне стопе на међународном тржишту и каматне стопе на домаћем тржишту. Претпостављено је кретање



курса динара у односу на евро и у односу на амерички долар у складу са макроекономским оквиром у посматраном периоду и задржан је релативно стабилан однос евра и америчког долара, како би се добила чиста слика датог ефекта примењеног шока. У шокovima су тестирани ефекти промена тржишних каматних стопа. Приступ за динарске и евро каматне стопе заснива се на стопама оствареним током претходне и текуће године.

Након дефинисања основног сценарија, у циљу стрес тестирања одабране су додатне врсте сценарија – шокова:

- Депрецијација динара у односу на све валуте од 15% у 2022. години. У овом сценарију однос евра и америчког долара би остао стабилан, док би само динар депрецирао у односу на обе валуте;
- Повећање каматних стопа на домаћем и међународном тржишту за око 2 п.п.;
- Повећање каматних стопа на међународном тржишту до 3 п.п., а на домаћем тржишту до 4 п.п.;
- Комбиновани шок који се односи на депрецијацију динара у односу на долар 15% у 2022. години и раст каматних стопа за око 2 п.п.;
- Сваки од горе наведених стрес тестова или сценарија ризика је коришћен за преглед ефеката коштања разматраних стратегија.

### **Алтернативне стратегије задуживања за период 2021–2023. године**

Оптимални избор између трошкова и ризика, на бази модела Светске банке *Medium Term Debt Strategy Model* – MTDS, дефинисао је правац основне стратегије задуживања за наредни средњорочни период. Анализирани алтернативне стратегије задуживања су:

Основна стратегија (C1): представља стратегију која покрива потребе за финансирањем већим делом (око 60%) коришћењем извора

финансирања у иностраној валути (емисијом хартија од вредности на домаћем и иностраном тржишту, као и кредитним задуживањем код иностраних поверилаца), а мањим делом (око 40%) коришћењем извора финансирања у домаћој валути (емисијом хартија од вредности на домаћем тржишту).

Стратегија (C2): у односу на стратегију C1, потребе за финансирањем задовољавају се емисијом државних хартија од вредности на домаћем тржишту, у домаћој валути (50%) и иностраној валути (50%).

Стратегија заснована на емисијама еврообвезница (C3): стратегија C3, у односу на стратегију C1, представља стратегију која целокупно финансирање заснива на емисијама еврообвезница у еврима рочности седам и петнаест година.

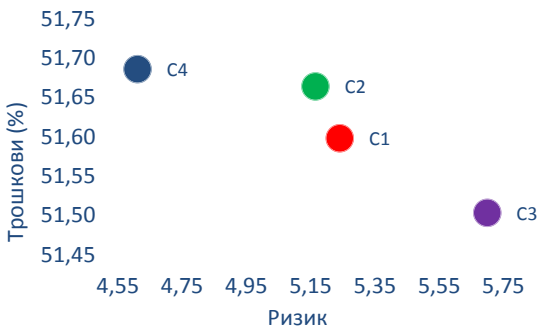
Стратегија додатне динаризаације (C4): представља стратегију која целокупно финансирање заснива на емисијама динарских хартија од вредности.

Финансирање издатака буџета Републике Србије по свим стратегијама вршиће се углавном путем емисија државних хартија од вредности на међународном и домаћем тржишту капитала.

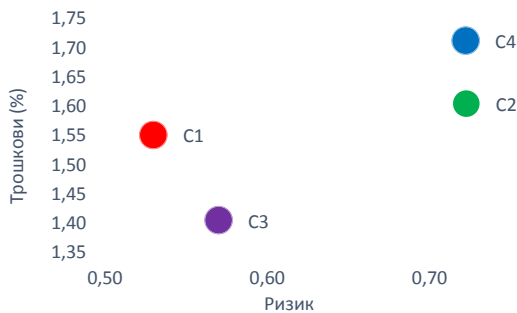
### **Поређење алтернативних стратегија**

Квантитативна анализа представља учинке сваке од четири алтернативне стратегије задуживања, где се на вертикалној оси налази учешће дуга у БДП, односно трошка камата у БДП при основном макроекономском оквиру, док се на хоризонталној оси налази потенцијални трошак одређене стратегије задуживања (резултат стрес теста). Примењене су две мере трошкова: однос јавног дуга према БДП и номинална камата као проценат БДП. Први однос је индикатор стања, а други индикатор тока. У циљу поређења, пажња је усмерена на резултате разматраних стратегија на крају 2023. године.

### Однос дуга и БДП на крају 2023. године



### Однос камата и БДП на крају 2023. године



На основу графикана јасно се уочавају трошкови које свака од разматраних стратегија носи са собом – стратегија С3 има релативно највећу изложеност

ризик у девизног курса. Стратегије С4 и С2 имају највећу изложеност могућим осцилацијама динарских каматних стопа, због емисије динарских хартија од вредности. Стратегије С1 и С3 при основном макроекономском оквиру имају нижи ратио учешћа дуга у БДП на крају 2023 године. Код стратегије С1 присутан је најмањи ризик код каматних стопа у односу на све четири посматране стратегије услед ниског фиксног трошка еврообвезница у еврима, али је релативно више ризична у погледу ратија дуг-БДП. Стратегије С4 је релативно скупља са аспекта учешћа камата у БДП, али најмање ризичне са аспекта девизног ризика, с обзиром на то да се по овој стратегији финансирање буџета врши емитовањем динарских хартија од вредности.

Приликом анализе односа јавног дуга и БДП оцењено је да стратегија С1 и С2, при основном сценарију имају приближно сличан ратио дуг и БДП, са ризиком повећања ратија нижим од С3 и вишим од С4. Стратегија С4 има највише трошкове камата услед већег учешћа динарских хартија од вредности, као и ризик проузрокован могућим растом домаћих каматних стопа. На основу ових анализа евидентно је да ће се у наредном средњорочном периоду основне операције задуживања заснивати на стратегији С1.

Табела 27. Однос јавног дуга и БДП на крају 2023. године

Сценарији	C1	C2	C3	C4
Основни сценарио	51,6	51,7	51,5	51,7
Шок девизног курса (15% све валуте)	56,8	56,8	57,2	56,3
Каматни шок (сценарио 1)	52,1	52,3	52,1	52,3
Каматни шок (сценарио 2)	52,5	52,8	52,4	52,8
Комбиновани шок (15% УСД и каматни шок1)	53,4	53,5	53,3	53,5
Максимални ризик	5,2	5,2	5,7	4,6

Табела 28. Однос плаћања по основу камата и БДП на крају 2023. године

Сценарији	C1	C2	C3	C4
Основни сценарио	1,6	1,6	1,4	1,7
Шок девизног курса (15% све валуте)	1,7	1,7	1,5	1,8
Каматни шок (сценарио 1)	1,9	2,0	1,8	2,1
Каматни шок (сценарио 2)	2,1	2,3	2,0	2,4
Комбиновани шок (15% УСД и каматни шок1)	1,9	2,0	1,8	2,1
Максимални ризик	0,5	0,7	0,6	0,7

Наредна табела приказује кретања основних параметара јавног дуга по основу све четири

разматране стратегије, што осликава горе поменуте карактеристике сваке стратегије:

**Табела 29. Индикатори ризика за алтернативне стратегије на крају 2023. године**

		C1	C2	C3	C4
Номинални дуг (% БДП)		51,6	51,7	51,5	51,7
Примењена каматна стопа (%)		3,1	3,2	2,8	3,4
Ризик рефинансирања	АТМ <sup>16</sup> спољни портфолио (у годинама)	8,3	8,6	8,2	6,7
	АТМ домаћи портфолио (у годинама)	5,9	5,4	4,1	6,7
	АТМ укупан портфолио (у годинама)	7,7	7,6	7,7	6,7
Ризик каматних стопа	АТР <sup>17</sup> (у годинама)	7,3	7,2	7,3	6,3
	Рефиксирање (% укупног дуга)	15,4	15,5	14,2	16,8
	Дуг по фиксним стопама (% укупног дуга)	92,8	92,8	92,8	92,8
Ризик девизног курса	Ино-валутни дуг (% укупног дуга)	72,9	68,4	88,3	48,1

### Стрес-тест анализа

Фискално правило, дефинисано Законом о буџетском систему, прописује обавезу да јавни дуг општег нивоа државе не може бити већи од 45% БДП. У случају да износ дуга пређе тај ниво, Влада је дужна да донесе програм за смањење јавног дуга у односу на БДП, тј. за враћање дуга у законски оквир.

На крају 2019. године стање дуга централног нивоа власти достигло је 52,0% БДП, а опште државе 52,9% БДП. Рацио јавни дуг/БДП централног нивоа власти на крају септембра 2020. године износио је 56,7% БДП, а опште државе 57,6% БДП. До краја 2020. године се очекује благи раст рација на ниво од око 57,9% БДП на централном нивоу, односно 59,0% БДП на нивоу опште државе, услед потребе да се даље финансирају мере за сузбијање утицаја

пандемије изазване корона вирусом COVID-19. Због високог учешћа дуга деноминованог у страном валути (70,6%), евидентно је да ће девизни ризик детерминисати понашање рација јавни дуг/БДП у наредном периоду и битно условљавати успех мера фискалне политике на консолидацији јавних финансија и смањењу учешћа јавног дуга у БДП.

На основу планираног макроекономског оквира, а у случају изостанка утицаја могућих ризика, јавни дуг централног нивоа власти би на крају 2023. године требало да буде на нивоу од 55,0% БДП.

Основни фактори који утичу на стабилизацију рација јавни дуг/БДП су раст БДП, примарни резултат, курс динара према ино-валутама и висина камата.

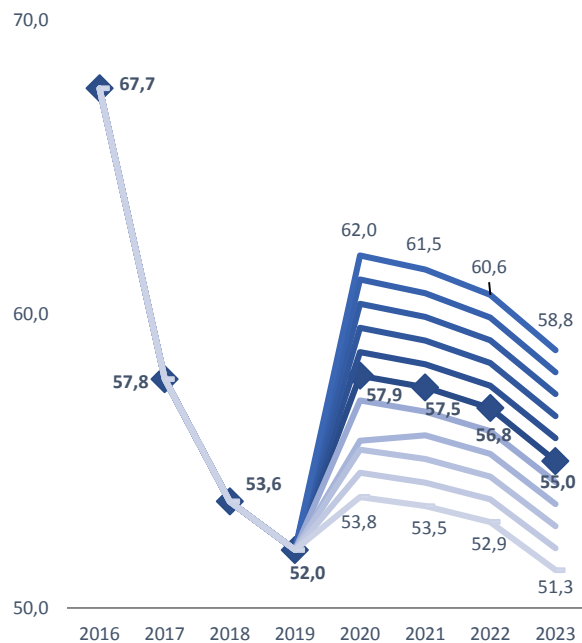
<sup>16</sup> АТМ (*Average Time to Maturity*) – енглеска скраћеница за просечно време до доспећа.

<sup>17</sup> АТР (*Average Time to Refixing*) – енглеска скраћеница за просечно време до промене каматних стопа.

**Табела 30. Доприноси основних макроекономских варијабли на промену рација јавни дуг (централног нивоа државе) – БДП, у %**

	2018	2019	2020 п	2021 п	2022 п	2023 п
Дуг централне државе/БДП	53,6	52,0	57,9	57,5	56,8	55,0
Промена у односу на претходну год. у % БДП	-4,2	-1,7	5,9	-0,4	-0,7	-1,8
Допринос примарног фискалног резултата	-2,7	-2,2	6,6	1,1	-0,2	-0,5
Допринос камата	2,1	2,0	2,0	1,9	1,7	1,6
Допринос раста номиналног БДП	-3,6	-3,4	-0,9	-4,6	-3,7	-3,8
Допринос осталих фактора	0,0	2,0	-1,7	1,3	1,5	1,0

**Утицај промене курса динара према корпи валута из портфолија јавног дуга централног нивоа државе на промену рација јавни дуг – БДП**



На графикону је представљено кретање рација јавног дуга централног нивоа државе и БДП у зависности од промене курса динара према одређеној корпи валута. Приказана је основна пројекција са алтернативним сценаријима у зависности од апрецијације, односно депрецијације курса динара у распону од 10% апрецијације до 10% депрецијације динара у односу на корпу валута. Применом наведених сценарија може се видети да би се рацио за 2023. годину кретао у распону од 51,3% до 58,8%, док би за основни сценарио био на нивоу од 55,0%.

Главни ризици за остварење Стратегије, поред горе наведених фактора који су квантификовани, су и

стабилност макроекономске ситуације у Републици Србији, потребе за додатним задужевањем како би се регулисали дугови на другим нивоима власти, јавном сектору и финансијском сектору Републике Србије и активирање датих гаранција.

Важно је напоменути да смањењу јавног дуга у односу на БДП доприноси и адекватна контрола издавања гаранција и унапређење процеса приоритизације инвестиционих пројеката, који се финансирају из кредитних линија мултилатералних и билатералних кредитора. Почев од 2015. године, гаранције се издају само за пројектне (инвестиционе) зајмове, односно прекинуто је издавање гаранција за зајмове за текућу ликвидност јавним предузећима, што је значајно утицало на смањење стања гарантованог јавног дуга у претходних пет година.

**Дугорочни стратешки оквир за управљање јавним дугом**

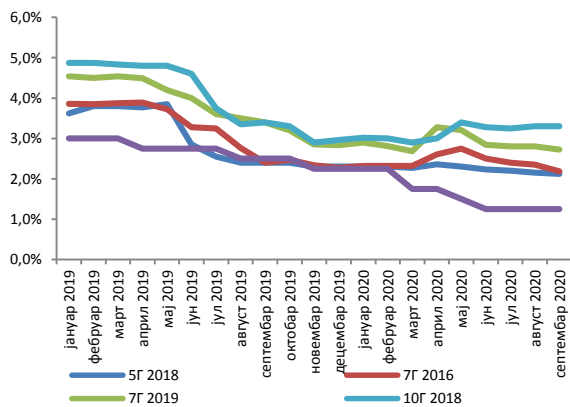
Основни стратешки циљеви којима је потребно тежити у наредном дугорочном периоду, како би се минимизирали ризици повећања задужености и трошкова сервисирања јавног дуга су:

- да учешће дуга деноминованог у динарима износи најмање 30% укупног јавног дуга на средњи рок;
- да учешће дуга деноминованог у еврима у јавном дугу износи најмање 65% дуга у ино-валути, укључујући будућа задужевања и трансакције;
- да учешће дуга са варијабилном каматном стопом износи испод 15% у средњорочном интервалу;
- да просечно време до промене каматне стопе (ATR) буде одржавано на нивоу од минимум 5,0

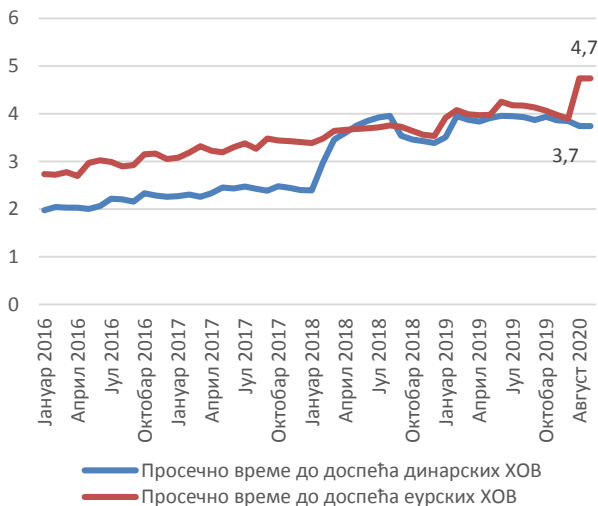
година, у складу са горе наведеном мером постепеног смањивања учешћа дуга са варијабилним каматним стопама;

- да просечна пондерисана каматна стопа (WAIR) на јавни дуг у домаћој валути не прелази 5,00%;
- да учешће краткорочног дуга (чије је доспеће до годину дана) износи до 15% укупног јавног дуга;
- да просечно време до доспећа (АТМ) унутрашњег дуга буде на нивоу од најмање 5,0 година на средњи рок;
- да се просечно време до доспећа (АТМ) спољног дуга одржава на нивоу од  $7,0 \pm 0,5$  година у истом временском хоризонту.

### Кретање приноса до доспећа динарских „бенчмарк” емисија на секундарном трговању



### Просечно време до доспећа (АТМ) државних хартија од вредности емитованих на домаћем финансијском тржишту у периоду 01. јануар 2016–30. септембар 2020. године



### Мере за унапређење тржишта динарских хартија од вредности у периоду 2021–2023. године

Тржиште државних хартија од вредности, у периоду од 2012. године до септембра 2020. године, карактерише испуњавање зацртаних стратешких циљева, првенствено у погледу инструмената финансирања, као и у развоју и одржавању стабилности диверсификоване базе инвеститора. Преласком са краткорочних извора финансирања који се везују за период до 2010. године, на средњорочне и дугорочне инструменте финансирања, уз константно смањење трошкова задуживања, утиче се на смањење ризика рефинансирања, као једног од примарних ризика у процесу управљања јавним дугом. На крају 2013. године учешће дугорочних динарских инструмената по оригиналној рочности од три и више година износило је 38,3% у стању динарских хартија од вредности, док је на крају септембра 2020. године износило 91,1%.

Транспарентност у раду и извештавању, као и присутност на међународном тржишту капитала, утичу на информисаност, а тиме и на заинтересованост нерезидената да инвестирају капитал у дужничке инструменте, првенствено у државне динарске дугорочне хартије од вредности, чиме се остварује раст стабилне базе инвеститора. Услед успешне реализације „бенчмарк” емисија током 2014. и 2015. године, са истом праксом је настављено током 2016. године. У фебруару и јулу 2016. године емитоване су „бенчмарк” трогодишња и седмогодишња обвезница обима емисије по 110,0 млрд динара. У априлу 2017. године емитована је трогодишња „бенчмарк” обвезница обима емисије у износу од 110,0 млрд динара. У јануару и фебруару 2018. године емитоване су „бенчмарк” петогодишња и десетогодишња обвезница обима емисије по 110,0 млрд динара. У јануару 2019. године емитоване су „бенчмарк” трогодишња и седмогодишња обвезница обима емисије 100,0 и 150,0 млрд динара. У јануару и фебруару 2020. године по први пут су емитоване и петоипогодишње односно дванаестоипогодишње обвезнице са полугодишњим купоном.

Овим емисијама знатно је повећан обим секундарног трговања ових инструмената што је

допринело и паду извршних стопа приноса на реотварањима поменутих емисија. „Бенчмарк“ емисијама повећано је и учешће страних инвеститора у динарским хартијама од вредности, које је на крају септембра 2020. године износило 24,9%. Седмогодишња обвезница чији је развој и реализацију пратио *J.P. Morgan* 2019. године, стављена је на листу разматрања (*Index Watch Positive*) с позитивним изгледима за укључивање у *J.P. Morgan GBI-EM* индекс.

У циљу даљег развоја секундарног тржишта државних хартија од вредности од 12. новембра 2015. године омогућено је трговање дугорочним државним хартијама од вредности на Београдској берзи. У периоду за који се доноси ова Стратегија очекује се унапређење ефикасности примарног тржишта кроз концепт примарних дилера, као механизма продаје државних хартија од вредности који директно, у дужем року, доприноси смањењу трошкова задуживања, као и смањењу ризика рефинансирања. Увођење система продаје државних хартија од вредности на домаћем финансијском тржишту преко примарних дилера, пружа добру основу за унапређење тржишне ефикасности секундарног тржишта државних хартија од вредности. Развојем секундарног тржишта, временом ће се успоставити концепт тржишне ефикасности у процесу вредновања државних хартија од вредности. Увођењем „бенчмарк“ емисија обвезница остварен је позитиван ефекат на обим и континуитет секундарног трговања, као и на унапређење тржишне ефикасности у поступку продаје државних хартија на примарном тржишту.

Као водеће факторе који утичу на криву приноса државних хартија од вредности потребно је издвојити фискални резултат, очекивану стопу инфлације и девизни курс. Као посебну групу фактора потребно је издвојити макроекономска кретања и очекивања, као и промене на међународном финансијском тржишту, које се рефлектују на премију ризика земље.

На крају 2012. године просечна рочност динарских хартија од вредности износила је 394 дана (1,1 годину), на крају 2013. године 469 дана (1,3 године), на крају 2014. године 645 дана (1,8 годину), на крају 2015. године 749 дана (2,1

годину), на крају 2016. године 789 дана (2,2 године), на крају 2017. године 864 дана (2,4 године), на крају 2018. године 1.188 дана (3,3 године), на крају 2019. године 1.403 дана (3,8 година), а на крају септембра 2020. године 1.365 дана (3,7 година). Развој домаћег тржишта државних хартија од вредности биће од стране Републике Србије потпомогнут следећим мерама:

- Стављање обвезница Републике Србије на листу разматрања с позитивним изгледима за укључивање у глобални индекс значајно је повећало базу инвеститора и поспешило секундарно трговање, што је допринело даљем смањењу трошкова задуживања путем емисија динарских државних хартија од вредности;
- У циљу креирања што веће базе инвеститора и развоја секундарног тржишта хартија од вредности емитованих на домаћем тржишту, креиран је једнак порески третман домаћих и страних инвеститора крајем 2011. године, и у наредном периоду тежиће се уклањању свих евентуалних препрека за слободан проток капитала. У току су припреме правних и техничких оквира да се омогући клиринг и салдирање трансакција са домаћим хартијама од вредности преко међународног клиринг система;
- У наредном периоду радиће се активно на увођењу система примарних дилера. Наиме, Законом о изменама и допунама Закона о јавном дугу из децембра 2018. године, предвиђено је увођење примарних дилера на домаће тржиште капитала као подстицај ликвидности секундарног тржишта државних хартија од вредности и смањење ризика рефинансирања дуга. Наведеним изменама Закона предвиђа се и пословање финансијским дериватима којим би се обављале трансакције ради управљања ризиком, укључујући и смањивање или елиминисање ризика од промене курса, каматних стопа као и других ризика.
- Предузете су активности на омогућавању салдирања државних хартија од вредности на иностраном тржишту. Изменама и допунама Закона о јавном дугу из децембра 2019. године, омогућено је да клиринг и салдирање државних хартија од вредности емитованих на домаћем тржишту, поред Централног регистара врши и друго страном правно лице које обавља послове клиринга и салдирања.