

III. СТРАТЕГИЈА УПРАВЉАЊА ЈАВНИМ ДУГОМ ОД 2022. ДО 2024. 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, и делимично из концесионалних извора финансирања, представља најприхватљивију опцију са аспекта трошкова (ризика). 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 2024. године на ниво од 55,5% 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 осам 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 13,68%, колико је износила на крају 2012. године, на 4,65% на крају марта 2021. године.

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

Након успешно спроведених мера фискалне консолидације у 2016. години је преокренута растућа путања кретања јавног дуга и учешће јавног дуга у БДП-у, те долази до пада учешћа са 70,0% БДП-а колико је износило на централном нивоу власти крају 2015. године на 67,7% на крају 2016. године. Током 2017. године дошло је до још значајнијег пада на 57,8% БДП. Тренд је настављен и током 2018. године када удео јавног дуга у БДП пада на 53,6% док се на крају 2019. године учешће јавног дуга у БДП додатно смањује на 52,0% БДП-а. Услед потребе да се финансирају мере подршке привреди и грађанима како би се смањио утицај

кризе изазване пандемијом вируса COVID-19, од априла 2020. године долази до благог раста јавног дуга и на крају 2020. године његово учешће у БДП је износило 57,4%, док је на крају марта 2021. године учешће смањено на 55,7%.

Услед појачане контроле издавања гаранција претходних година је преполовљен гарантовани јавни дуг, који је пао са 2,8 милијарде EUR колико је износио на крају 2013. године на 1,4 милијарди EUR на крају марта 2021. године.

Позитивни фискални резултати које остварује Република Србија потврђени су и повећањем кредитног рејтинга у 2019. године од стране две рејтинг агенције. Fitch Ratings и Standard and Poor's су повећале рејтинг Србије на ББ+ са ББ, док је рејтинг агенција Moody's поправила изглед за повећање кредитног рејтинга Републике Србије са стабилног на позитивни. Рејтинг агенције су током 2020. године великом броју земаља смањиле кредитни рејтинг, док је Република Србија остала у групи земаља којима је кредитни рејтинг остао непромењен. Услед веома успешног одговора на кризу изазвану пандемијом вируса COVID-19 и очувања макроекономске стабилности током јако тешке и изазовне 2020. године, рејтинг агенција Moody's је у марту 2021. године повећала кредитни рејтинг Републике Србије на Ба2 са Ба3.

Република Србија је током 2020. године у два наврата емитовала еврообвезнице да би финансирала пакет мера помоћи привреди и грађанима како би се минимизирао утицај кризе изазване пандемијом вируса COVID-19 и превремено отплатиле раније емитоване скупе еврообвезнице. Прва емисија еврообвезница је била 7. маја 2020. године, у еврима, у најделикатнијем тренутку у првом таласу пандемије, у укупном износу од 2,0 милијарде EUR. Купонска стопа је износила 3,125%, доспева 2027. године и листирана је на Лондонској берзи, једном од највећих и најрепрезентативнијих тржишта на свету. Друга емисија еврообвезница је била 1. децембра 2020. године, у укупном износу од 1,2 милијарде америчких долара са доспећем 2030. године. Купонска стопа је износила 2,125%, а финална каматна стопа у еврима, након реализације хеџинг трансакције 1,066%. Повратак на доларско тржиште хартија, и нова емисија деноминована у доларима, омогућава Србији да

остане присутна у индексу обвезница тржишта у развоју – EMBI Index, чиме се осигурава њена видљивост на америчком тржишту капитала, као и на широј међународној инвестиционој мапи. Средствима емисије еврообвезница из децембра 2020. године извршена је превремена отплата 900 милиона долара еврообвезница емитованих 2011. године, од укупно 1,6 милијарде долара колико је доспевало у септембру 2021. године, тако да сада преостали износ до доспећа 28. септембра 2021. године износи 700 милиона долара. Превремено су откупљене обвезнице које су биле емитоване по купонској стопи од чак 7,25%. Република Србија је 24. фебруара 2021. године успешно искористила још увек повољне услове на међународном финансијском тржишту и по први пут емитовала дванаестогодишње државне обвезнице деноминоване у еврима у износу од једне милијарде евра по купонској стопи од 1,65% и на тај начин додатно повећала рочност дуга.

Водећи се најбољом међународном праксом активног управљања јавним дугом, Република Србија је у децембру 2020. године по први пут реализовала хеџинг трансакцију, тј. коришћење финансијских деривата у сврху заштите од девизног и каматног ризика, у складу са међународно препознатим ISDA стандардима (*International Swaps and Derivatives Association*), односно унакрсна валутна своп трансакција којом су обавезе по основу емитоване обвезнице конвертоване из америчких долара у евре по значајно нижој финалној каматној стопи. Своје обавезе по основу емисије деноминоване у доларима, у износу од 1,2 милијарди USD, Република Србија ће исплаћивати у еврима по купонској стопи од 1,066% на номиналну вредност емисије након конверзије од 1,016 милијарди евра. Искоришћен је повољни однос курса евра и америчког долара у датом тренутку као и тренутне дивергенције између доларских и еурских каматних стопа на међународном тржишту капитала и постигнута је најповољнија цена задуживања, уз оптимизацију валутне структуре јавног дуга, а све у циљу заштите од ризика промене девизног курса. На овај начин остварене су додатне уштеде од око 11,6 милијарди динара. Током фебруара 2021. године реализована је друга своп трансакција, којом је обавеза по основу Споразума о репрограму дуга између Републике

Србије и Kuwait Investment Authority конвертована из америчких долара у евре, по значајно нижој каматној стопи. Обавезе по основу наведеног репрограмираног зајма, уговорене у доларима по каматној стопи од 1,5%, Република Србија ће исплаћивати у еврима по каматној стопи од 0,393%, чиме ће се остварити уштеда у износу од око 16,5 милиона евра.

Током 2020. године настављено је са емисијама „бенчмарк“ обвезница на домаћем тржишту, што је довело до тога да ће доћи до укључивања обвезница Републике Србије у J.P.Morgan GBI-EM Index од јуна 2021. године. Емитоване су обвезнице рочности 5,5 и 12,5 година у RSD номиналне вредности од по 100 милијарди динара, чији обими су повећани на по 150 милијарди током 2021. године.

У 2019. години Република Србија је извршила превремени откуп раније емитованих државних хартија од вредности на домаћем тржишту путем редовних аукција на којима је откупила државне обвезнице деноминоване у динарима са високим купонским стопама 4,5% на обвезнице рочности 3 године и 10,0% на обвезнице рочности 7 година, у укупном износу од 35,1 милијарде RSD. Са истом праксом је настављено и у 2020. години када је превремено откупљено 10,2 милијарде RSD обвезница са високим купонским стопама. Путем наведених аукција, настављено активно управљање јавним дугом у циљу замене дуга са краћим роком доспећа и вишим каматним стопама дугом дуже рочности са мањим трошковима задуживања. Истовремено, пружена је могућност инвеститорима који активно улажу у домаће хартије од вредности да продуже рочност својих инвестиција и наставе инвестирање у земљи, што је од велике важности за даљи развој тржишта капитала и емисије државних обвезница у будућности.

Валутни ризик је додатно смањен током 2020. године. Удео јавног дуга у домаћој валути у укупном јавном дугу централног нивоа власти је на крају 2008. године износио само 2,6%, а до краја 2020. године је порастао на 30,5%. Расту динарског дуга су пре свега допринеле емисије динарских државних хартија од вредности на домаћем тржишту хартија од вредности. Током 2019. и 2020. године је извршен превремени откуп скупих

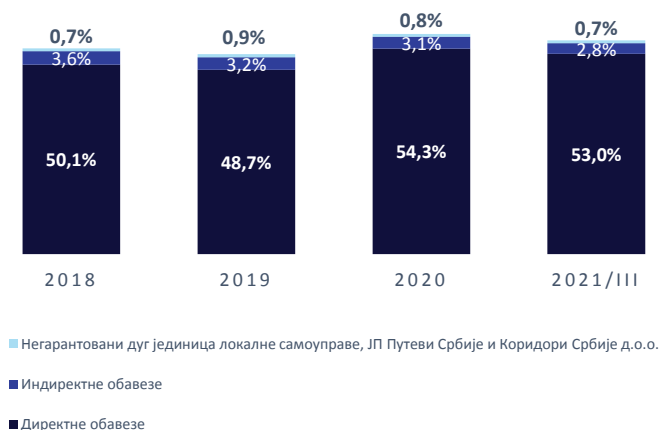
еврообвезница емитованих у 2011. и 2013. години у америчким доларима, а током фебруара 2020. године редовна отплата доларске обвезнице емитоване у 2013. години. У децембру 2020. године је закључена и прва хеџинг трансакција којом је емитована еврообвезница у америчким доларима, одмах конвертована у евре. У фебруару 2021. године је закључена још једна хеџинг трансакција којом су обавезе у америчким доларима конвертоване у евре. Захваљујући овим трансакцијама дошло је до пада учешћа доларског дуга у укупном јавном дугу са 33,9% колико је износило на крају 2016. године на 12,3% на крају марта 2021. године.

Трошкови задуживања су такође снижени током 2020. године. Учешће трошкова камата у БДП-у је пало са 2,9% колико је износило 2015. године на нешто испод 2,0% у 2020. години. До овога је пре свега дошло услед пада каматних стопа на домаћем тржишту хартија од вредности које је у највећој мери проузроковано растом поверења инвеститора, након предузетих мера фискалне консолидације. Просечно пондерисана каматна стопа на јавни дуг је пала са 5,70% колико је износила на крају 2014. године на 2,86% колико је износила на крају марта 2021. године. Просечна купонска стопа на динарске државне хартије од вредности смањена је са 13,68% колико је износила на крају 2012. године на 4,65% на крају марта 2021. године.

Захваљујући средствима од продаје Комерцијалне банке, у децембру 2020. године је превремено отплаћен целокупни преостали износ од 172,7 милиона евра зајма уговореног са Владом Републике Азербејџан за изградњу аутопута Е-763 – Љиг-Прељина. Каматна стопа на зајам је била висока и износила 4,0%, тако да је превременом отплатом начињена уштеда од око 25,9 милиона евра.

На крају марта 2021. године укупно стање јавног дуга општег нивоа државе износило је 3.353,4 млрд динара, односно 56,5% БДП. Од тога се на директне обавезе односило 3.144,3 млрд динара, на индиректне обавезе 164,7 млрд динара, док се 34,9 млрд динара односи на негарантовани дуг јединица локалне самоуправе и 9,5 млрд динара на негарантовани дуг ЈП „Путеви Србије“ и предузећа „Коридори Србије“ д.о.о.

Учешће јавног дуга општег нивоа државе у БДП, %



Табела 23. Јавни дуг општег нивоа државе Републике Србије у периоду крај 2018–31. март 2021. године

	2018	2019	2020	2021/III
Јавни дуг (у млрд динара)	2.757,3	2.864,0	3.181,2	3.353,4
Јавни дуг (у мил. евра)	23.328,4	24.354,9	27.055,8	28.520,2
Јавни дуг (у мил. долара)	26.669,1	27.296,9	33.254,3	33.391,4

У прва три месеца 2021. године, услед потребе да се финансирају мере подршке привреди и грађанима за борбу против пандемије изазване коронавирусом COVID-19, приметан је благи 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. и у првом кварталу 2021. године доминантно обављало у динарима дошло је до раста јавног дуга у динарима. Дошло је до раста дуга и у еврима, услед емисије еврообвезница Србија

2027 и Србија 2030 током 2020. године, као и Србија 2033 у марту 2021. године. У фебруару 2020. године отплаћен је преостали износ од 210,3 мил. америчких долара еврообвезнице Србија 2020. Исте године је и обвезница Србија 2030 која је издата у америчким доларима одмах конвертована у евре, тј. у циљу смањења валутног ризика Република Србија је закључила swar трансакцију. У фебруару 2021. је закључена још једна swar трансакција и додатно смањен дуг у америчким доларима.

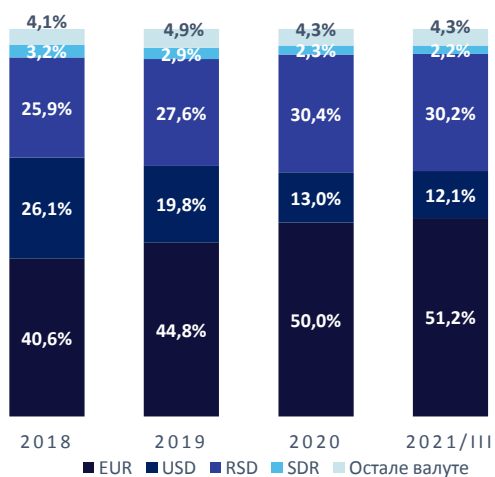
Табела 24. Стање јавног дуга централног нивоа државе по оригиналним валутама у периоду крај 2018–31. март 2021. године, у милионима

	2018	2019	2020	2021/III
EUR	9.216,7	10.582,5	13.222,5	14.254,7
USD	6.963,9	5.397,3	4.323,9	4.042,4
RSD	708.389,1	781.250,4	957.952,2	1.010.064,7
CHF	120,7	110,5	90,3	83,9
Специјална права вучења	618,1	570,4	522,7	506,9
Друге валуте (у RSD)	100.910,4	128.958,8	127.674,8	135.805,8

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 2018–2021. године су емисије динарских хартија од вредности, што је утицало на повећање учешћа јавног дуга централног нивоа власти у динарима са 26,0% на крају 2018. године на 30,5% јавног дуга Републике Србије на крају марта 2021. године, односно са 708,4 млрд динара колико је износио јавни дуг у динарима на крају 2018. године на 1.010,1 млрд динара на крају марта 2021. године.

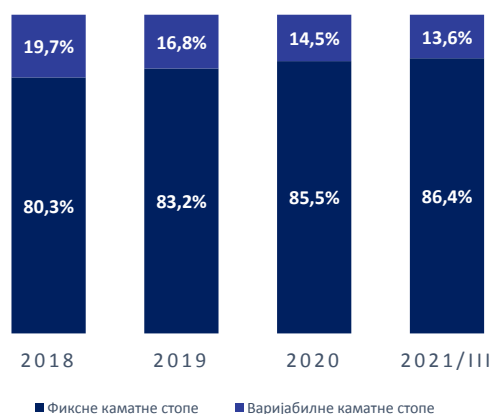
Према подацима од 31. марта 2021. године, највећи део јавног дуга општег нивоа државе Републике Србије је и даље деноминован у еврима и износи 51,2%. Затим су највише заступљени динар са 30,2% и амерички долар са 12,1%. Остатак дуга је деноминован у специјалним правима вучења 2,2% и осталим валутама 4,3%. Захваљујући континуираном развоју домаћег тржишта хартија од вредности и постепеном повећању обима емисија у домаћој валути, дошло је до значајног раста учешћа дуга у домаћој валути у претходним годинама, које је на крају 2011. године износило само 16,4%. Државне обвезнице емитоване у динарима на домаћем тржишту током 2020. године чиниле чак 87,2% укупне реализације.

Валутна структура дуга општег нивоа државе у периоду од 2018. до 31. марта 2021. године



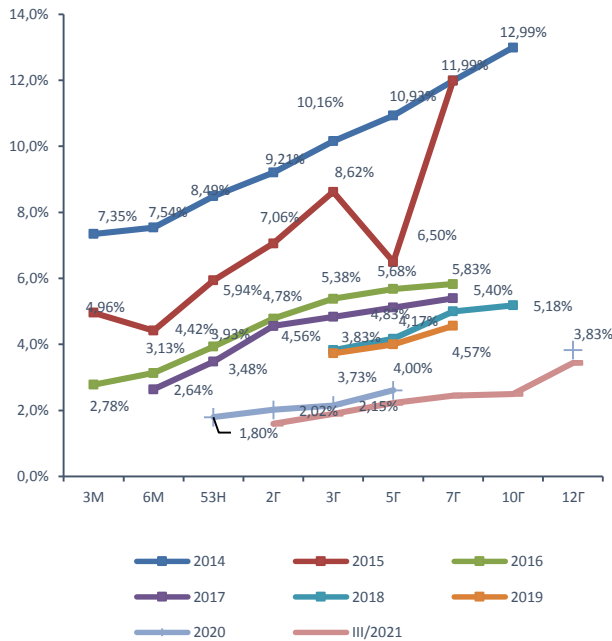
На дан 31. март 2021. године, највећи део јавног дуга општег нивоа државе Републике Србије је са фиксном каматном стопом – 86,4%, док се на јавни дуг са варијабилном каматном стопом односи 13,6% укупног јавног дуга. Међу варијабилним каматним стопама највише су заступљени EURIBOR и LIBOR на евро који чине 82,4%, затим варијабилна каматна стопа за специјална права вучења 12,1% и LIBOR на амерички долар 2,9%, док је учешће обавеза са осталим каматним стопама 2,6%.

Структура каматних стопа дуга општег нивоа државе у периоду од 2018. до 31. марта 2021. године, %

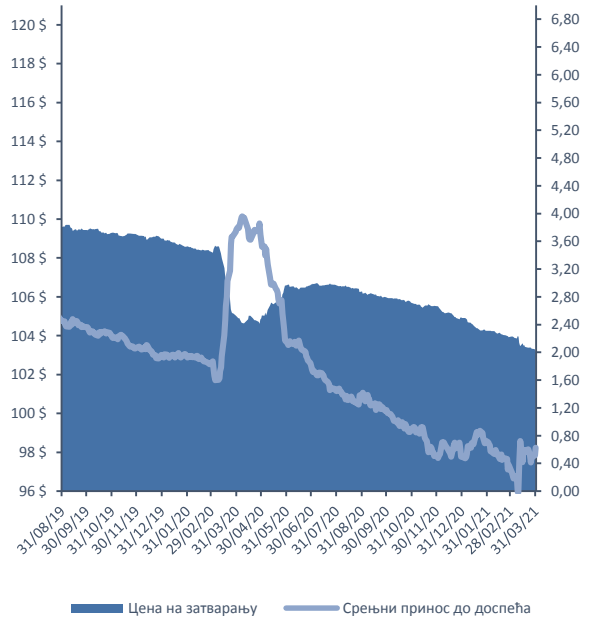


У последњих неколико година присутан је тренд пада трошкова задуживања, који је најизраженији код државних хартија од вредности емитованих на домаћем тржишту. До пада је дошло захваљујући расту кредитног рејтинга земље, односно смањењу премије ризика, ниској стопи инфлације и паду референтне каматне стопе НБС, која тренутно износи 1,0%, 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. Почетком марта 2021. рејтинг агенција Moody's повећала је кредитни рејтинг на Ба2 са Ба3, уз стабилне изгледе за даље побољшање.

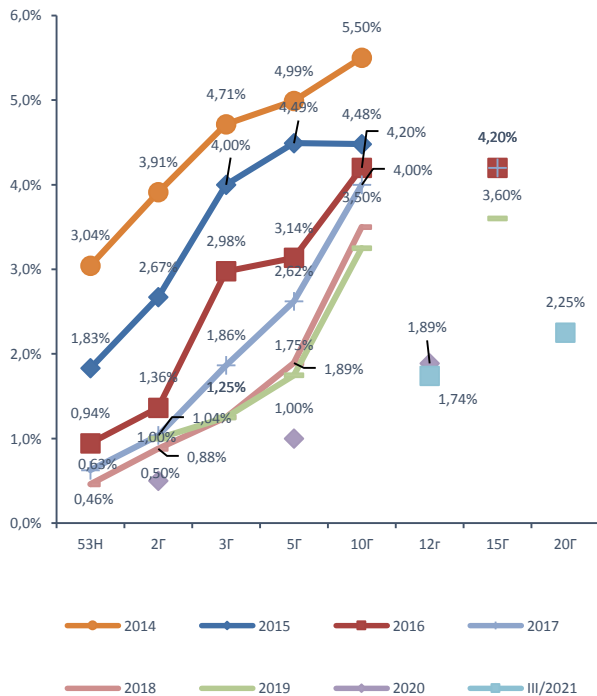
Преглед кретања просечних извршних каматних стопа на динарске државне хартије од вредности у периоду 2014–31. март 2021. године



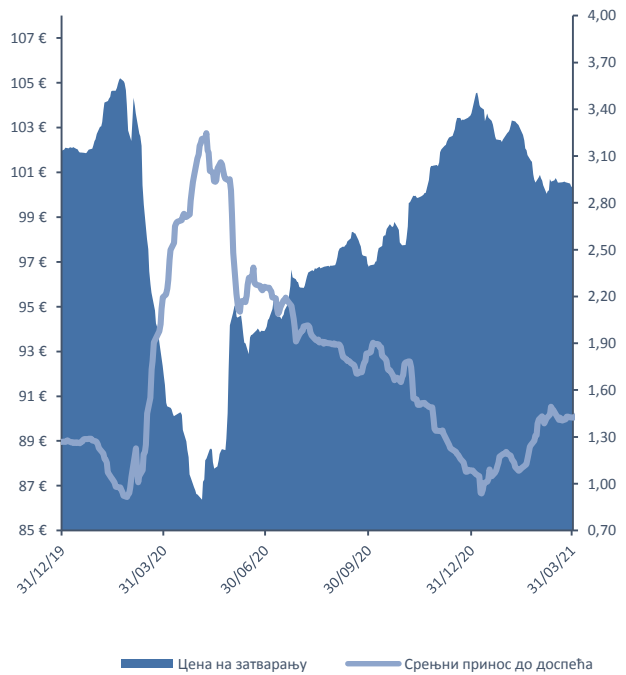
Преглед кретања цене и приноса на еврообвезницу Србија 2021



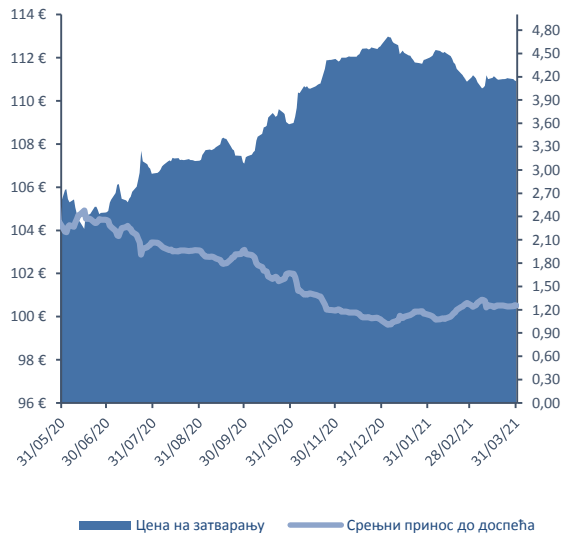
Преглед кретања просечних извршних каматних стопа на евро деноминоване државне хартије од вредности у периоду 2014–31. март 2021. године



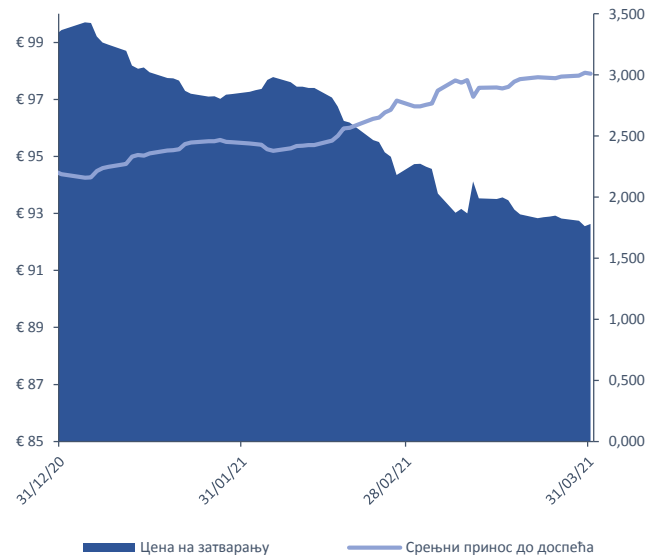
Преглед кретања цене и приноса на еврообвезницу Србија 2029



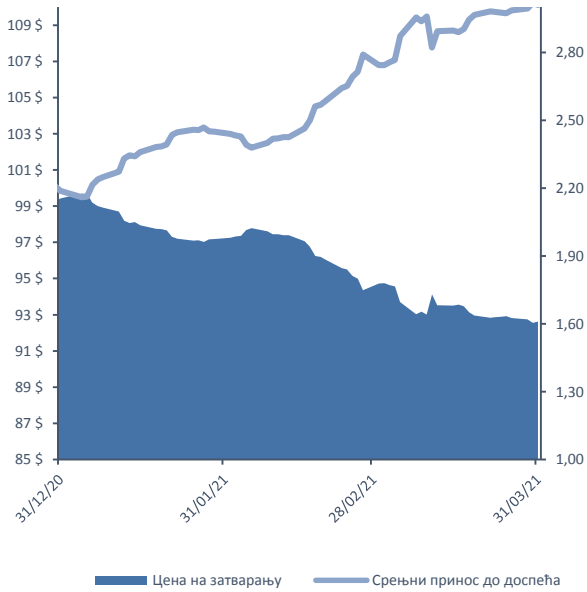
Преглед кретања цене и приноса на еврообвезницу Србија 2027



Преглед кретања цене и приноса на еврообвезницу Србија 2033



Преглед кретања цене и приноса на еврообвезницу Србија 2030



Табела 25. Пројекције отплате камата и главница до 2024. године (млрд динара)

	2021 п	2022 п	2023 п	2024 п
Главница	477,9	401,3	467,1	349,7
Камата	111,2	109,5	111,8	112,9
Укупно	589,1	510,8	578,9	462,6
У односу на јавни дуг на дан 31.3.2021. године	17,8%	15,4%	17,5%	14,0%

* са планираним *buy-back* операцијама

Табела 26. Пројекције отплате камата и главница до 2024. године (% БДП)

	2021 п	2022 п	2023 п	2024 п
Главница	8,0%	6,3%	6,9%	4,8%
Камата	1,9%	1,7%	1,6%	1,6%
Укупно	9,9%	8,1%	8,5%	6,4%

Планирани износи за отплату камата и главница у 2021. 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 2021–2024. године

Имајући у виду пројектовани примарни резултат буџета Републике Србије за период 2021–2024.

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 54,4% БДП на крају 2024. године.

Табела 27. Основна пројекција стања јавног дуга општег нивоа државе до 2024. године

	2021 п	2022 п	2023 п	2024 п
Јавни дуг (централни ниво власти), млрд РСД	3.505,8	3.698,8	3.842,8	3.934,8
Дуг централне државе, у % БДП	59,0%	58,3%	56,5%	54,4%
Негарантовани дуг јединица локалне самоуправе, у % БДП	1,0%	1,0%	1,1%	1,1%
Дуг опште државе, у % БДП	60,0%	59,3%	57,6%	55,5%

У 2021. години се очекује благи раст рација који показује учешће јавног дуга општег нивоа државе у БДП на 60,0% услед неопходности да се настави финансирање мера 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 2022. године износи 59,3%, на крају 2023. године 57,6%, а на крају 2024. године 55,5%. 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 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 1,1% БДП у периоду од 2021. до 2024. 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 деноминираних 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 деноминираних у ино-валути уз уважавање

трошкова новог дуга (трошкови динаризиције 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 30,5% на крају марта 2021. године. У истом временском интервалу удео јавног дуга у америчким доларима се смањило са 33,9% на 12,3%. Удео дуга са фиксном каматном стопом је у периоду од 2013. године до марта 2021. године порастао са 73,2% на 87,1%. 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 2,86%.

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 упоредно се разматрају алтернативни извори 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 иностраној 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 деноминирани 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 на државне записе (са роковима доспећа до 53 недеље) и државне обвезнице (са роковима доспећа од 2 године до 12,5 година).

Будуће тржишне каматне стопе и сценарио анализа

Приликом израде средњорочне стратегије управљања јавним дугом за период 2022–2024. година 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 шоковима су тестирано 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 2023. 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 2023. 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 2022–2024. година

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 70%) 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 30%) коришћењем извора финансирања у домаћој валути (емисијом хартија од вредности на домаћем тржишту).

Стратегија (C2): у односу на стратегију C1, целокупне потребе за финансирањем задовољавају се емисијом еврообвезница у доларима, рочности десет и петнаест година.

Стратегија (С3): у односу на стратегију С1, представља стратегију која целокупно финансирање заснива на емисијама еврообвезница у евриме рочности десет, дванаест и двадесет година.

Стратегија додатне динаризации (С4): 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

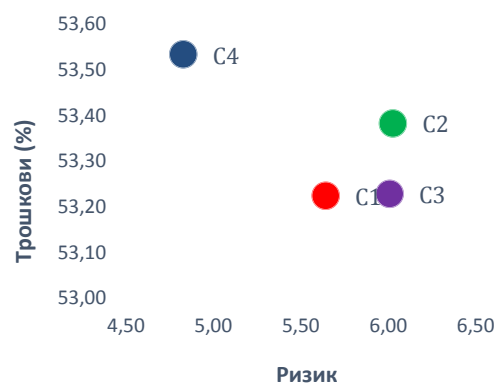
Квантитативна анализа представља учинке сваке од четири алтернативне стратегије задуживања, где се на вертикалној оси налази учешће дуга у БДП, односно трошка камата у БДП при основном макроекономском оквиру, док се на хоризонталној оси налази потенцијални трошак одређене стратегије задуживања (резултат 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 2024. године.

На основу графикона јасно се уочавају трошкови које свака од разматраних стратегија носи са собом. Стратегија С1 при основном макроекономском оквиру има најнижи рацио учешћа дуга у БДП на крају 2024. године, у комбинацији са умереном изложеношћу ризику девизног курса у поређењу са осталим стратегијама. Најнижу изложеност промени девизног курса има стратегија С4 јер се заснива на емисији динарских хартија, али је са друге стране то најскупља стратегија мерено учешћем дуга у БДП. Стратегије С2 и С3 имају релативно највећу изложеност ризику девизног курса, јер се потпуно заснивају на изворима финансирања у страниој валути, али су мерене учешћем дуга у БДП повољније од стратегије С4. Са аспекта учешћа камата у БДП, стратегија С4 је релативно скупља и има већи ризик од повећања учешћа камата у БДП јер је изложена осцилацијама

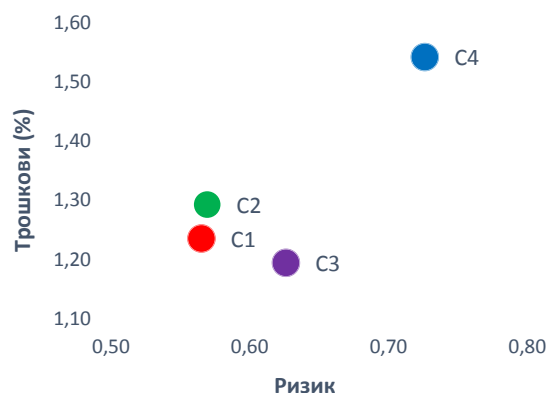
динарских каматних стопа. Код стратегија С1, С2 и С3 присутан је нижи ризик од повећања учешћа камата у БДП јер је и шок од промене каматних стопа мањи. Мерено учешћем камата у БДП, стратегије С1, С2 и С3 имају ниже трошкове камата у односу на стратегију С4.

Анализом учешћа јавног дуга у БДП оцењено је да стратегија С1, при основном сценарију, има нижи рацио у односу на остале стратегије. Такође ризик повећања учешћа дуга у БДП због промене девизног курса, код С1 је нижи од С2 и С3. Мерено учешћем камата у БДП и могућим повећањем овог рација проузрокованог шоком раста каматних стопа, стратегије С1 представља једну од боље позиционираних стратегија. Имајући у виду наведено, евидентно је да ће се у наредном средњорочном периоду основне операције задуживања заснивати на стратегији С1.

Однос дуга и БДП на крају 2024. године



Однос камата и БДП на крају 2024. године



Табела 28. Однос јавног дуга и БДП на крају 2024. године

Сценарији	C1	C2	C3	C4
Основни сценарио	53,2	53,4	53,2	53,5
Шок девизног курса (15% све валуте)	58,9	59,4	59,2	58,4
Каматни шок (сценарио 1)	53,8	54,0	53,8	54,1
Каматни шок (сценарио 2)	54,1	54,3	54,2	54,7
Комбиновани шок (15% УСД и каматни шок1)	54,9	56,3	54,9	55,2
Максимални ризик	5,6	6,0	6,0	4,8

Табела 29. Однос плаћања по основу камата и БДП на крају 2024. године

Сценарији	C1	C2	C3	C4
Основни сценарио	1,2	1,3	1,2	1,5
Шок девизног курса (15% све валуте)	1,3	1,4	1,3	1,6
Каматни шок (сценарио 1)	1,6	1,7	1,6	1,9
Каматни шок (сценарио 2)	1,8	1,9	1,8	2,3
Комбиновани шок (15% УСД и каматни шок1)	1,6	1,8	1,6	2,0
Максимални ризик	0,6	0,6	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 30. Индикатори ризика за алтернативне стратегије на крају 2024. године

		C1	C2	C3	C4
Номинални дуг (% БДП)		53,2	53,4	53,2	53,5
Примењена каматна стопа (%)		2,4	2,5	2,3	2,9
Ризик рефинансирања	АТМ ¹⁴ спољни портфолио (у годинама)	7,9	8,9	9,1	7,1
	АТМ домаћи портфолио (у годинама)	5,5	4,2	4,2	7,9
	АТМ укупан портфолио (у годинама)	7,3	8,2	8,4	7,5
Ризик каматних стопа	АТР ¹⁵ (у годинама)	6,7	7,9	8,0	7,2
	Рефиксирање (% укупног дуга)	14,2	10,6	10,7	10,6
	Дуг по фиксним стопама (% укупног дуга)	90,2	93,8	93,8	93,8
Ризик девизног курса	Ино-валутни дуг (% укупног дуга)	74,2	85,1	85,0	48,6

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 2020. године стање дуга централног нивоа власти достигло је 57,4% БДП, а опште државе

58,2% БДП. Рацио јавни дуг/БДП централног нивоа власти на крају марта 2021. године износио је 55,7% БДП, а опште државе 56,5% БДП. До краја 2021. године се очекује благи раст рација на ниво од око 59,0% БДП на централном нивоу, односно 60,0% БДП на нивоу опште државе, услед потребе да се даље финансирају мере за сузбијање утицаја пандемије изазване коронавирусом COVID-19. Због високог учешћа дуга деноминованог у иностраној валути (69,5%), евидентно је да ће девизни ризик

¹⁴ АТМ (Average Time to Maturity) – енглеска скраћеница за просечно време до доспећа.

¹⁵ АТР (Average Time to Refixing) – енглеска скраћеница за просечно време до промене каматних стопа.

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

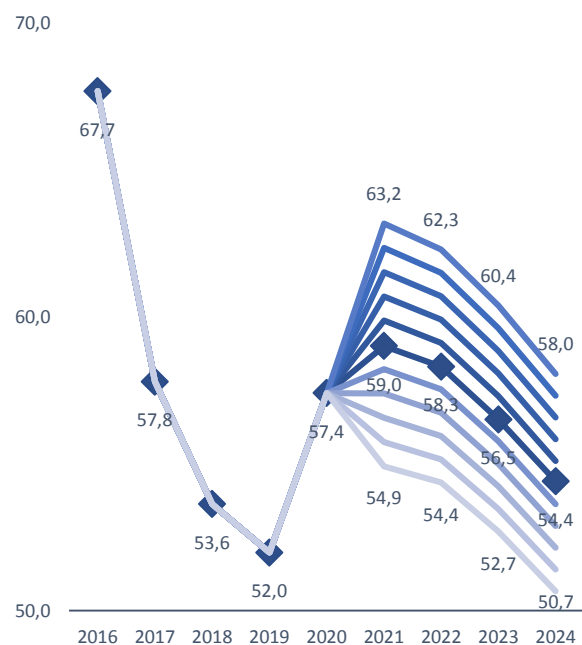
дуг централног нивоа власти би на кају 2024. године требало да буде на нивоу од 54,4% БДП.

Основни фактори који утичу на стабилизацију рација јавни дуг/БДП су раст БДП, позитивни примарни резултат, курс динара према иновалутама и висина каматних стопа.

Табела 31. Доприноси основних макроекономских варијабли на промену рација јавни дуг (централног нивоа државе) – БДП, у %

	2019	2020	2021 п	2022 п	2023 п	2024 п
Дуг централне државе/БДП	52,0	57,4	59,0	58,3	56,5	54,4
Промена у односу на претходну год. у % БДП	-1,7	5,4	1,6	-0,7	-1,8	-2,1
Допринос примарног фискалног резултата	-2,2	6,4	5,1	1,2	-0,1	-0,5
Допринос камата	2,0	2,0	1,9	1,7	1,6	1,6
Допринос раста номиналног БДП	-3,4	-0,4	-4,6	-3,8	-3,9	-3,4
Допринос осталих фактора	2,0	-2,5	-0,8	0,1	0,6	0,3

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 2024. годину кретао у распону од 50,7% до 58,0%, док би за основни сценарио био на нивоу од 54,4%.

Главни ризици за остварење Стратегије, поред горе наведених фактора који су квантификовани, су и стабилност макроекономске ситуације у Републици Србији, потребе за додатним задуживањем 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 шест година.

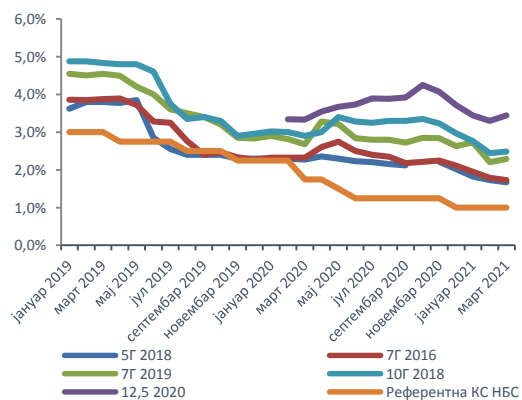
Дугорочни стратешки оквир за управљање јавним дугом

Основни стратешки циљеви којима је потребно тежити у наредном дугорочном периоду, како би

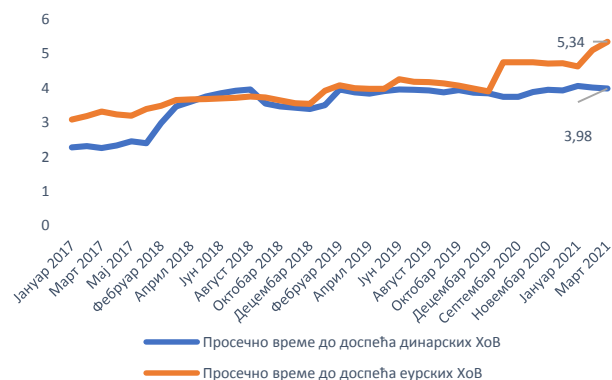
се минимизирали ризици повећања задужености и трошкова сервисирања јавног дуга су:

- да учешће дуга деноминovanог у динарима износи најмање 30% укупног јавног дуга на средњи рок;
- да учешће дуга деноминovanог у еврима у јавном дугу износи најмање 65% дуга у ино-валути, укључујући будућа задуживања 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 (ATM) унутрашњег дуга буде на нивоу од најмање 5,0 година на средњи рок;
- да се просечно време до доспећа (ATM) 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 (ATM) државних хартија од вредности емитованих на домаћем финансијском тржишту у периоду 01. јануар 2017.–31. март 2021. године



Мере за унапређење тржишта динарских хартија од вредности у периоду 2022–2024. године

Тржиште државних хартија од вредности, у периоду од 2012. године до марта 2021. 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 марта 2021. године износило 90,6%.

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 петоипогодишње и дванаестоипогодишње обвезнице са полугодишњим купоном. У 2021. години изменама Уредбе о општим условима за емисију и продају државних хартија од вредности на примарном тржишту („Службени гласник РС”, бр. 100/2014, 78/2017, 66/2018, 78/2018 и 140/2020), омогућено је повећање обима раније емитованих обвезница, па је код петоипогодишње и дванаестоипогодишње обвезнице, повећан обим емисије за по 50 милијарди динара. Такође, повећање обима емисије, у износу од 10 милијарди динара, извршено је и код десетогодишње обвезнице првобитно емитоване 6. фебруара 2018. године.

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 марта 2021. године износило 25,0%. Почетком 2021. године, званично је потврђено да ће Република Србија у јуну 2021. године ући у J.P Morgan индекс државних обвезница земаља у развоју (GBI-EM *Global Diversified Index*). У индекс ће бити укључене три динарске бенчмарк обвезнице са доспећем 11. јануара 2026. године (RSMFRSD89592), 6. фебруара 2028. године (RSMFRSD55940) и 20. августа 2032. године (RSMFRSD86176).

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), на крају 2020. године 1.429 дана (3,9 година), а на крају марта 2021. године 1.452 дана (4 године). Развој домаћег тржишта државних хартија од вредности биће од стране Републике Србије потпомогнут следећим мерама:

- Укључивање обвезница Републике Србије у глобални индекс значајно ће повећати базу инвеститора и додатно поспешити секундарно трговање, што ће допринети 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 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 смањењу ризика рефинансирања дуга. Наведеним изменама Закона предвиђа се и пословање са 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.