

BOSNA I HERCEGOVINA
MINISTARSTVO FINANSIJA/
FINANSIJA I TREZORA



БОСНА И ХЕРЦЕГОВИНА
МИНИСТАРСТВО ФИНАНСИЈА
И ТРЕЗОРА

BOSNIA AND HERZEGOVINA
MINISTRY OF FINANCE
AND TREASURY

**Srednjoročna strategija upravljanja dugom Bosne i Hercegovine
za period 2021-2024. godina**

Sarajevo, maj 2022. godine

SADRŽAJ

SADRŽAJ.....	1
I SREDNJOROČNA STRATEGIJA UPRAVLJANJA DUGOM BOSNE I HERCEGOVINE.....	2
UVOD.....	2
1. PRAVNI OKVIR	2
2. CILJEVI STRATEGIJE BIH	3
3. OBUHVAT STRATEGIJE BIH	3
4. PREGLED STRUKTURE, TROŠKOVA I RIZIKA POSTOJEĆEG DUGA.....	4
4.1. STRUKTURA POSTOJEĆEG DUGA	4
4.2. TROŠKOVI I RIZICI POSTOJEĆEG DUGA	5
4.3. IMPLEMENTACIJA STRATEGIJE BIH U 2020. GODINI	7
5. MAKROEKONOMSKI OKVIR	8
6. IZVORI FINANSIRANJA	9
6.1. VANJSKI IZVORI FINANSIRANJA	9
6.2. UNUTRAŠNJI IZVORI FINANSIRANJA	9
7. ANALIZA STRATEGIJE BIH.....	10
7.1. OPIS SREDNJOROČNIH STRATEGIJA UPRAVLJANJA DUGOM ENTITETA I BRČKO DISTRIKTA	10
7.2. ANALIZA TROŠKOVA I RIZIKA STRATEGIJE BIH	11
8. SMJERNICE	13
II SREDNJOROČNE STRATEGIJE UPRAVLJANJA DUGOM ENTITETA I BRČKO DISTRIKTA.....	14
A. STRATEGIJA UPRAVLJANJA DUGOM REPUBLIKE SRPSKE	14
B. STRATEGIJA UPRAVLJANJA DUGOM FEDERACIJE BIH.....	33
C. SREDNJOROČNA STRATEGIJA UPRAVLJANJA DUGOM BRČKO DISTRIKTA	55

I SREDNJOROČNA STRATEGIJA UPRAVLJANJA DUGOM BOSNE I HERCEGOVINE

Uvod

Upravljanje dugom ima značajnu ulogu u makroekonomskoj politici. Uspostavljanje i sprovođenje strategije za upravljanje dugom u nastojanju da se pribavi potrebna količina sredstava po niskoj cijeni u srednjem do dugom roku, zahtjeva dosljednost u ocjeni troškova i rizika u tom kontekstu.

Zakonom o zaduživanju dugu i garancijama BiH definisana je priprema Srednjoročne strategije upravljanja dugom BiH, a koja će sadržavati i dug entiteta i Brčko distrikta. S tim u vezi, Savjet ministara BiH je na 101. sjednici, održanoj 12.05.2017. godine, kao proceduralni akt usvojio Kalendar razmjene podataka potrebnih za pripremu Srednjoročne strategije upravljanja dugom BiH (Kalendar), koji definiše rokove i aktivnosti svih učesnika u pripremi Srednjoročne strategije upravljanja dugom BiH. U skladu sa Kalendarom, Srednjoročna strategija upravljanja dugom BiH se priprema na bazi srednjoročnih strategija upravljanja dugom Republike Srpske (RS), Federacije BiH (FBiH) i Brčko distrikta BiH (DB), uključujući i vanjski dug Institucija BiH. Naime, izrada Srednjoročne strategije upravljanja dugom BiH podrazumijeva da vlade entiteta i DB pripreme i usvoje svoje strategije upravljanja dugom na osnovu svojih bruto finansijskih potreba i izvora finansiranja i makroekonomskih pokazatelja, pri čemu se koriste isti scenariji šoka i zajedničke početne projekcije, u smislu kamatnih stopa na vanjski dug i valutnog kursa, dok se koriste različite projekcije kretanja kamatnih stopa na unutrašnji dug entiteta.

Srednjoročna strategija upravljanja dugom BiH se revidira na godišnjem nivou i daje širu sliku portfolija duga BiH kroz analizu trenutnog duga, varijacije zaduženosti na šokove, te definiše srednjoročne ciljeve upravljanja dugom i daje smjernice donosiocima odluka o zaduživanju.

U skladu sa navedenim, Srednjoročna strategija upravljanja dugom BiH za period 2021-2024. godina (Strategija BiH) prezentuje strukturu duga, procjenu stanja zaduženosti, te definiše srednjoročne ciljeve upravljanja dugom i smjernice za dostizanje postavljenih ciljeva.

1. Pravni okvir

Pravni okvir kojim se reguliše oblast duga Bosne i Hercegovine utvrđen je Zakonom o zaduživanju, dugu i garancijama BiH („Službeni glasnik BiH”, br. 52/05, 103/09 i 90/16), te Zakonom o izmirenju obaveza po osnovu računa stare devizne štednje („Službeni glasnik BiH”, br. 28/06, 76/06, 72/07, 97/11 i 100/13). Zakonom o zaduživanju dugu i garancijama Bosne i Hercegovine utvrđena je nadležnost Ministarstva finansija i trezora BiH u pogledu zaduživanja, tj. provođenja procedura vanjskog zaduživanja i upravljanja državnim dugom, a kroz: upravljanje, evidentiranje, nadgledanje, servisiranje i pripremu planova u pogledu državnog duga.

Dug entiteta i DB regulisan je kroz sljedeći pravni okvir:

- Zakon o zaduživanju, dugu i garancijama Republike Srpske („Službeni glasnik Republike Srpske”, br. 71/12 i 52/14, 114/17, 131/20, 28/21 i 90/21);
- Zakon o uslovima i načinu izmirenja obaveza po osnovu računa stare devizne štednje emisijom obveznica u Republici Srpskoj („Službeni glasnik Republike Srpske”, broj: 1/08);
- Zakon o dugu, zaduživanju i garancijama u Federaciji Bosne i Hercegovine („Službene novine Federacije Bosne i Hercegovine”, br. 86/07, 24/09, 44/10 i 30/16);

- Zakon o uslovima i postupku verifikacije opštih obaveza Republike Srpske („Službeni glasnik Republike Srpske“, broj: 109/12);
- Zakon o ostvarivanju prava na naknadu materijalne i nematerijalne štete nastale u periodu ratnih dejstava od 20. maja 1992. do 19. juna 1996. godine („Službeni glasnik Republike Srpske“, br. 103/05, 1/09, 49/09 i 118/09);
- Zakon o izmirenju obaveza po osnovu računa stare devizne štednje u Federaciji Bosne i Hercegovine („Službene novine Federacije Bosne i Hercegovine“, br. 62/09, 42/11, 91/13 i 101/16);
- Zakon o izmirenju obaveza po osnovu računa stare devizne štednje emisijom obveznica u Brčko distriktu Bosne i Hercegovine („Službeni glasnik Brčko distrikta BiH“, br. 16/09, 19/10, 31/11, 20/13 i 06/18);
- Zakon o trezoru Brčko distrikta BiH („Službeni glasnik Brčko distrikta BiH“, br. 3/07, 19/07 i 2/08, 35/17, 52/18, 03/19 i 34/19);
- Zakon o unutrašnjem dugu Brčko distrikta Bosne i Hercegovine („Službeni glasnik Brčko distrikta BiH“, br. 27/04 i 19/07);
- Zakon o utvrđivanju i načinu izmirenja unutrašnjih obaveza FBiH („Službene novine Federacije Bosne i Hercegovine“, br. 66/04, 49/05, 35/06, 31/08, 32/09, 65/09, 42/11 i 35/14);
- Zakon o unutrašnjem dugu Republike Srpske („Službeni glasnik Republike Srpske“, br. 1/12, 28/13, 59/13 i 44/14).

2. Ciljevi Strategije BiH

Osnovni cilj Strategije BiH je obezbjeđivanje finansijskih sredstava za finansiranje potreba države, entiteta i DB uz prihvatljivi nivo troškova finansiranja i rizika. Dodatni cilj predstavlja razvoj domaćeg tržišta hartija od vrijednosti.

3. Obuhvat Strategije BiH

Stanje javne zaduženosti Bosne i Hercegovine na kraju 2020. godine iznosilo je 12.193,0 mil KM. Strategija BiH obuhvata dug¹ koji predstavlja direktnu ili indirektnu obavezu Institucija BiH, entiteta i DB, a što predstavlja 11.174,3 mil KM, odnosno 91,6% javne zaduženosti BiH.

U skladu sa navedenim, Strategija BiH obuhvata:

- Vanjski državni dug i vanjski dug entiteta i DB,
- Unutrašnji dug Bosne i Hercegovine, tj. unutrašnji dug entiteta i DB, a koji predstavlja njihovu direktnu ili indirektnu obavezu.

Strategija BiH ne obuhvata:

- Izdate vanjske državne garancije,
- Izdate unutrašnje garancije entiteta,
- Vanjski dug jedinica lokalne samouprave nastao direktnim zaduženjem jedinica lokalne samouprave i koji predstavlja direktnu obavezu istih,

¹ Preostali dio javne zaduženosti se ne servisira iz budžeta Institucija BiH, entiteta i DB zbog čega nije uključen u Strategiju BiH.

- Unutrašnji dug entiteta nastao direktnim zaduženjem opština, gradova, kantona, javnih preduzeća i fondova socijalne sigurnosti.

4. Pregled strukture, troškova i rizika postojećeg duga

4.1. Struktura postojećeg duga

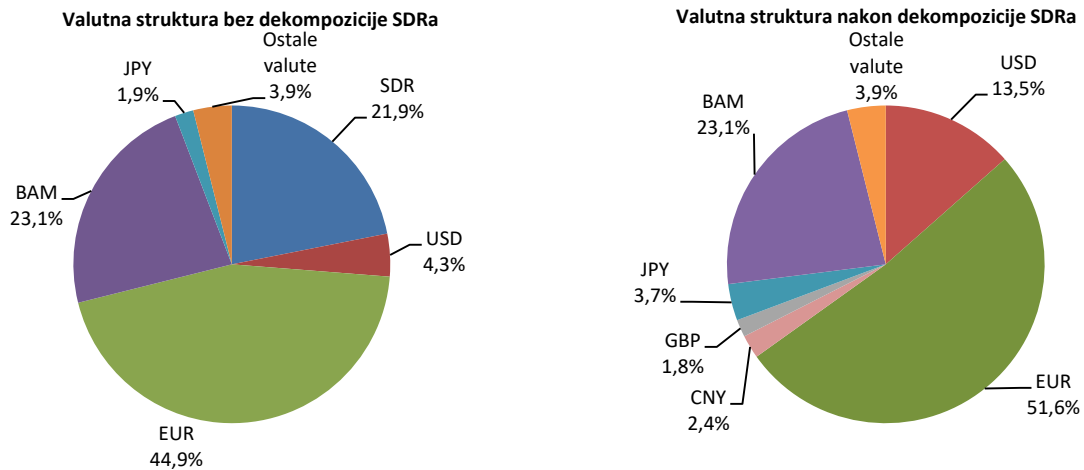
Ukupan dug uključen u Strategiju BiH iznosi 11.174,3 mil KM na kraju 2020. godine, što predstavlja 31,6% BDP-a i isti je prikazan u narednoj tabeli.

Tabela 1.: Ukupni dug BiH na dan 31.12.2020. godine

Opis	Dug (u mil KM)				Ukupno	Nominalni iznos duga kao % BDP ²
	Federacija BiH	Republika Srpska	Distrikt Brčko	Institucije BiH		
Vanjski dug	4.982,7	3.495,6	52,5	66,4	8.597,2	24,3%
Unutrašnji dug	849,9	1.725,4	1,8	0,0	2.577,1	7,3%
Ukupni dug	5.832,6	5.221,0	54,3	66,4	11.174,3	31,6%

U ukupnom dugu, vanjski dug učestvuje sa 76,9%, a unutrašnji dug sa 23,1%. Udio duga sa fiksnom kamatnom stopom u ukupnom stanju duga iznosi 70,0%, dok je učešće vanjskog duga u neEUR valutama u ukupnom dugu 32,1%. Valutna struktura ukupnog duga BiH obuhvaćenog Strategijom BiH data je u Slici 1., uključujući i valutnu strukturu nakon dekompozicije SDR valute.

Slika 1. Valutna struktura ukupnog duga BiH na dan 31.12.2020. godine

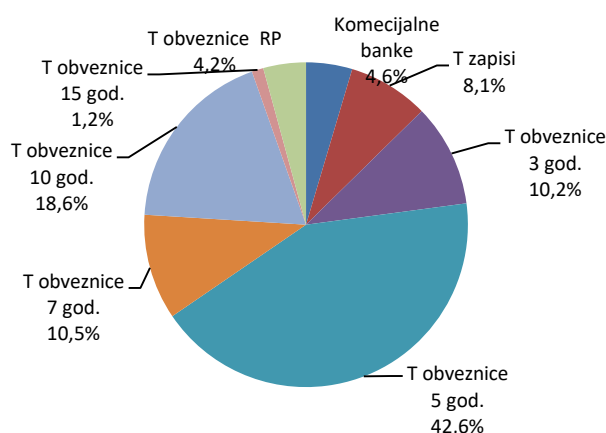


Vanjski dug uglavnom čine obaveze prema multilateralnim kreditorima (78,3%), dok unutrašnji dug čine: trezorske obveznice (T-obveznice), trezorski zapisi (T-zapisi), krediti od komercijalnih banaka u zemlji, te obveznice emitovane za izmirenje obaveza nastalih po osnovu stare devizne štednje i ratnih potraživanja. T-obveznice su ročnosti od 1 do 15 godina. Struktura vanjskog duga prema kreditorima i unutrašnjeg duga prema vrsti duga prikazana je u Slici 2..

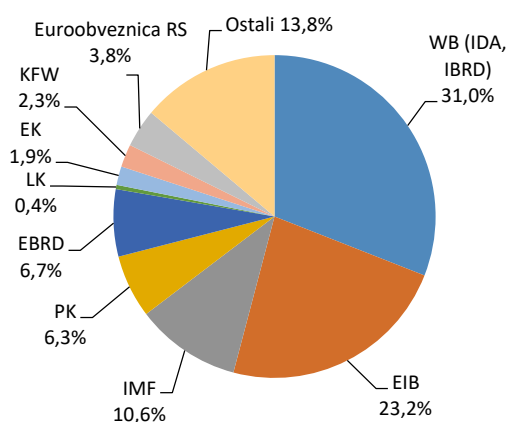
² BDP za 2020. godinu= 35.452 mil KM, Agencija za statistiku BiH, Bruto domaći proizvod - rashodni pristup, Saopćenje od 31.03.2022. godine;

Slika 2. Struktura duga BiH sa 31.12.2020. godine

Struktura unutrašnjeg duga³



Struktura vanjskog duga



4.2. Troškovi i rizici postojećeg duga

Ukupan dug BiH koji obuhvata Strategija BiH karakteriše relativno niska prosječna ponderisana kamatna stopa (Tabela 2.). Ponderisana prosječna kamatna stopa ukupnog duga je 1,8%, vanjskog duga je 1,5%, a unutrašnjeg duga 2,5%. Ovo je u najvećoj mjeri rezultat vanjskog koncesionalnog zaduživanja i značajnog učešća vanjskih kredita sa varijabilnom kamatnom stopom, te niske kamatne stope koje nose obveznice emitovane za staru deviznu štednju i ratna potraživanja.

Tabela 2. BiH: Indikatori troškova i rizika postojećeg duga na kraju 2020. godine

BOSNA I HERCEGOVINA				
Indikatori troškova i rizika	Vanjski dug	Unutrašnji dug	Ukupni dug	
Iznos duga (mil KM)	8.597,2	2.577,1	11.174,3	
Iznos duga (mil USD)	5.398,4	1.618,2	7.016,6	
Nominalni iznos duga u % BDP	24,3	7,3	31,6	
Sadašnja vrijednost duga u % BDP	19,8	7,3	27,1	
Troškovi duga	Iznos kamate u odnosu na BDP (%)	0,4	0,2	0,6
	Prosječna ponderisana kamatna stopa (%)	1,5	2,5	1,8
Rizik refinansiranja	ATM (godine)	6,7	3,5	6,0
	Dospijeće duga u sljedećoj godini (% ukupnog)	7,7	23,0	11,2
	Dospijeće duga u sljedećoj godini (% BDP)	1,9	1,7	3,6
Kamatni rizik	ATR (godine)	4,5	3,5	4,2
	Dug koji se refiksira u sljedećoj godini (% ukupnog)	42,6	23,8	38,3
	Dug sa fiksnom kamatnom stopom (% ukupnog)	61,5	98,3	70,0
Valutni rizik	Vanjski dug (% ukupnog duga)			76,9
	Vanjski dug, isključujući dug u EUR (% od ukupnog)			32,1
	Kratkoročni vanjski dug (% rezervi)			4,7

ATM=prosječno vrijeme do dospelja, ATR=prosječno vrijeme refiksiranja

Rizik refinansiranja je umjeren. Profil otplate ukupnog duga (Slika 3.) ukazuje na značajan servis vanjskog duga u 2023. godini, s obzirom da tada dospijeva kredit Evropske komisije Makrofinansijska

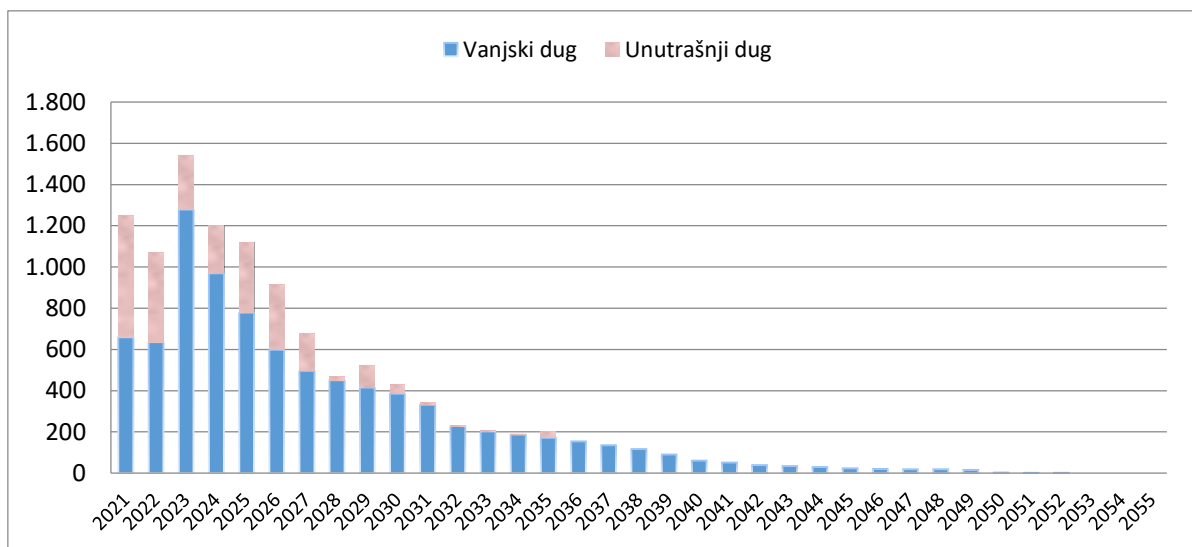
³ T-obveznice 5 god. RP su amortizirajuće obveznice po osnovu ratnih potraživanja koje izdaje FBiH.

pomoć II u iznosu od 50 mil EUR, Euroobveznica RS u iznosu od 168 mil EUR, te dio otplate glavnice za IMF kredit RFI (Rapid Finance Instrument) za suzbijanje negativnih posljedica na smanjenu ekonomsku aktivnost prouzrokovanu pandemijom Covid-19 u iznosu od 87,44 mil SDR. Prosječno vrijeme do dospeljeća (ATM) za unutrašnji dug je 3,5 godina, dok je za vanjski dug 6,7 godina.

Rizik kamatne stope je umjeren. U strukturi ukupnog duga 70,0% kredita se odnosi na kredite sa fiksnim kamatnim stopama. 42,6% vanjskog duga i 23,8% unutrašnjeg duga imaju kamatnu stopu koja se refiksira u roku od godinu dana. Rezultat ovako visokog procenta vanjskog duga koji se refiksira u roku od godinu dana je značajno učešće varijabilne kamatne stope u portfoliju vanjskog duga (38,5%).

Valutni rizik je umjeren i znatno manji u odnosu na učešće vanjskog duga u ukupnoj strukturi duga zbog valutne klauzule (povezanost KM sa EUR), zbog čega je promjenama valutnih kurseva izloženo 32,1% ukupnog duga iako je učešće vanjskog duga u ukupnom dugu 76,9%.

Slika 3. Profil otplate postojećeg ukupnog duga



4.3. Implementacija Strategije BiH u 2020. godini

Srednjoročna strategija upravljanja dugom BiH prvi put usvojena je 26.04.2016. godine od strane Vijeća ministara BiH, te implementaciju Strategije BiH možemo posmatrati kroz uporedni pregled indikatora troškova i duga, prikazanih u narednoj tabeli.

Tabela 3. BiH: Uporedni pregled indikatora troškova i rizika duga u periodu 2015.-2020. godine

Indikatori troškova i rizika		2015.	2016.	2017.	2018.	2019.	2020.
		BiH	BiH	BiH	BiH	BiH	BiH
Nominalni iznos duga u odnosu na BDP (%)		36,7	35,9	31,9	29,9	28,7	31,6
Sadašnja vrijednost duga u odnosu na BDP (%)		32,5	31,6	28,5	26,5	24,3	27,1
Iznos kamate u odnosu na BDP (%)		0,7	0,7	0,6	0,6	0,6	0,6
Prosječna ponderisana kamatna stopa (%)		1,9	1,9	1,9	1,9	1,9	1,8
Rizik refinansiranja	Dospijeće duga u sljedećoj godini (% ukupnog)	11,2	13,3	14,6	10,9	9,6	11,2
	Dospijeće duga u sljedećoj godini (% BDP-a)	4,1	4,8	4,7	3,3	2,7	3,6
	ATM vanjski dug (godine)	7,3	7,1	7,2	7,3	7,1	6,7
	ATM unutrašnji dug (godine)	3,1	3,1	3,1	3,0	3,5	3,5
	ATM ukupni dug (godine)	6,3	6,2	6,2	6,4	6,4	6,0
Kamatni rizik	ATR (godine)	4,1	4,2	4,2	4,4	4,7	4,2
	Dug koji se refiksira u sljedećoj godini (% ukupnog duga)	46,1	44,5	43,2	38,6	33,6	38,3
	Dug po fiksnoj kamati (% ukupnog duga)	60,9	62,7	65,4	68,3	73,1	70,0
Valutni rizik	Vanjski dug (% ukupnog duga)	77,5	76,7	75,6	80,1	78,9	76,9
	Vanjski dug, isključujući dug u EUR (% ukupnog duga)	37,8	37,1	33,7	32,8	31,4	32,1
	Vanjski dug, isključujući dug u EUR (% vanjskog duga)	48,8	48,4	44,5	40,9	39,9	41,7
	Kratkoročni vanjski dug (% rezervi)	7,4	8,9	7,6	5,7	4,9	4,7

Analizom uporednih indikatora primjetno je da su se nominalni dug u odnosu na BDP i sadašnja vrijednost u odnosu na BDP povećali u 2020. godini, dok je udio kamate u BDP-u na istom nivou kao i prethodnih godina. Prosječna ponderisana kamatna stopa od 1,8% je najniža u posmatranom periodu.

Rizik refinansiranja u 2020. godini je veći u odnosu na 2018. i 2019. godinu s obzirom da je došlo do značajnog povećanja dospelja duga u sljedećoj godini, te da je i prosječno vrijeme do dospelja duga za ukupni dug najmanje u posmatranom periodu.

Takođe, došlo je i do povećanja izloženosti riziku kamatne stope u 2020. godini u odnosu na prethodnu godinu imajući u vidu da su svi indikatori koji se odnose na ovaj rizik pogoršani.

Iako je učešće vanjskog duga u ukupnom dugu u 2020. godini smanjeno u odnosu na prethodnu godinu, izloženost vanjskog duga promjenama valutnih kurseva je povećana. Naime, učešće vanjskog duga u neEUR valutama u ukupnom i vanjskom dugu je povećano, dok je smanjeno učešće kratkoročnog vanjskog duga u deviznim rezervama.

Na navedene indikatore rizika najveći uticaj imalo je zaduživanje po osnovu novog RFI aranžmana (Rapid Finance Instrument) sa IMF-om za suzbijanje negativnih posljedica na ekonomsku aktivnost

uzrokovanu pandemijom COVID-19 virusa, sa učešćem u ukupno angažovanim sredstvima u 2020. godini od 47,7%. Navedeni kredit je u obračunskoj valuti SDR koja fluktuiru u odnosu na KM i EUR, kamatna stopa je varijabilna i na dan 31.12.2020. godine bila je 1,08%, a otplata glavnice kredita se vrši kvartalno u roku od 2 godine nakon isteka „grejs“ perioda koji traje 3 godine.

Ukupno angažirana vanjska sredstava u 2020. godini iznose 1.362,7 mil KM, od čega je 43,3% u EUR valuti, a sa fiksnom kamatnom stopom 26,4%.

U 2020. godini ugovoreno je 17 novih kreditnih aranžmana u iznosu od 1.629,9 mil KM, od čega u valuti EUR 93,4% i fiksnom kamatnom stopom 34,0%.

5. Makroekonomski okvir

Makroekonomske pretpostavke⁴ korištene u analizi izrade Strategije BiH su prikazane u Tabeli 4..

Tabela 4.: Makroekonomske pretpostavke

	2020	2021.	2022.	2023.	2024.
Nominalni BDP (u mil. KM)	35.452	37.578	39.590	41.344	43.303
Nominalni rast (u %)	-3,0	6,0	5,4	4,4	4,7
BDP deflator (preth.godina=100)	100,2	100,6	103,2	101,3	101,7
Realni rast (u %)	-3,2	5,4	2,1	3,1	3,0
Inflacija mjerena indeksom potrošačkih cijena u %	-1,0	2,0	6,0	1,8	1,7
Budžetski prihodi ⁵ (u mil. KM)	7.836	8.488	8.645	9.121	9.447
Budžetski rashodi ⁶ (u mil. KM)	8.935	8.958	8.983	8.920	9.073

⁴ BDP, nominalni rast, realni rast, BDP deflator i inflacija mjerena indeksom potrošačkih cijena za period (2021-2024.godine) su projekcije Direkcije za ekonomsko planiranje BiH iz marta 2022. godine.

⁵ Zbir prihoda entiteta, DB i Institucija BiH koji su korišteni u izradi strategija.

⁶ Zbir rashoda entiteta, DB i Institucija BiH koji su korišteni u izradi strategija.

6. Izvori finansiranja

6.1. Vanjski izvori finansiranja

Potencijalni vanjski izvori finansiranja predviđeni Strategijom BiH su navedeni u Tabeli 5..

Tabela 5.: Vanjski izvori finansiranja

Naziv kreditora	Kamatna stopa	Grejs period	Rok otplate	Valuta	Rizik
IBRD	Fiksna ili varijabilna	5-10	15-32	EUR	Rizik refiksiranja za varijabilnu
EIB	Fiksna ili varijabilna	4-8	25-30	EUR	Rizik refiksiranja za varijabilnu
CEB	Fiksna ili varijabilna	5	10-20	EUR	Rizik refiksiranja za varijabilnu
IFAD	Fiksna ili varijabilna	3-10	18-30	SDR	Rizik refiksiranja za varijabilnu, refinansiranja i valutni rizik
EBRD	Fiksna ili varijabilna	3-5	12-15	EUR	Rizik refiksiranja za varijabilnu i refinansiranja
EVROPSKA KOMISIJA	Fiksna ili varijabilna	14	15	EUR	Rizik refinansiranja
OPEC FOND	Fiksna	10	20	USD	Valutni rizik
KfW	Fiksna	0,5-10	9-20	EUR	Rizik refinansiranja
SAUDIJSKI FOND	Fiksna	5	25	SAR	Valutni rizik
KUVAJTSKI FOND	Fiksna	5	25	KWD	Valutni rizik
EUROOBVEZNICA	Fiksna	4	5	EUR	Rizik refinansiranja
EUROOBVEZNICA	Fiksna	6	7	EUR	Rizik refinansiranja
OSTALI KREDITORI	Fiksna ili varijabilna	3-10	10-31	EUR/ SDR/ JPY	Rizik refiksiranja za varijabilnu, refinansiranja i valutni rizik za SDR i JPY

Bosna i Hercegovina ima rejting B sa stabilnim izgledima, koji je dodijelila Međunarodna agencija za ocjenu državnog (suverenog) kreditnog rejtinga Standard&Poor's, te rejting B3 sa stabilnim izgledima dodjeljen od agencije Moody's.

6.2. Unutrašnji izvori finansiranja

RS planira da izdaje trezorske zapise ročnosti 6 mjeseci i obveznice ročnosti 3, 5, 7 i 10 godina sa „bullet“ otplatom i fiksnom kamatnom stopom, a u manjem obimu da koristi kredite sa fiksnom kamatnom stopom kod domaćih banaka. FBiH planira izdavanje trezorskih zapisa ročnosti 3, 6, 9 i 12 mjeseci i obveznica ročnosti 3, 5, 6, 7 i 10 godina sa „bullet“ otplatom. DB ne planira zaduživanje na domaćem tržištu.

7. Analiza Strategije BiH

U cilju određivanja preferiranih strategija entiteta i DB korišteni su scenariji šoka kako bi se sagledao uticaj rasta kamatnih stopa na unutrašnji i vanjski dug i deprecijacije valutnih kurseva⁷. Troškovi su izračunati na osnovu tokova koji se generišu u skladu sa osnovnim scenarijem, dok se rizik mjeri kao povećanje troškova otplate duga zbog šokova koji utiču na valutne kurseve, povećanje kamatnih stopa i povećanje duga u odnosu na BDP.

U nastavku se daje kratak opis usvojenih strategija entiteta i DB za naredni srednjoročni period

7.1. Opis srednjoročnih strategija upravljanja dugom entiteta i Brčko distrikta

FBiH je odabrala strategiju⁸ po kojoj bi zaduživanje FBiH bilo u skladu sa Budžetom Federacije BiH za 2022. godinu, Dokumentom okvirnog budžeta Federacije BiH u periodu 2022-2024. godine i Programom javnih investicija (PJI) za period 2022-2024. godine. Finansiranje razvojnih projekata do 2024. godine procijenjeno je na 1.791,56 miliona KM. Vanjski izvori finansiranja su okvirno identificirani, te su u kontekstu procjene troškova i rizika primijenjeni kreditni uslovi u skladu sa generalnim uslovima poslovanja kreditora u pogledu fiksne ili promjenjive kamatne stope uz preferiranu valutu EUR. Budžetska podrška će se finansirati sredstvima Europske unije u okviru makroekonomske pomoći kao i sredstvima prikupljenim emisijama trezorskih zapisa i trogodišnjih, petogodišnjih, šestogodišnjih, sedmogodišnjih, desetogodišnjih obveznica u obimu koji osigurava i razvoj domaćeg tržišta. Strukturom portfolija duga nastojat će se minimizirati sveukupni rizici i nastaviti sa razvojem domaćeg tržišta vrijednosnih papira. Više detalja o navedenoj strategiji nalazi se u Poglavlju II u dijelu B. Strategija upravljanja dugom Federacije BiH.

Strategija diverzifikacije izvora finansiranja, instrumenata i baze investitora je usvojena strategija Vlade RS⁹. Prema ovoj strategiji, za finansiranje investicionih projekata koriste se vanjski izvori finansiranja, kao rezultat maksimalnog iskorištavanja pristupa koncesionim izvorima (WB, EIB, EBRD, KfW, Razvojna banka Vijeća Evrope, itd.), što doprinosi smanjenju rizika refinansiranja i smanjenju troška. Za finansiranje budžetske potrošnje većim dijelom koriste se emisije srednjoročnih hartija od vrijednosti na međunarodnom i domaćem finansijskom tržištu, sa „bullet“ otplatom, a u manjem obimu putem domaćih i vanjskih kredita. Prosječno učešće finansiranja iz domaćih izvora je smanjeno u korist finansiranja iz vanjskih izvora. Više detalja o navedenoj strategiji nalazi se u Poglavlju II u dijelu A. Strategija upravljanja dugom Republike Srpske.

DB je odabrao Strategiju preferiranja multilateralnih kreditora¹⁰ (nova zaduživanja u valuti EUR po mogućnosti sa fiksnom kamatnom stopom) za investicione projekte od ključnog značaja za ubrzaniji ekonomski rast i razvoj Distrikta Brčko iz razloga što takva strategija obezbjeđuje prihvatljivi nivo troškova i rizika finansiranja kao i iz razloga što su uslovi zaduživanja kod domaćih komercijalnih banaka još uvijek nepovoljni i što za sada na postoji zakonski okvir koji omogućava emisiju trezorskih dugoročnih obveznica. Prema ovoj strategiji do kraja 2024. godine procenat nominalnog duga u BDP-

⁷ Deprecijacija KM u odnosu na USD

⁸ Identifikovana kao strategija S1 u Strategiji upravljanja dugom FBiH.

⁹ <https://www.vladars.net/sr-SP-Cyrl/Vlada/Ministarstva/mf/PPP/ud/Pages/default.aspx#collapsible0>

¹⁰ Identifikovana kao strategija S2 u Strategiji upravljanja dugom DB.

u Distrikta Brčko bi iznosio 5,8% u poređenju sa sadašnjih 6,0% koliko je iznosio na kraju 2020. godine. Iznos kamate u odnosu na BDP ostao je na istom nivou kao i u 2020. godini. Rizik refinansiranja u ovoj strategiji je najniži obzirom da je prosječno vrijeme do dospeljeća duga (ATM) produženo s 3,6 na 6,4 godina. Oko 70,4 % duga koji treba da se refiksira u roku od godinu dana je rezultat velikog učešća varijabilne kamatne stope u portfoliju ukupnog duga (69,1%) u odnosu na 30,9% duga sa fiksnom kamatnom stopom, a prosječno vrijeme za refiksiranje je povećano s 1,5 godina na 3,4 godine. Takođe, došlo bi do povećanja vanjskog duga u ukupnom dugu sa 96,7% na 100,0%. Više detalja o navedenoj strategiji nalazi se u Poglavlju II u dijelu C. Srednjoročna strategija upravljanja dugom Brčko distrikta.

Struktura duga Institucija BiH na kraju 2020. godine pokazuje da je cjelokupni dug Institucija BiH vanjski dug sa prosječnom ponderisanom kamatnom stopom od 1,3%. Učešće fiksne kamatne stope je 97,8%, prosječno vrijeme do dospeljeća je 6,6 godina, dok 8,3% duga dospeljeva u narednoj godini. Analiza strukture duga Institucija BiH je pokazala da je 2,2% od ukupnog duga izloženo riziku promjene kamatne stope i 17,4% riziku promjene valutnih kurseva s obzirom da je 82,6% ukupnog duga u EUR valuti. Institucije BiH u posmatranom periodu ne planiraju nova zaduženja osim povlačenja po već postojećim ugovorenim kreditima, a u slučaju potrebe za novim vanjskim finansiranjem primjenjivat će smjernice definisane Strategijom BiH.

7.2. Analiza troškova i rizika Strategije BiH

U Tabeli 6. su prikazani indikatori troškova i rizika Strategije BiH na kraju 2024. godine, kao i indikatori troškova i rizika duga BiH na kraju 2020. godine.

Tabela 6.: Indikatori troškova i rizika postojećeg duga (2020.god.) i izabrane Strategije BiH (2024.god.)

Indikatori troškova i rizika		2020.	2024.
Nominalni iznos duga u odnosu na BDP (%)		31,6	29,5
Sadašnja vrijednost duga u odnosu na BDP (%)		27,1	25,4
Iznos kamate u odnosu na BDP (%)		0,6	0,6
Prosječna ponderisana kamatna stopa (%)		1,8	2,1
Rizik refinansiranja	Dospeljeće duga u sljedećoj godini (% ukupnog)	11,2	11,5
	Dospeljeće duga u sljedećoj godini (% BDP)	3,6	3,4
	ATM vanjski dug (godine)	6,7	6,9
	ATM unutrašnji dug (godine)	3,5	3,1
	ATM ukupni dug (godine)	6,0	6,1
Kamatni rizik	ATR (godine)	4,2	4,3
	Dug koji se refiksira u sljedećoj godini (% ukupnog duga)	38,3	34,8
	Dug po fiksnoj kamati (% ukupnog duga)	70,0	73,6
Valutni rizik	Vanjski dug (% ukupnog duga)	76,9	79,6
	Vanjski dug, isključujući dug u EUR (% ukupnog duga)	32,1	16,6
	Vanjski dug, isključujući dug u EUR (% vanjskog duga)	41,7	20,8
	Kratkoročni vanjski dug (% rezervi)	4,7	5,0

Nominalni iznos duga na kraju 2024. godine (12.769,7 miliona KM) povećava se za 14,3% u odnosu na stanje duga na kraju 2020. godine (11.174,3 miliona KM). Navedeno povećanje nastaje usljed veće budžetske podrške zbog posljedica na ekonomiju uzrokovanu pandemijom Covid-a, rastućom inflacijom i potreba za finansiranjem investicionih razvojnih projekata putem zaduživanja.

Prosječna ponderisana kamatna stopa neće se značajnije povećati.

Izloženost riziku refinansiranja na kraju 2024. godine je neznatno povećana u odnosu na kraj 2020. godine s obzirom da prosječno vrijeme dospelosti vanjskog, unutrašnjeg i ukupnog duga, kao i dug koji dospeluje u narednoj godini kao procenat ukupnog duga ostaju na približno istom nivou, dok će zbog većeg rasta BDP-a, odnos duga i BDP-a i odnos sadašnje vrijednosti duga i BDPa se smanjiti.

Indikatori kamatnog rizika se na kraju 2024. godine poboljšavaju u odnosu na 2020. godinu zbog većeg vanjskog zaduživanja po fiksnoj kamatoj stopi. Naime, udio duga sa uslovima fiksnih kamatnih stopa povećava se na 73,6% prema strategiji u odnosu na trenutni nivo, dok se dug koji se refiksira smanjuje zbog manjeg vanjskog zaduživanja po varijabilnoj kamatnoj stopi.

Učešće vanjskog duga u ukupnom dugu se povećava, ali zbog preferiranja vanjskog zaduživanja u valuti EUR učešće duga u neEUR valutama u ukupnom dugu se značajno smanjuje na 16,6% u odnosu na 32,1% u 2020. godini, te se smanjuje izloženost i promjenama valutnih kurseva. Uzimajući u obzir aranžman valutnog odbora kojeg sprovodi Centralna banka BiH, odnosno povezanost valute KM sa valutom EUR, podložnost promjenama valutnih kurseva, odnosno izloženost valutnom riziku je manja u odnosu na procentualno učešće vanjskog duga u ukupnom dugu.

8. Smjernice

Odabrana strategija obezbjeđuje neznatno veće troškove finansiranja, uz manji valutni i kamatni rizik i uz prihvatljivi nivo rizika refinansiranja u odnosu na trenutno stanje. U cilju ostvarenja navedenog poželjno je nove vanjske kredite ugovarati sa dužim rokom dospjeća i dužim grejs periodom, fiksnim kamatnim stopama i u valuti EUR gdje god uslovi kreditora to omogućavaju, uz uvažavanje troška finansiranja. S tim u vezi, za vanjski državni dug operativne smjernice do 2024. godine su:

- Kod novog vanjskog zaduživanja, gdje je moguće birati vrstu kamatne stope, preferirati fiksnu kamatnu stopu (osim ako analiza ne ukazuje na snažnu argumentaciju za izbor promjenljive kamatne stope).
- Kod novog vanjskog zaduživanja, gdje je moguće birati rok otplate i grejs period, preferirati vanjska zaduživanja sa dužim grejs periodom i dužim rokom otplate.
- Prilikom planiranja zaduživanja voditi računa da se održi ravnomjerna struktura otplate po godinama u cilju minimiziranja rizika refinansiranja.
- U cilju smanjenja valutnog rizika kod novog vanjskog zaduživanja, gdje je moguće izabrati valutu, treba preferirati valutu EUR.

Smjernice za unutrašnji i vanjski dug entiteta i DB su definisane u okviru strategija entiteta i DB, koje su u Poglavlju II ovog dokumenta (strana 29, 53 i 61).

II SREDNJOROČNE STRATEGIJE UPRAVLJANJA DUGOM ENTITETA I BRČKO DISTRIKTA

A. STRATEGIJA UPRAVLJANJA DUGOM REPUBLIKE SRPSKE

1. Cilj, obuhvat i pretpostavke

Srednjoročna strategija upravljanja dugom Republike Srpske (u daljem tekstu: Strategija) utvrđuje srednjoročni cilj i plan aktivnosti u oblasti upravljanja dugom koje Vlada Republike Srpske namjerava da provede u toku posmatranog srednjoročnog perioda. Implementacijom, u Strategiji navedenih mjera i aktivnosti, obezbijediće se željena struktura portfolija duga imajući u vidu preferencije troškova i rizika Vlade Republike Srpske.

S obzirom na činjenicu da je jedna od neophodnih poluga za aktivno upravljanje dugom redovno utvrđivanje i objavljivanje implementacije Strategije upravljanja dugom čiji su ciljevi bazirani na analizi troškova i rizika, uvažavajući makroekonomske i tržišne prilike i ograničenja, implementacija Strategije se kontinuirano prati i o njenom izvršenju se godišnje izvještava Vlada Republike Srpske.

Strategija obuhvata dug koji predstavlja direktnu ili indirektnu obavezu Republike Srpske¹¹, uz određene izuzetke.

Podaci o spoljnom dugu obuhvataju:

- 1) dug Republike Srpske (izuzev dijela duga prema Pariškom klubu kreditora - Njemačka, za koji nisu utvrđeni uslovi otplate);
- 2) dug jedinica lokalne samouprave nastao po osnovu indirektnog zaduženja Republike Srpske;
- 3) dug javnih preduzeća i Investiciono razvojne banke Republike Srpske nastao po osnovu indirektnog zaduženja Republike Srpske.

Podaci o unutrašnjem dugu obuhvataju:

- 1) dug Republike Srpske (verifikovani unutrašnji dug regulisan Zakonom o unutrašnjem dugu Republike Srpske, trezorski zapisi, srednjoročne obveznice, krediti i aktivirane garancije);
- 2) dug fondova socijalne sigurnosti nastao po osnovu indirektnog zaduženja Republike Srpske.

Dug (spoljni i unutrašnji) nastao direktnim zaduženjem jedinica lokalne samouprave, fondova socijalne sigurnosti, javnih preduzeća i Investiciono razvojne banke Republike Srpske nije obuhvaćen Strategijom, jer isti ne predstavlja ni direktnu niti indirektnu obavezu Republike Srpske, te njime Ministarstvo finansija Republike Srpske, u ime Vlade Republike Srpske, ne može ni da upravlja. Detaljan pregled obuhvata Strategije dat je u Prilogu 1.

Cilj upravljanja dugom Republike Srpske je obezbjeđenje finansijskih sredstava za finansiranje odobrenih investicionih projekata, refinansiranje posmatranog duga i izvršenje budžeta Republike Srpske, uz minimalne troškove i rizike.

Strategija se zasniva na sljedećim pretpostavkama:

- 1) U srednjem roku Vlada Republike Srpske će provoditi fiskalnu konsolidaciju i plan reformi prezentovan Programom ekonomskih reformi Republike Srpske za period 2022-2024. godine (u daljem tekstu: PER RS 2022-2024), kako bi se obezbijedila dugoročna fiskalna održivost (u skladu sa Zakonom o fiskalnoj odgovornosti);

¹¹ U skladu sa Zakonom o zaduživanju, dugu i garancijama Republike Srpske („Službeni glasnik Republike Srpske“ br. 71/12, 52/14, 114/17, 131/20, 28/21 i 90/21), indirektni dug Republike Srpske je dug nastao u ime i za račun dužnika (jedinice lokalne samouprave, fondovi socijalne sigurnosti, Investiciono-razvojna banka i fondovi kojima ona upravlja, javna preduzeća i institucije javnog sektora) i vraća ga Republika Srpska iz sredstava koja taj dužnik uplati za svoj relevantni dug.

- 2) Projekcijama makroekonomskih pokazatelja i fiskalnog okvira (tabele 1 i 2), prikazanim u PER RS 2022-2024¹² i usklađenom Dokumentu okvirnog budžeta Republike Srpske za period 2022-2024. godine sa politikama Vlade Republike Srpske (u daljem tekstu: UDOB RS 2022-2024);
- 3) Sva nova zaduženja u kojima se kao zajmoprimac pojavljuje Vlada Republike Srpske biće ugovorena u skladu sa procedurama propisanim Zakonom o zaduživanju, dugu i garancijama Republike Srpske, odnosno posredstvom Ministarstva finansija Republike Srpske;
- 4) Nema priznavanja (preuzimanja) duga od drugih nivoa vlasti;
- 5) Verifikacija i izmirenje obaveza regulisanih Zakonom u unutrašnjem dugu Republike Srpske (u daljem tekstu: ZoUD RS) vršiće se u skladu sa projekcijama uključenim u UDOB RS 2022-2024;
- 6) Centralna banka Bosne i Hercegovine (u daljem tekstu: CB BiH) nastaviće da održava monetarnu stabilnost u skladu sa aranžmanom valutnog odbora, prema odredbama Zakona o Centralnoj banci, i neće izdavati hartije od vrijednosti na domaćem tržištu;
- 7) Kreditni rejting Bosne i Hercegovine i Republike Srpske neće biti snižen u srednjem roku¹³;
- 8) Baza institucionalnih investitora na domaćem finansijskom tržištu Republike Srpske će biti održavana i proširena u srednjem roku;
- 9) Neće biti značajnijih povećanja referentne kamatne stope Evropske centralne banke¹⁴;
- 10) Zajmodavci će nuditi sredstva po prihvatljivim uslovima;
- 11) Ostalim analitičkim pretpostavkama koje su korištene u svrhu kvantitativne analize Strategije prezentovanim u Prilogu 2.

¹² [PER RS 2021-2024](#) sadrži detaljne pretpostavke makroekonomskih projekcija i fiskalnog okvira i rizike njihovog ostvarivanja.

¹³ [Aktuelni kreditni rejting BiH](#) je „B sa stabilnim izgledima“, prema ocjeni kreditne agencije Standard and Poors, te „B3 sa stabilnim izgledima“, prema ocjeni kreditne agencije Moody's. Aktuelni kreditni rejting Republike Srpske je „B sa stabilnim izgledima“, prema ocjeni kreditne agencije Standard and Poors, te „B3 sa stabilnim izgledima“, prema ocjeni kreditne agencije Moody's.

¹⁴ Evropska centralna banka; [Saopštenje za javnost od 28.10.2021. godine.](#)

Tabela 1: Pregled makroekonomskih pokazatelja za period 2017-2021. godine, procjena za 2022. godinu i projekcije za period 2023-2024. godine

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
BDP								
BDP nominalni, u mil. KM	10.099,3	10.701,6	11.251,3	11.131,8	11.894,5	12.690,2	13.410,3	14.260,1
Broj stanovnika, u mil.	1,2	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1
BDP po stanovniku, u KM	8.759,0	9.322,0	9.848,0	9.795,0	10.529,0	11.287,1	11.986,1	12.809,5
% rasta BDP-a, nominalno	4,6	6,0	5,1	-1,1	6,9	6,7	5,7	6,3
Inflacija - prosječna god. stopa	0,5	1,2	0,5	-1,2	1,2	1,9	1,1	1,3
realne stope rasta %								
Realni rast BDP-a	3,1	3,9	2,5	-2,5	5,4	4,5	4,3	4,6
Privatna potrošnja	2,6	2,5	2,8	0,2	3,0	2,7	2,9	2,8
Potrošnja države	-0,8	1,8	1,5	3,9	-0,5	1,3	0,8	1,2
Bruto investicije u stalna sredstva	-0,7	11,0	-2,1	10,1	2,0	9,0	6,8	8,0
Pretpostavke:								
Prosječne neto plate u KM	831,0	857,0	906,0	956,3	1.005,0	1.055,3	1.086,9	1.130,4
Stopa nezaposlenosti % ¹⁵	-	-	-	-	14,6	13,7	13,0	12,5

Izvor: PER RS 2022-2024. godine, MF RS, RZS RS

Tabela 2: Fiskalni okvir za period 2021-2024¹⁶

	Rebalans budžeta 2021	Budžet 2022	UDOB 2023	UDOB 2024
A. BUDŽETSKI PRIHODI (I+II+III+IV)	3.267,6	3.303,8	3.442,8	3.588,0
I Poreski prihodi	2.825,2	3.021,9	3.187,6	3.320,3
II Neporeski prihodi	436,6	275,7	249,0	261,4
III Grantovi	1,2	0,0	0,0	0,0
IV Transferi između ili unutar jedinica vlasti	4,7	6,3	6,3	6,3
B. BUDŽETSKI RASHODI (I+II+III)	3.225,7	3.301,1	3.368,4	3.438,8
I Tekući rashodi	2.821,9	2.920,6	2.952,0	3.019,7
II Transferi između i unutar jedinica vlasti	400,6	372,3	397,3	399,3
III Budžetska rezerva	3,3	8,2	19,1	19,8
C. BRUTO BUDŽETSKI SUFICIT/DEFICIT (A-B)	41,9	2,8	74,4	149,2
D.NETO IZDACI ZA NEFINANSIJSKU IMOVINU	-157,7	-212,9	-133,9	-132,9
E. BUDŽETSKI SUFICIT/DEFICIT (C+D)	-115,8	-210,1	-59,5	16,3
F. NETO FINANSIRANJE (G+H+I)	115,8	210,1	59,5	-16,3
G. NETO PRIMICI OD FINANSIJSKE IMOVINE	73,3	82,1	113,4	110,3
H. NETO ZADUŽIVANJE	68,9	159,8	-28,8	-105,6
I. OSTALI NETO PRIMICI	-26,4	-31,9	-25,2	-21,0

Izvor: MF RS

¹⁵ U skladu sa Uredbom Evropskog parlamenta i Savjeta, koja je stupila na snagu 1. januara 2021. godine, RZS RS izvršio je metodološko usklađivanje sadržaja upitnika ARS-a putem koga se prikupljaju podaci za 2021. godinu, tako da indikatori za drugo tromjesečje 2021. godine nisu u potpunosti uporedivi sa indikatorima objavljenim za prethodne godine. Iz tog razloga, u tabeli nisu prikazani podaci za prethodne godine.

¹⁶ Budžet Republike Srpske u užem smislu tj. opšti fond 01.

2. Postojeći portfolio duga

2.1. Pregled portfolija

Dug koji je obuhvaćen Strategijom iznosi 5.221,8 miliona KM (3.278,9 miliona USD, tj. 46,9% BDP-a), na dan 31.12.2020. godine. Spoljni dug iznosi 66,9% ukupnog posmatranog duga (3.495,6 miliona KM ili 2.194,9 miliona USD, što čini 31,4% BDP-a), dok unutrašnji dug iznosi 33,1% ukupnog posmatranog duga (1.726,3 miliona KM ili 1.084,0 miliona USD, što čini 15,5% BDP-a).

Spoljni dug obuhvaćen Strategijom sastoji se od:

- 1) relevantnog spoljnog duga, tj. zajmova ugovorenih posredstvom Ministarstva finansija i trezora BiH, te alociranog starog spoljnog duga (dug nastao do 02.04.1992. godine);
Stanje relevantnog spoljnog duga sa 31.12.2020. godine iznosi 3.133,6 miliona KM (1.967,7 miliona USD, što predstavlja 60,0% ukupnog posmatranog duga, te 28,2% BDP-a).
- 2) direktnog spoljnog duga (dug koji je Republika Srpska direktno ugovorila sa spoljnim kreditorima);
Stanje direktnog spoljnog duga sa 31.12.2020. godine iznosi 361,9 miliona KM (227,3 miliona USD, što predstavlja 6,9% ukupnog posmatranog duga, te 3,3% BDP-a).

U ukupnom posmatranom spoljnom dugu najveće učešće ima dug prema multilateralnim kreditorima (74,5%), zatim bilateralnim kreditorima (15,8%), te dug u formi obveznica emitovanih na međunarodnom tržištu (9,8%). Posmatrano po pojedinačnim kreditorima, najveće učešće u ukupnom posmatranom spoljnom dugu imaju obaveze prema Evropskoj investicionoj banci (u daljem tekstu: EIB; 30,2%), Svjetskoj banci - IDA i IBRD (u daljem tekstu: WB; 30,0%), Međunarodnom monetarnom fondu (u daljem tekstu: IMF; 9,4%) Vladi Japana (5,2%), te Pariškom klubu (5,1%). U valutnoj strukturi ukupnog spoljnog duga najveće je učešće EUR i SDR, i to 61,9% i 26,5%, respektivno, JPY učestvuje sa 5,2%, KRW sa 2,5%, dok je 3,9% učešće ostalih valuta (USD, CPU, CHF, SEK, DKK, CAD).

Unutrašnji dug obuhvaćen Strategijom sastoji se od:

- 1) trezorskih zapisa i srednjoročnih obveznica;
Stanje duga po trezorskim zapisima sa 31.12.2020. godine iznosi 108,7 miliona KM (68,3 miliona USD, što predstavlja 2,1% ukupnog posmatranog duga, te 1,0% BDP-a). Originalna ročnost ovih hartija od vrijednosti je 6 i 12 mjeseci. Stanje duga po srednjoročnim obveznicama sa 31.12.2020. godine iznosi 1.084,6 miliona KM (681,1 milion USD, što predstavlja 20,8% ukupnog posmatranog duga, te 9,7% BDP-a). Rok dospijea obveznica emitovanih sa amortizacionom otplatom je 5 godina, sa grejs periodom od jedne godine, dok je rok dospijea obveznica emitovanih sa jednokratnom otplatom 5, 7 i 10 godina.
- 2) komercijalnih kredita kod domaćih banaka;
Stanje duga po ovim kreditima na dan 31.12.2020. godine iznosi 246,7 miliona KM (154,9 miliona USD, što predstavlja 4,7% ukupnog posmatranog duga, te 2,2% BDP-a). Ovi krediti otplaćuju se uz fiksnu ili varijabilnu kamatnu stopu, sa rokom dospijea od 5 do 12 godina i grejs periodom od jedne do tri godine, uz amortizacionu otplatu.
- 3) obveznica emitovanih za izmirenje obaveza definisanih ZoUD RS i to:
 - i) obveznice za izmirenje obaveza po osnovu ratne štete sa rokom dospijea od 13 do 15 godina i grejs periodom od 3 do 5 godina, uz kamatnu stopu od 1,5% i amortizacionu otplatu;
 - ii) obveznice za izmirenje obaveza po osnovu stare devizne štednje sa rokom dospijea od 5 godina, bez grejs perioda, uz kamatnu stopu od 2,5% i amortizacionu otplatu;

- iii) obveznice za izmirenje obaveza prema dobavljačima i po osnovu izvršnih sudskih odluka, sa rokom dospelja od 15 godina i grejs periodom od 5 godina, uz kamatnu stopu od 1,5% i amortizacionu otplatu;

Stanje duga po ovim obveznicama, na dan 31.12.2020. godine, iznosi 221,5 miliona KM (139,1 milion USD, što predstavlja 4,2% ukupnog posmatranog duga, te 2,0% BDP-a).

- 4) planiranih emisija obveznica za izmirenje verifikovanih obaveza po osnovu ratne štete, i to sa rokom dospelja od 13 godina i grejs periodom od 3 godine, uz kamatnu stopu od 1,5% i amortizacionu otplatu;

Stanje duga po ovim obavezama, na dan 31.12.2020. godine, iznosi 15,9 miliona KM (10,0 miliona USD, što predstavlja 0,3% ukupnog posmatranog duga, te 0,1% BDP-a).

- 5) gotovinskih isplata (prema akcionom planu) za izmirenje obaveza na ime izvršnih sudskih odluka po osnovu ratne štete i opštih obaveza, u skladu sa ZoUD RS, gotovinskih isplata po osnovu stare devizne štednje, te obaveza za refundacije poreza opštinama i fondovima po osnovu izmirenja poreza putem obveznica;

Stanje duga po ovom osnovu, na dan 31.12.2020. godine, iznosi 48,8 miliona KM (30,6 miliona USD, što predstavlja 0,9% ukupnog posmatranog duga, te 0,4% BDP-a).

Rashodi za period 2022-2024. godine planirani u UDOB RS 2022-2024 uvećani su za procijenjeni iznos dospelja obaveza po planiranim emisijama i gotovinskim isplatama (po osnovu procijenjene dinamike verifikacije ratne štete, stare devizne štednje i opštih obaveza u pomenutom periodu), što se odražava na potrebe za finansiranjem.

Najvažniji indikatori troškova i rizika postojećeg portfolija prikazani su tabelom 3, dok su tabelom 4 prikazane vrijednosti indikatora troškova i rizika u periodu 2014-2020. godine.

Tabela 3: Indikatori troškova i rizika postojećeg portfolija

	Spoljni dug	Unutrašnji dug	Ukupan dug
Iznos (u milionima KM) ¹⁷	3.495,6	1.725,5	5.221,0
Iznos (u milionima USD)	2.194,9	1.083,4	3.278,4
Nominalni iznos duga u odnosu na BDP (%)	31,4	15,5	46,9
Sadašnja vrijednost duga u odnosu na BDP (%)	25,0	15,5	40,5
Trošak zaduživanja			
Iznos kamate u odnosu na BDP (%)	0,5	0,4	1,0
Prosječna ponderisana kamatna stopa ¹⁸ , u % (WAIR)	1,7	2,9	2,1
Rizik refinansiranja			
Prosječno vrijeme do dospijea, u godinama (ATM)	7,4	3,6	6,2
Dug koji dospijeva u roku od godinu dana (% od ukupnog)	5,9	20,6	10,7
Dug koji dospijeva u roku od godinu dana (% BDP-a)	1,8	3,2	5,0
Rizik kamatne stope			
Prosječno vrijeme do refiksiranja, u godinama (ATR)	5,4	3,6	4,8
Dug koji se refiksira u roku od godinu dana (% od ukupnog)	33,3	21,8	29,5
Dug sa fiksnom kamatnom stopom (% od ukupnog)	70,0	97,6	79,1
Valutni rizik			
Spoljni dug (% od ukupnog)			67,0
Kratkoročni spoljni dug (u % deviznih rezervi)			4,4

Izvor: MF RS

Tabela 4: Indikatori troškova i rizika polaznog portfolija na kraju 2014. godine, te vrijednosti ostvarene po godinama u periodu 2015-2020. godine¹⁹

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Nominalni iznos duga u odnosu na BDP (%)	47,7	47,9	49,2	45,4	43,7	43,0	46,9
Sadašnja vrijednost duga u odnosu na BDP (%)	41,4	40,7	41,9	39,1	37,0	36,7	40,5
Trošak zaduživanja							
Iznos kamate u odnosu na BDP (%)	1,0	1,1	1,1	1,0	1,0	1,0	1,0
Prosječna ponderisana kamatna stopa, u % (WAIR)	2,1	2,2	2,3	2,2	2,3	2,3	2,1
Rizik refinansiranja							
Dug koji dospijeva u roku od godinu dana (% od ukupnog)	10,2	12,1	13,7	16,0	10,4	7,9	10,7
Dug koji dospijeva u roku od godinu dana (% BDP-a)	4,9	5,8	6,7	7,3	4,6	3,4	5,0
Prosječno vrijeme do dospijea spoljnog duga, u god. (ATM)	7,7	7,6	7,8	8,0	8,0	8,0	7,4
Prosječno vrijeme do dospijea unutrašnjeg duga, u god. (ATM)	4,2	3,2	3,4	3,4	3,5	3,9	3,6
Prosječno vrijeme do dospijea ukupnog duga, u god. (ATM)	6,6	6,1	6,3	6,4	6,7	6,8	6,2
Rizik kamatne stope							
Prosječno vrijeme do refiksiranja, u godinama (ATR)	4,4	4,1	4,6	4,8	5,4	5,5	4,8
Dug koji se refiksira u roku od godinu dana (% od ukupnog)	46,1	45,4	42,0	38,2	28,4	24,5	29,5
Dug sa fiksnom kamatnom stopom (% od ukupnog)	60,7	62,5	66,0	71,9	78,6	81,3	79,1
Valutni rizik							
Spoljni dug (% od ukupnog)	67,7	68,0	66,6	64,1	71,2	69,9	67,0
Kratkoročni spoljni dug (u % deviznih rezervi)	5,7	7,4	9,2	8,1	5,8	4,6	4,4

Izvor: MF RS

¹⁷ U svrhu izračuna indikatora i troškova stanje duga po trezorskim zapisima je prikazano u iznosu primitka 107,9 miliona KM, dok je diskont u iznosu od 0,8 miliona KM prikazan kao kamata, usljed čega se stanje unutrašnjeg i ukupnog duga prikazano u tabeli razlikuje od stanja unutrašnjeg i ukupnog duga iskazanog u tekstu na strani broj 5 i Prilogu 1.

¹⁸ Ponderisana prosječna kamatna stopa izračunata je stavljanjem u odnos sume proizvoda kamatnih stopa (izračunatih stavljanjem u odnos iznosa kamate u 2021. godini i stanja duga na kraju 2020. godine) i stanja duga po pojedinačnim instrumentima na kraju 2020. godine, sa ukupnim stanjem duga svih instrumenata na kraju 2020. godine.

¹⁹ Vrijednosti indikatora koji se iskazuju kao % BDP-a korigovane su za period 2014-2019. godine, u odnosu na iste prikazane u ranijim dokumentima, a u skladu sa podacima o BDP-u Republičkog zavoda za statistiku Republike Srpske, objavljenim 12.11.2021. godine ([„Bruto domaći proizvod, ESA 2010“](#)).

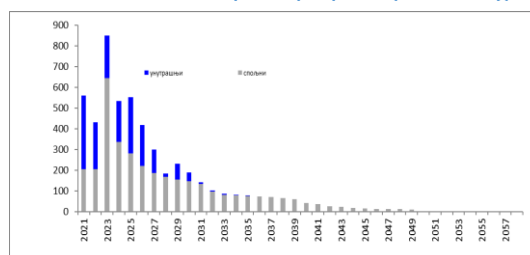
Struktura duga Republike Srpske analiziranog u okviru Strategije je u najvećoj mjeri rezultat osnovnog principa kojim se rukovalo pri zaduživanju u prošlosti, a to je maksimiziranje spoljnog finansiranja po koncesionim uslovima. Stoga portfolio duga, koji je analiziran u okviru Strategije, karakteriše visok udio spoljnog duga sa relativno dugim rokom dospelja i niskom prosječnom kamatnom stopom.

Uopšteno gledajući, postojeći portfolio karakteriše nizak nivo troškova. Ponderisana prosječna kamatna stopa ukupnog duga je 2,1%, spoljnog duga 1,7%, a unutrašnjeg duga 2,9%. Ovo je u najvećoj mjeri rezultat spoljnih koncesionih zajmova, te niske kamatne stope koju nose obveznice za izmirenje obaveza unutrašnjeg duga, definisanih ZoUD RS.

Valutni rizik je umjeren. Od ukupnog portfolija, 41,5% denominovano u evru, dok je 33,0% denominovano u konvertibilnim markama. S obzirom na važeći aranžman valutnog odbora, kojim je domaća valuta vezana za EUR, samo je 25,5% ukupnog portfolija izloženo valutnom riziku (tj. 20,0% ukoliko se SDR dekomponuje na sastavne valute i isključi dio zasnovan na EUR-u). U USD je denominovano 1,4% portfolija (tj. 8,8% ukoliko se SDR dekomponuje na sastavne valute), što nosi određen nivo rizika, imajući u vidu fluktuacije USD u proteklom, kao i procjene za naredni period.

Rizik refinansiranja i refiksiranja je umjeren. Od ukupnog portfolija, 79,1% je ugovoreno sa fiksnim uslovima. Prosječno vrijeme do dospelja posmatranog portfolija je 6,2 godine. Prosječno vrijeme do dospelja spoljnog duga je 7,4 godine, što je rezultat dugoročnih koncesionih zajmova, a prosječno vrijeme do dospelja unutrašnjeg duga je 3,6 godina. Grafikonom 1. predstavljen je profil otplate postojećeg duga, iz kojeg je vidljiv značajan skok u otplati duga u 2023. godini, kao rezultat dospelja obaveza po osnovu spoljnog duga (18,5% od ukupnog posmatranog spoljnog duga), i to najvećim dijelom po osnovu obveznica emitovanih 2018. godine, kao i usljed početka otplate RFI²⁰ kredita Međunarodnog monetarnog fonda, više tranši kredita Evropske investicione banke, te jednokratne otplate tranše kredita Evropske komisije.

Grafikon 1. Profil otplate po postojećem dugu



Izvor: MFRS

Održavanje indikatora troškova i rizika na relativno

niskom nivou predstavlja izazov za Republiku

Srpsku, uzevši u obzir promjenu u strukturi izvora finansiranja. Postojeći portfolio duga karakteriše

relativno povoljni indikatori troškova i rizika, zahvaljujući značajnoj zastupljenosti koncesionih izvora finansiranja, te obveznica za izmirenje obaveza po osnovu unutrašnjeg duga sa niskim troškovima i dugim rokom dospelja. S obzirom da će u budućnosti koncesioni izvori finansiranja biti manje dostupni, biće potrebno veće oslanjanje na komercijalne spoljne i domaće izvore, vodeći računa o tome da porast nivoa troškova i rizika bude prihvatljiv.

²⁰ Rapid Financing Instrument, RFI.

2.2. Implementacija strategije u 2020. godini i vrijednosti identifikovanih indikatora strukture duga

U 2020. godini, usljed pandemije bolesti COVID-19 izazvane virusom SARS-CoV-2, te opredjeljenja Vlade da što prije realizuje mjere za ublažavanje negativnih posljedica pandemije na živote i zdravlje ljudi i privredu Republike Srpske, zaduživanje je realizovano uz značajna odstupanja od smjernica definisanih Strategijom upravljanja dugom za period 2019-2022. godine (u daljem tekstu: Strategija 2019-2022), koju je Vlada Republike Srpske usvojila u septembru 2019. godine.

U svrhu ispunjenja osnovnog cilja upravljanja dugom, definisanog dokumentom Strategija 2019-2022. godine, tj. obezbjeđenja potrebnih finansijskih sredstava, u 2020. godini investicioni projekti su finansirani iz spoljnih koncesionih izvora, dok je finansiranje budžetske potrošnje bilo obezbijeđeno većim dijelom iz domaćih izvora, i to emitovanjem hartija od vrijednosti na domaćem tržištu, kao i putem kredita domaćih banaka, te jednim dijelom iz spoljnih izvora, tj. putem kredita međunarodnih finansijskih institucija.

Od ukupnog finansiranja u 2020. godini, putem spoljnih instrumenata realizovano je 45,1% (od čega su fiksni 15,6%, te u valuti EUR 21,4%), a učešće fiksnih instrumenata u ukupnom finansiranju iznosilo je 61,9%. U pogledu valutne strukture ukupnog finansiranja u 2020. godini, 54,9% realizovano je u KM, 9,7% je realizovano u EUR, dok je u drugim stranim valutama osim EUR realizovano 35,4%.

U pogledu izvora finansiranja budžetske potrošnje u 2020. godini, putem spoljnih varijabilnih instrumenata realizovano je 37,1% (što predstavlja 32,3% ukupnog finansiranja), dok je putem domaćih fiksnih instrumenata realizovano 62,9% (što predstavlja 54,9% ukupnog finansiranja). Što se tiče valutne strukture finansiranja budžetske potrošnje u 2020. godini, 62,9% je realizovano u KM, 2,7% je realizovano u EUR, dok je u drugim stranim valutama osim EUR realizovano 34,3%.

U narednoj tabeli prikazana je struktura finansiranja budžetske potrošnje u 2020. godini planirana Strategijom 2019-2022. godine, te realizovano finansiranje u 2020. godini, po instrumentima.

Tabela 5: Struktura finansiranja budžetske potrošnje planirana strategijom i realizovano finansiranje u 2020. godini, po instrumentima

Instrumenti	Planirano	Realizovano
Spoljni varijabilni EUR	2,0%	2,7%
IMF varijabilni USD	0,0%	34,3%
Domaći krediti fiksni	0,0%	6,3%
Trezorski zapisi	6,6%	15,3%
Domaće obveznice 3 god. fiksne	7,0%	0,0%
Domaće obveznice 5 god. fiksne	10,9%	32,2%
Domaće obveznice 7 god. fiksne	44,3%	4,9%
Domaće obveznice 10 god. fiksne	29,2%	4,2%
	100,0%	100,0%

Izvor: MF RS

Od strategijom planiranog finansiranja budžetske potrošnje u 2020. godini realizovano je 309,1%, pri čemu realizacija spoljnih varijabilnih instrumenata iznosi 5.711,3% (denominovanih u EUR-u 419,2%), a unutrašnjih fiksnih 198,5%²¹.

²¹ Strategijom 2019-2022 planirano finansiranje budžetske potrošnje iznosilo je 230,2 miliona KM, a realizovano je 711,5 miliona KM, odnosno 309,1% planiranog. Planirani iznos spoljnih varijabilnih instrumenata bio je 4,6 miliona KM (tj. 2,0% ukupnog finansiranja budžetske potrošnje), a realizovano je 263,6 miliona KM (tj. 37,1% ukupnog finansiranja budžetske potrošnje) što predstavlja 5.711,3%.

Od ukupnog finansiranja realizovanog u 2020. godini po osnovu investicionih projekata, 54,9% je pribavljeno putem spoljnih fiksnih instrumenata (što predstavlja 7,0% ukupnog finansiranja), te 57,0% u valuti EUR (što predstavlja 7,3% ukupnog finansiranja).

Narednom tabelom prikazana je struktura finansiranja investicionih projekata u 2020. godini planirana Strategijom 2019-2022. godine, te realizovano finansiranje u 2020. godini, po instrumentima.

Tabela 6: Struktura finansiranja investicionih projekata planirana strategijom i realizovano finansiranje u 2020. godini, po instrumentima

Instrumenti	Planirano	Realizovano
Spoljni varijabilni EUR	24,4%	45,1%
Spoljni fiksni USD	22,1%	43,0%
Spoljni fiksni EUR	53,5%	12,0%
	100,0%	100,0%

Izvor: MF RS

U odnosu na strategijom planirano finansiranje investicionih projekata, u 2020. godini realizovano je 65,0%, pri čemu realizacija spoljnih varijabilnih instrumenata (denominovanih u EUR-u) iznosi 120,1%, a spoljnih fiksnih 47,2% (denominovanih u EUR-u 14,6%, a u drugoj stranoj valuti osim EUR 126,3%).

U 2020. godini, mogućnost izbora uslova prilikom povlačenja tranši postojala je kod dvije tranše, realizovane po osnovu dva ranije odobrena kredita (što predstavlja 3,3% spoljnog finansiranja, tj. 1,5% ukupnog finansiranja), te je kod obje povučene tranše sa pomenutom mogućnosti odabrana fiksna kamatna stopa, a ponderisana prosječna kamatna stopa iznosi 0,6%.

U 2020. godini prihvaćeno je pet novih spoljnih zaduženja, od čega su četiri denominovana u EUR i jedno u SDR, tri zaduženja su sa promjenljivom kamatnom stopom (od čega kod dva zaduženja postoji mogućnost fiksiranja kamatne stope po povlačenju), dok se za dva zaduženja izbor kamatne stope vrši po povlačenju. Uticaj pomenutih zaduženja na strukturu duga će biti ostvaren u narednom periodu prilikom povlačenja sredstava.

Narednom tabelom prikazani su indikatori strukture duga identifikovani Strategijom, njihove ciljane veličine i vrijednosti istih u periodu 2015-2020. godine (na kraju perioda).

Tabela 7: Identifikovani indikatori strukture duga i njihove vrijednosti u periodu 2015-2020. godine

Cilj	Indikator	utvrđene strategijom	Vrijednosti					
			2015	2016	2017	2018	2019	2020
Upravljanje valutnim rizikom								
	Spoljni dug, isključujući dug u EUR (% ukupnog posmatranog duga)	≤ 35	32,6	30,6	26,5	25,9	24,5	25,5
Razvoj domaćeg tržišta								
	Unutrašnji dug (% ukupnog posmatranog duga)	≥ 25	32,0	33,4	35,9	28,8	30,1	33,0
Upravljanje rizikom refinansiranja								
	ATM (godine)	≥ 4	6,2	6,3	6,4	6,7	6,8	6,2
	Kratkoročni dug - originalne ročnosti (% prihoda ostvarenih u prethodnoj godini)	≤ 8	5,4	5,5	3,3	0,0	0,0	3,8
Upravljanje rizikom kamatnih stopa								
	Dug po fiksnim uslovima (% ukupnog posmatranog duga)	≥ 60	62,5	66,0	71,9	78,6	81,3	79,1
Upravljanje troškovima duga								
	Ponderisana prosječna kamatna stopa ²² (%)	≤ 3,5	2,3	2,3	2,2	2,3	2,3	2,1

Izvor: MF RS

Posmatrajući indikatore strukture duga u prethodnom periodu, vidimo da učešće spoljnog duga isključujući dug u EUR ima povoljan tj. opadajući trend sve do 2020. godine, kada dolazi do rasta, a usljed kreditnog zaduženja kod Međunarodnog monetarnog fonda. Udio unutrašnjeg duga u ukupnom dugu do 2017. godine ima rastući trend, dok u 2018. godini opada (usljed zamjene domaćih instrumenata finansiranja spoljnim instrumentima, i to najvećim dijelom u vidu obveznica emitovanih na međunarodnom finansijskom tržištu), a zatim u 2019. i 2020. godini ponovo raste, ali je i dalje ispod nivoa koji je zabilježen 2017. godine. Prosječno vrijeme do dospijeca je do 2019. godine imalo rastući trend, a u 2020. godini se smanjuje, najvećim dijelom usljed kreditnog zaduženja kod Međunarodnog monetarnog fonda, s obzirom da se radi o instrumentu kraće ročnosti. Učešće kratkoročnog duga u prihodima ostvarenim prethodne godine u 2016. godini je poraslo, da bi od 2017. godine imalo opadajući trend, dok je u 2020. godini ovaj indikator ponovo porastao, a njegova vrijednost je bila približno jednaka onoj iz 2017. godine. Učešće duga po fiksnim uslovima u ukupnom dugu imalo je rastući trend do 2019. godine, dok je u 2020. godini vrijednost ovog indikatora smanjena, s tim da je iznad nivoa iz 2018. godine, a što je najvećim dijelom posljedica kreditnog zaduženja kod Međunarodnog monetarnog fonda. Ponderisana prosječna kamatna stopa tokom posmatranog perioda je imala volatilan trend, s tim da promjene nisu bile značajne, a posljednje dvije godine, tj. od 2019. godine, njena vrijednost opada i na kraju 2020. godine je na najnižem nivou.

²² Isto kao pod 7.

3. Izvori finansiranja

Strategija se u posmatranom srednjoročnom periodu bazira na finansiranju, uglavnom, putem emisija hartija od vrijednosti na domaćem i međunarodnom finansijskom tržištu. Koncesioni multilateralni i bilateralni izvori finansiranja će, shodno dostignutom stepenu razvoja Republike Srpske, u posmatranom periodu, biti dostupni u manjem obimu, i to uglavnom za finansiranje investicionih projekata. Osim toga, važno je istaći da je dobijanje koncesionih sredstava za finansiranje budžetske potrošnje najčešće uslovljeno ispunjavanjem ciljeva postavljenih na nivou Bosne i Hercegovine što može biti ograničavajući faktor.

Narednom tabelom prikazani su spoljni izvori finansiranja predviđeni Strategijom.

Tabela 8: Spoljni izvori finansiranja

Naziv kreditora	Kamatna stopa	Rok otplate	Grejs period	Valuta	Rizik
IBRD	varijabilna/fiksna	15-32	5-7	EUR	rizik refiksiranja za varijabilnu kamatu
EIB	varijabilna/fiksna	25-30	5-8	EUR	rizik refiksiranja za varijabilnu kamatu
EBRD	varijabilna	15	3	EUR	rizik refiksiranja za varijabilnu kamatu
KfW	fiksna	9-16	0,5-7	EUR	rizik refinansiranja
Evroobveznice	fiksna	5	4	EUR	rizik refinansiranja
Evroobveznice	fiksna	7	6	EUR	rizik refinansiranja
Evropska komisija	fiksna	15	14	EUR	rizik refinansiranja
Ostali kreditori ²³	varijabilna/fiksna	18-31	3-10	EUR/SDR/JPY	rizik refiksiranja za varijabilnu kamatu; valutni rizik za JPY i SDR

Izvor: MF RS

Unutrašnji izvori finansiranja uglavnom se koriste za finansiranje budžetske potrošnje. Investitori u domaće hartije od vrijednosti, tj. obveznice (ročnosti 3, 5, 7 i 10 godina sa jednokratnom otplatom i fiksnom kamatnom stopom) i trezorske zapise (ročnosti 6 mjeseci), su investitori dominantno sa sjedištem u Bosni i Hercegovini. Osim širenja baze investitora unutar BiH, u posljednje vrijeme javlja se i interes investitora van granica BiH za ulaganje u domaće hartije od vrijednosti. Investitori su, prije svega, domaće banke, zatim osiguravajuća društva, fondovi i ostali. Potrebno je voditi računa i biti obazriv kada se radi o limitima banaka u smislu njihove izloženosti prema javnom sektoru, posebno imajući u vidu činjenicu da je fiskalni deficit u 2020. godini, do koga je došlo zbog pandemije COVID-19, većim dijelom bio finansiran sredstvima domaćeg tržišta. Posljednje pomenuto, bi moglo da bude potencijalno ograničenje finansiranja, uzevši u obzir projektovani budžetski deficit u periodu 2021-2023. godine i ukupne potrebe za zaduživanjem u periodu 2021-2024. godine. Trgovanje obveznicama i trezorskim zapisima na sekundarnom tržištu je omogućeno, ali se isto praktikuje u ograničenom obimu. Najčešći vid sekundarnog prometa je vezan za trgovanje obveznicama ratne štete, stare devizne štednje i opštih obaveza. Razvoj sekundarnog tržišta hartija od vrijednosti svakako predstavlja jedan od preduslova za privlačenje investitora, a u isto vrijeme bi pogodovalo i snižavanju kamatne stope. Pored pomenutih hartija od vrijednosti, Republika Srpska ima mogućnost korištenja kredita domaćih banaka kao instrumenta finansiranja.

Prilikom izbora tržišta na kome će se vršiti zaduživanje, valute zaduživanja i instrumenata finansiranja u narednom periodu će se uzimati u obzir stanje i trend razvoja domaćeg i međunarodnog

²³ Japan, IFAD, CEB, IDA

finansijskog tržišta (nivo kamatnih stopa, premije rizika, krive prinosa i sl.) i prihvatljiv nivo izloženosti rizicima.

Politika upravljanja dugom će se voditi ostvarivanjem, prije svega srednjoročno identifikovanih ciljeva, uz napomenu da će se odluke o kratkoročnim i dugoročnim zaduživanjima donositi godišnje u skladu sa odredbama Zakona o zaduživanju, dugu i garancijama Republike Srpske. U zavisnosti od promjene osnovnih fiskalnih agregata i nepredviđenih okolnosti²⁴ moguća je korekcija plana zaduživanja tokom fiskalne godine.

4. Srednjoročna strategija upravljanja dugom

Glavni cilj upravljanja dugom Republike Srpske je obezbjeđenje finansijskih sredstava za finansiranje odobrenih investicionih projekata, refinansiranje posmatranog duga i izvršenje budžeta Republike Srpske, uz minimalne troškove i rizike.

U svrhu ostvarenja glavnog cilja upravljanja dugom, definisani su sljedeći operativni ciljevi i principi:

- 1) Kontinuirana promocija i prisustvo na domaćem i međunarodnom finansijskom tržištu putem emisija hartija od vrijednosti i drugih instrumenata, što bi doprinijelo smanjenju troškova zaduživanja u srednjem i dugom roku;
- 2) obezbijediti portfolio duga u skladu sa ranije identifikovanim indikatorima strukture duga - profil dospjeća duga, struktura kamatnih stopa, troškovi zaduživanja, stanje unutrašnjeg duga, izloženost valutnom riziku (ne računajući dug iskazan u EUR-u zbog postojanja aranžmana valutnog odbora) i njihovim ciljanim veličinama²⁵;
- 3) nastaviti sprovoditi transparentni i predvidiv proces zaduživanja.

U narednom srednjoročnom periodu (2021-2024), prethodno pomenuti ciljevi će biti ostvareni kroz strategiju *diverzifikacije izvora finansiranja, instrumenata i baze investitora*. Ova strategija se bazira na finansiranju budžetske potrošnje većim dijelom putem emisije srednjoročnih hartija od vrijednosti na međunarodnom i domaćem finansijskom tržištu, sa „bullet“ otplatom, a u manjem obimu putem domaćih kredita. Za finansiranje investicionih projekata koriste se spoljni izvori finansiranja, kao rezultat maksimalnog iskorištavanja pristupa koncesionim izvorima (WB, EIB, EBRD, KfW itd.), što doprinosi smanjenju rizika refinansiranja i smanjenju troška. Prosječno učešće finansiranja iz domaćih izvora je smanjeno u korist finansiranja iz spoljnih izvora.

Ova strategija omogućava unapređenje pozicije Republike Srpske u pogledu budućih izvora finansiranja, i to kroz prisustvo na međunarodnom finansijskom tržištu, razvoj domaćeg finansijskog tržišta korištenjem kratkoročnih²⁶ i srednjoročnih instrumenata, sa fokusom na instrumente dužih ročnosti, uz prihvatljiv rast troškova i nivo rizika, a koji je ublažen nastavkom korištenja dostupne podrške multilateralnih kreditora.

U narednoj tabeli prikazani su stilizovani instrumenti finansiranja portfolija duga, učešće u bruto finansiranju za period 2021-2024. godine, te procijenjeno učešće istih u portfoliju duga na kraju 2024. godine.

²⁴ Nepredviđene okolnosti poput pandemije COVID-19.

²⁵ Za naredni period 2021-2024. godine zadržavaju se ciljane veličine prezentovane u tabeli 7, za sve odabrane indikatore, osim za stanje unutrašnjeg duga kao procenat ukupnog posmatranog duga, čija vrijednost se mijenja na ≥ 20 , usljed značajnijeg oslanjanja na spoljne izvore finansiranja u prethodno pomenutom periodu, kao što je prikazano tabelom 9.

²⁶ Kratkoročni instrumenti će se isključivo koristiti za privremeno finansiranje deficita proizašlog iz gotovinskog toka.

Tabela 9: Stilizovani instrumenti finansiranja portfolija duga, učešće istih u bruto finansiranju za period 2021-2024. godine, te procijenjeno učešće istih u portfoliju duga na kraju 2024. godine

Naziv instrumenta	Rok otplate	Grejs period	% portfolija na kraju 2020. godine	% bruto potreba za finansiranjem				% portfolija na kraju 2024. godine	
				prosjeak tokom perioda	2021	2022	2023		2024
Spoljni var. USD (koncesioni)	18	4	1,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,4
Spoljni var. EUR (koncesioni)	18	4	12,5	14,8	13,8	22,5	14,4	2,7	15,4
Spoljni fiksni USD (koncesioni)	20	5	17,9	0,2	0,9	0,0	0,0	0,0	9,9
Spoljni fiksni EUR (koncesioni)	20	5	22,7	11,3	14,6	10,4	11,2	7,1	21,3
IMF var. USD (koncesioni)	5	3	6,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	1,7
Evroobveznice 5 g. fiksne EUR (tržišni)	5	4	6,3	29,8	67,1	45,9	0,0	0,0	15,9
Evroobveznice 7 g. fiksne EUR (tržišni)	7	6	0,0	24,3	0,0	0,0	73,0	0,0	13,0
Domaći krediti varijabilni (tržišni)	6	1	0,8	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Domaći krediti fiksni (tržišni) ²⁷	10	1	3,5	3,8	0,0	0,0	0,0	27,7	2,0
Domaće obveznice 3 g. fiksne (tržišni)	3	2	3,7	1,2	0,0	1,6	0,0	5,5	1,2
Domaće obveznice 5 g. fiksne (tržišni)	5	4	11,2	6,6	0,0	10,5	0,0	27,4	7,7
Domaće obveznice 7 g. fiksne (tržišni)	7	6	5,2	4,0	1,6	6,0	0,7	12,9	4,5
Domaće obveznice 10 g. fiksne (tržišni)	10	9	8,6	3,9	2,0	3,0	0,7	16,6	7,0
Spoljni izvori			67,0	80,5	96,3	78,9	98,6	9,8	77,6
Domaći izvori			33,0	19,5	3,7	21,1	1,4	90,2	22,4

Izvor: MF RS

Standardni indikatori troškova i rizika strategije, procijenjene vrijednosti za 2021. godinu, ciljane za 2022. godinu, te orijentacione za period 2023-2024. godine prikazani su narednom tabelom.

²⁷ U okviru instrumenta domaći krediti fiksni (tržišni) sadržan je iznos stanja duga po trezorskim zapisima sa 31.12.2020. godine, a zbog ograničenja tehničke prirode u vidu ograničenog broja instrumenata u alatu za kvantitativnu analizu koji je korišten pri izradi Strategije.

Tabela 10: Indikatori troškova i rizika strategije u periodu 2021 - 2024. godine

	Polazni	Strategija			
	2020	2021	2022	2023	2024
Nominalni iznos duga u odnosu na BDP (%)	46,9	46,8	47,3	46,6	43,2
Sadašnja vrijednost duga u odnosu na BDP (%)	40,5	40,7	41,5	41,1	38,5
Trošak zaduživanja					
Iznos kamate u odnosu na BDP (%)	1,0	0,9	1,0	1,1	1,2
Prosječna ponderisana kamatna stopa, u % (WAIR) ²⁸	2,1	2,1	2,3	2,5	2,7
Rizik refinansiranja					
Dug koji dospijeva u roku od godinu dana (% od ukupnog)	10,7	7,8	14,3	8,7	9,3
Dug koji dospijeva u roku od godinu dana (% BDP-a)	5,0	3,6	6,7	4,0	4,0
Prosječno vrijeme do dospijeća spoljnog duga, u god. (ATM)	7,4	7,6	6,9	6,7	6,1
Prosječno vrijeme do dospijeća unutrašnjeg duga, u god. (ATM)	3,6	4,9	4,5	4,0	3,5
Prosječno vrijeme do dospijeća ukupnog duga, u god. (ATM)	6,2	6,9	6,3	6,1	5,5
Rizik kamatne stope					
Prosječno vrijeme do refiksiranja, u godinama (ATR)	4,8	5,5	4,9	4,7	4,2
Dug koji se refiksira u roku od godinu dana (% od ukupnog)	29,5	23,0	28,1	24,2	24,7
Dug sa fiksnom kamatnom stopom (% od ukupnog)	79,1	81,5	81,5	81,1	82,5
Valutni rizik					
Spoljni dug (% od ukupnog)	67,0	74,8	76,4	76,4	77,6
Spoljni dug isključujući dug u EUR (% od ukupnog)	25,5	23,1	19,6	15,8	12,0
Kratkoročni spoljni dug (u % deviznih rezervi)	4,4	4,2	12,8	6,6	5,4

Izvor: MF RS

Na kraju posmatranog četvorogodišnjeg perioda, u odnosu na stanje na kraju 2020. godine, biće pogoršani indikatori troškova zaduživanja (iznos kamate u odnosu na BDP i prosječna ponderisana kamatna stopa), određeni indikatori rizika refinansiranja (prosječno vrijeme do dospijeća), rizika kamatne stope (prosječno vrijeme do refiksiranja, dug koji se refiksira u roku od godine dana od ukupnog) i valutnog rizika (učešće spoljnog duga u ukupnom i učešće kratkoročnog spoljnog duga u deviznim rezervama), a što je rezultat promjene strukture izvora finansiranja, te projektovanog budžetskog deficita i potreba za zaduživanjem za period 2021-2024. godine. S druge strane, na kraju posmatranog četvorogodišnjeg perioda smanjiće se nominalni iznos duga u odnosu na BDP, te će se poboljšati određeni indikatori rizika refinansiranja (dug koji dospijeva u roku od godinu dana kao procenat od ukupnog duga i BDP-a), rizika kamatne stope (dug koji se refiksira u roku od godinu dana kao procenat od ukupnog, dug sa fiksnom kamatnom stopom kao procenat od ukupnog), te valutnog rizika (spoljni dug isključujući dug u EUR kao procenat od ukupnog), kao posljedica korištenja pretežno fiksnih instrumenata za finansiranje potreba.

U svrhu analize osjetljivosti duga na kretanje ključnih varijabli, sljedećom tabelom prikazane su vrijednosti pojedinih indikatora duga prema osnovnom scenariju kretanja deviznog kursa i kamatnih stopa, te alternativnim scenarijima uz primjenu valutnih šokova i šokova kamatne stope.

²⁸ Vrijednosti prosječne ponderisane kamatne stope za period 2021-2024. godine izračunate su stavljanjem u odnos iznosa kamate za datu godinu i stanja duga za prethodnu godinu. Način izračunavanja ovog indikatora za 2020. godinu vidjeti u fusnoti broj 7.

Tabela 11: Indikatori troškova i rizika ostvareni u periodu 2014 - 2020. godine, te procijenjene vrijednosti indikatora za period 2021 - 2024. godine prema različitim scenarijima o kretanju deviznog kursa i kamatnih stopa

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Nominalni iznos duga u odnosu na BDP (%)											
Osnovni scenarij	47,7	47,9	49,2	45,4	43,7	43,0	46,9	46,8	47,3	46,6	43,2
Scenarij 1 ²⁹	-	-	-	-	-	-	-	46,8	50,4	49,5	46,0
Scenarij 2 ³⁰	-	-	-	-	-	-	-	46,8	47,3	47,1	43,9
Scenarij 3 ³¹	-	-	-	-	-	-	-	46,8	49,4	48,8	45,5
Iznos kamate u odnosu na BDP (%)											
Osnovni scenarij	1,0	1,1	1,1	1,0	1,0	1,0	1,0	0,9	1,0	1,1	1,2
Scenarij 1	-	-	-	-	-	-	-	0,9	1,1	1,2	1,3
Scenarij 2	-	-	-	-	-	-	-	0,9	1,0	1,7	1,4
Scenarij 3	-	-	-	-	-	-	-	0,9	1,0	1,4	1,3
Iznos kamate u odnosu na prihode (%)											
Osnovni scenarij	5,6	6,2	4,4	3,9	3,8	3,8	3,9	3,4	3,9	4,3	4,7
Scenarij 1	-	-	-	-	-	-	-	3,4	4,1	4,5	5,0
Scenarij 2	-	-	-	-	-	-	-	3,4	3,9	6,5	5,6
Scenarij 3	-	-	-	-	-	-	-	3,4	4,0	5,6	5,3

Izvor: MF RS

Iz prethodne tabele je vidljivo da najveće pogoršanje vrijednosti indikatora stanja duga u odnosu na BDP nastaje po osnovu ekstremnog šoka deprecijacije domaće valute u odnosu na strane, dok najveće pogoršanje vrijednosti iznosa kamate u odnosu na BDP i prihode nastaje po osnovu ekstremnog šoka na vrijednosti kamatnih stopa.

Pri implementaciji strategije, aktivnosti zaduživanja će se vršiti u skladu sa najboljim praksama, i to:

- 1) aktivnosti na domaćem i međunarodnom finansijskom tržištu će se obavljati profesionalno, transparentno, svrsishodno i pravovremeno, a ugovorene obaveze će se uredno izvršavati;
- 2) izbor uslova zaduživanja će biti usmjeren (po redoslijedu prioriteta) na refinansiranje duga, obezbjeđenje sredstava za finansiranje izvršenja budžeta, usklađenost sa odredbama Zakona o fiskalnoj odgovornosti i ostvarenje identifikovanih indikatora duga;

²⁹ Deprecijacija kursa KM/USD od trideset procentnih poena u 2022. godini.

³⁰ Kamatne stope u 2022. godini su veće za četiri procentna poena na srednjoročne domaće i dugoročne spoljne instrumente i za dva procentna poena na kratkoročne domaće instrumente. S obzirom da u narednom periodu kratkoročni instrumenti neće biti korišteni u svrhu finansiranja budžetskih potreba, već samo za privremeno finansiranje deficita proizašlog iz gotovinskog toka, primjena šoka na kratkoročne instrumente ne utiče na stvaranje dodatnih potreba.

³¹ Deprecijacija kursa KM/USD od dvadeset procentnih poena u 2022. godini, u kombinaciji sa šokom kamatnih stopa u 2022. godini u iznosu od dva procentna poena na srednjoročne domaće i dugoročne spoljne instrumente i jednog procentnog poena na kratkoročne domaće instrumente. S obzirom da u narednom periodu kratkoročni instrumenti neće biti korišteni u svrhu finansiranja budžetskih potreba, već samo za privremeno finansiranje deficita proizašlog iz gotovinskog toka, primjena šoka na kratkoročne instrumente ne utiče na stvaranje dodatnih potreba.

- 3) prilikom planiranja zaduživanja akcenat će biti na razvoju i proširenju dugoročnih mogućnosti zaduživanja na finansijskom tržištu, a ne na kratkoročnim komparativnim prednostima svake pojedinačne transakcije;
- 4) uopšteno gledano, biće osigurani najpovoljniji uslovi zaduživanja, imajući u vidu princip naveden pod 2).

Kako bi se implementirala strategija utvrđeni su sljedeći zadaci Ministarstva finansija Republike Srpske:

- 1) razvoj i održavanje saradnje sa partnerima i investitorima na domaćem i inostranom tržištu;
- 2) izrada, i eventualno revidiranje, srednjoročnog plana zaduživanja i kalendara aukcija zasnovanog na gotovinskom toku kako bi se osigurao stabilan obrazac ukupnih gotovinskih priliva u budžet na mjesečnom nivou;
- 3) objavljivanje kalendara aukcija na kvartalnoj osnovi, u skladu sa mogućnostima, obezbjeđenje informacija o planiranim aukcijama u dužem vremenskom periodu, te srednjoročnom planu zaduživanja;
- 4) konstantno održavanje ponude kratkoročnih i srednjoročnih finansijskih instrumenata na domaćem finansijskom tržištu; osigurati da su instrumenti i procedure efikasni i povoljni za primarno trgovanje, kako bi se omogućio dalji razvoj domaćeg tržišta hartija od vrijednosti;
- 5) praćenje kretanja portfolija duga u odnosu na identifikovane indikatore duga i godišnje izvještavanje o vrijednostima istih;
- 6) ispitivanje mogućnosti i harmonizacija praksi i procedura na domaćem tržištu hartija od vrijednosti sa onim na tržištu EU, ukoliko to bude realno moguće u srednjem roku,
- 7) upravljanje procesom ocjene kreditnog rejtinga u Republici Srpskoj uz osiguranje aktivnog učešća predstavnika resorno nadležnih institucija.

U cilju smanjenja izloženosti finansijskim rizicima potrebno je sprovesti sljedeće mjere:

- 1) produžavanje prosječne ročnosti duga koji se emituje u vidu hartija od vrijednosti, koliko je to moguće imajući u vidu situaciju na domaćem i međunarodnom tržištu,
- 2) produžavanje prosječne ročnosti unutrašnjeg duga,
- 3) smanjenje učešća spoljnog duga denominovanog u drugoj valuti osim „EUR“,
- 4) ravnomjerna raspodjela obaveze otplate duga po godinama u narednom dugoročnom periodu.

U skladu sa utvrđenim ciljevima i principima upravljanja dugom, a imajući u vidu strukturu duga, promjenu u strukturi finansiranja, i situaciju na finansijskim tržištima, biće zadržani ranije identifikovani indikatori strukture duga i njihove vrijednosti, predstavljeni u tabeli 7. osim za stanje unutrašnjeg duga kao procenat ukupnog posmatranog duga, čija vrijednost se mijenja na ≥ 20 , usljed značajnijeg oslanjanja na spoljne izvore finansiranja u narednom periodu.

Prilog 1. Obuhvat strategije upravljanja dugom

		Uključeno/ Isključeno	% ukupnog duga	Iznosi sa 31.12.2020.		% BDP
				u mil. KM	u mil. USD ³²	
1	Ukupan dug (1.1.+1.2.+2.a.)		100,0%	5.833,4	3.662,9 \$	52,4%
1.1.	Spoljni dug		60,5%	3.526,4	2.214,3 \$	31,7%
1.1.1.	Republike Srpske		39,39%	2.297,6	1.442,7 \$	20,6%
1.1.1.1.	Relevantan spoljni dug	✓ ³³	33,6%	1.959,9	1.230,7 \$	17,6%
1.1.1.2.	Relevantan spoljni dug-PK Njemačka	X ³⁴	0,2%	9,1	5,7 \$	0,1%
1.1.1.3.	Direktan spoljni dug	✓	5,6%	328,6	206,3 \$	3,0%
1.1.2.	Jedinica lokalne samouprave		2,1%	121,4	76,2 \$	1,1%
1.1.2.1.	Relevantan spoljni dug	✓✓ ³⁵	1,7%	99,7	62,6 \$	0,9%
1.1.2.2.	Direktan spoljni dug	XX ³⁶	0,4%	21,8	13,7 \$	0,2%
1.1.3.	Javnih preduzeća i IRB-a		19,0%	1.107,4	695,4 \$	9,9%
1.1.3.1.	Relevantan spoljni dug	✓✓	18,4%	1.074,1	674,4 \$	9,6%
1.1.3.3.	Direktan spoljni dug	✓✓	0,6%	33,3	20,9 \$	0,3%
1.2.	Unutrašnji dug		39,5%	2.305,0	1.447,4 \$	20,7%
1.2.1.	Republike Srpske		29,5%	1.721,8	1.081,1 \$	15,5%
1.2.1.1.	verifikovani unutrašnji dug		4,9%	286,2	179,7 \$	2,6%
1.2.1.1.1.	Emitovane obveznice za izmirenje obaveza definisanih ZoUD RS (SDŠ, RŠ, OO)	✓	3,8%	221,5	139,1 \$	2,0%
1.2.1.1.2.	Planirane emisije obveznica za izmirenje verifikovanih obaveza definisanih ZoUD RS (RŠ)	✓	0,3%	15,9	10,0 \$	0,1%
1.2.1.1.3.	Gotovinske isplate (OO, RŠ, SDŠ, refundacije poreza)	✓	0,8%	48,8	30,6 \$	0,4%
1.2.1.2.	Srednjoročne obveznice	✓	18,6%	1.084,6	681,1 \$	9,7%
1.2.1.3.	Trezorski zapisi	✓	1,9%	108,7	68,3 \$	1,0%
1.2.1.4.	Dugoročni zajmovi kod komercijalnih banaka	✓	4,2%	242,2	152,1 \$	2,2%
1.2.2.	Jedinica lokalne samouprave	XX	6,4%	370,7	232,8 \$	3,3%
1.2.3.	Fondova socijalne sigurnosti		3,6%	212,6	133,5 \$	1,9%
1.2.3.1.	Direktno zaduženje	XX	3,6%	210,1	131,9 \$	1,9%
1.2.3.2.	Indirektno zaduženje	✓	0,0%	2,5	1,5 \$	0,0%
2	Garancije (a+b+c)			656,1	412,0 \$	5,9%
a	Aktivirane garancije RS	✓✓✓ ³⁷	0,0%	2,0	1,3 \$	0,0%
b	Neaktivirane garancije RS obuhvaćene ukupnim dugom ³⁸	XX	3,0%	177,8	111,6 \$	1,6%
c	Neaktivirane garancije RS	XXX ³⁹	-	476,2	299,0 \$	4,3%
3	Ukupan dug uključen u Strategiju		89,5%	5.221,8	3.278,9 \$	46,9%
4	Ukupan dug isključen iz Strategije		10,5%	611,6	384,0 \$	5,5%

Izvor: MF RS

³² Vrijednosti izražene u USD zasnovane su na kursu USD/KM = 1,592566, prema kursnoj listi CB BiH broj 259 od 31.12.2020. godine.

³³ Direktna obaveza sa jasnom obavezom otplate.

³⁴ Direktna obaveza ali nije utvrđen način otplate.

³⁵ Indirektna obaveza sa jasnom obavezom otplate.

³⁶ Nije direktna niti indirektna obaveza.

³⁷ Izdate garancije koje su aktivirane i konvertovane u dug Republike Srpske.

³⁸ Garancije RS izdate za direktna zaduženja jedinica lokalne samouprave i fondova socijalne sigurnosti koje nisu aktivirane.

³⁹ Garancije RS izdate za direktna zaduženja javnih preduzeća i javnog sektora koje nisu aktivirane.

Prilog 2. Analitičke pretpostavke

U ovom dijelu predstavljene su ostale analitičke pretpostavke koje su korištene u svrhu kvantitativne analize Strategije. Planovi otplate duga su generisani prema osnovnom i alternativnim scenarijima uz primjenu valutnih šokova i šokova kamatne stope. Troškovi su izračunati na osnovu profila otplate duga prema osnovnom scenariju, a rizik je mjeran porastom u otplati duga kao rezultatom šokova kamatne stope i deviznih kurseva.

Osnovni scenario se bazira na najvjerojatnijim tržišnim uslovima. Narednom tabelom prikazane su projekcije kamatnih stopa stilizovanih instrumenata i deviznog kursa u periodu 2021-2024. godine, koje su korištene u osnovnom scenariju.

Tabela: Projekcija kamatnih stopa stilizovanih instrumenata finansiranja i deviznog kursa u periodu 2021-2024. godine

	2021	2022	2023	2024
Stilizovani instrumenti				
Spoljni var. USD (koncesioni)	1,2%	1,5%	1,9%	2,2%
Spoljni var. EUR (koncesioni)	0,5%	0,6%	0,7%	0,9%
Spoljni fiksni USD (koncesioni)	2,5%	2,8%	3,2%	3,5%
Spoljni fiksni EUR (koncesioni)	1,7%	1,8%	2,0%	2,2%
IMF var. USD (koncesioni)	1,1%	1,3%	1,7%	2,0%
Evroobveznice 5 g. fiksne EUR (tržišni)	4,8%	5,0%	5,2%	5,4%
Evroobveznice 7 g. fiksne EUR (tržišni)	5,0%	5,2%	5,4%	5,6%
Domaći krediti varijabilni (tržišni)	2,0%	2,0%	2,2%	2,4%
Domaći krediti fiksni (tržišni)	3,2%	3,3%	3,5%	3,6%
Domaće obveznice 3 g. fiksne (tržišni)	1,7%	1,7%	1,9%	2,0%
Domaće obveznice 5 g. fiksne (tržišni)	3,0%	3,1%	3,2%	3,4%
Domaće obveznice 7 g. fiksne (tržišni)	3,3%	3,4%	3,5%	3,6%
Domaće obveznice 10 g. fiksne (tržišni)	3,5%	3,6%	3,7%	3,8%
Kurs				
BAM/USD	1,6%	1,6%	1,6%	1,6%

Izvor: MF RS i MFTBiH

U svrhu analize osjetljivosti strategije primijenjeni su sljedeći šokovi:

- **Šok deviznog kursa:** deprecijacija kursa KM/USD u iznosu od trideset procentnih poena u 2022. godini, u odnosu na polaznu pretpostavku o vrijednosti deviznog kursa za tu godinu;
- **Šok kamatne stope:** u odnosu na osnovni scenario kretanja kamatnih stopa, kamatne stope u 2022. godini su veće za četiri procentna poena na srednjoročne domaće i dugoročne spoljne instrumente i za dva procentna poena na kratkoročne domaće instrumente; S obzirom da u narednom periodu kratkoročni instrumenti neće biti korišteni u svrhu finansiranja budžetskih potreba, već samo za privremeno finansiranje deficita proizašlog iz gotovinskog toka, primjena šoka na kratkoročne instrumente ne utiče na stvaranje dodatnih potreba.
- **Kombinovani šok:** deprecijacija kursa KM/USD od dvadeset procentnih poena u 2022. godini, u odnosu na polaznu pretpostavku, u kombinaciji sa šokom kamatnih stopa u 2022. godini, u odnosu na polazne pretpostavke o njihovom kretanju, u iznosu od dva procentna poena na

srednjoročne domaće i dugoročne spoljne instrumente i jednog procentnog poena na kratkoročne domaće instrumente. S obzirom da u narednom periodu kratkoročni instrumenti neće biti korišteni u svrhu finansiranja budžetskih potreba, već samo za privremeno finansiranje deficita proizašlog iz gotovinskog toka, primjena šoka na kratkoročne instrumente ne utiče na stvaranje dodatnih potreba.

B. STRATEGIJA UPRAVLJANJA DUGOM FEDERACIJE BIH

1. PRAVNI I INSTITUCIONALNI OKVIR

1.1. Pravni okvir

Kompleksnost ustavnog uređenja Bosne i Hercegovine rezultirala je uspostavljanjem višestrukog zakonodavnog i institucionalnog okvira za upravljanje dugom na svim nivoima vlasti.

- Procedura ugovaranja novih vanjskih državnih zajmova propisana je članom 39. Zakona o zaduživanju, dugu i garancijama Bosne i Hercegovine („Službeni glasnik BiH“, br. 52/05, 103/09 i 90/16), (u daljem tekstu: Zakon o zaduživanju u BiH), a alokacija obaveze otplate vanjskog državnog duga članom 50;
- Zakon o zaduživanju u BiH također daje ovlaštenja entitetima i Brčko Distriktu da sklapaju ugovore o zaduživanju s vanjskim kreditorima po osnovu direktnog duga, što je predmetom prethodne saglasnosti Parlamentarne skupštine BiH;
- U skladu sa Zakonom o dugu, zaduživanju i garancijama u Federaciji Bosne i Hercegovine („Službene novine FBiH“, br. 86/07, 24/09, 44/10 i 30/16), (u daljem tekstu: Zakon o dugu u FBiH) Federacija BiH se može zaduživati u zemlji i u inostranstvu u domaćoj ili stranoj valuti. Za provođenje procedure zaduživanja, izdavanja garancija i upravljanje dugom Federacije BiH nadležno je Federalno ministarstvo finansija/financija (u daljem tekstu: Ministarstvo finansija).
- Zakonom o dugu u FBiH utvrđeni su limiti zaduživanja Federacije BiH, kao i svrhe u koje se Federacija BiH može zadužiti na vanjskom ili unutrašnjem tržištu, te izdati garancije.

1.2. Institucionalni okvir

Sve transakcije vezane za dug i garancije unutar Ministarstva finansija provodi Sektor za upravljanje dugom kojim rukovodi pomoćnik ministra i direktno je odgovoran ministru finansija.

Sektor se sastoji iz tri odsjeka:

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

Ovakvom organizacionom strukturom Sektora za upravljanje dugom osigurano je jasno razdvajanje dužnosti između službenika koji imaju ovlaštenja da pregovaraju i provode transakcije zaduživanja i onih koji su zaduženi za računovodstveno evidentiranje tih transakcija i servisiranje duga, kao i službenika koji su odgovorni za monitoring, odnosno analizu i izvještavanje.

2. CILJEVI I OBUHVAT STRATEGIJE UPRAVLJANJA DUGOM

2.1. Ciljevi upravljanja dugom

Ciljevi upravljanja dugom Vlade Federacije BiH su:

1. osiguranje finansijskih sredstava za finansiranje vladinih potreba uz prihvatljive troškove i rizike u srednjem i dugom roku;
2. razvoj domaćeg tržišta vrijednosnih papira.

2.2. Obuhvat Strategije

Strategija obuhvata portfolio duga na dan 31.12.2021. godine kojim upravlja Vlada Federacije BiH i koji je prikazan u narednoj tabeli.

Tabela 1. Portfolio duga na dan 31.12.2021. godine, obuhvaćen Strategijom

Vrsta duga	Uključen (v)/ Isključen (x)	Iznos (mil.KM)
Vanjski dug FBiH, od čega:		5.402,00
– Relevantni vanjski dug FBiH	✓	5.336,83
– Direktni vanjski dug FBiH	✓	65,17
Unutrašnji dug FBiH, od čega:		754,27
– Trezorski zapisi FBiH	✓	50,00
– Trezorske obveznice FBiH	✓	630,00
– Obveznice stare devizne štednje (SDŠ)	✓	0,00
– Obveznice za ratna potraživanja (RT)	✓	74,27
GARANCIJE⁴⁰		
– Garancije JP u vlasništvu FBiH	x	1.200,86
– Garancijski fond FBiH	x	100,09
UKUPAN dug obuhvaćen strategijom		6.156,28

40 Garancije FBiH nisu uključene u obuhvat strategije jer se u periodu koji je obuhvaćen Strategijom ne očekuje njihovo aktiviranje. FBiH je izdala garanciju za izgradnju bloka 7, Termoelektrane u Tuzli u iznosu od 613,99 mil.EUR. Kredit je postao efektivan, stanje duga po ovoj garanciji je 0 KM s obzirom da do 31.12.2021. godine nije bilo angažovanja sredstava

3. PORTFOLIO DUGA VLADE FEDERACIJE BIH

Portfolio duga za koji je odgovorna i kojim upravlja Vlada Federacije BiH na dan 31.12.2021. godine iznosi 6.156,28 mil.KM⁴¹ (3.567,55 mil. USD ili 26,82% BDP-a⁴² Federacije BiH), a sastoji se od vanjskog duga u iznosu od 5.402,01 mil.KM (3.130,45 mil. USD ili 87,75% ukupnog duga) i unutrašnjeg duga u iznosu od 754,27 mil.KM (437,10 mil. USD ili 12,25% ukupnog duga).

Tabela 2. Ukupan dug obuhvaćen Strategijom na dan 31.12.2021. godine

Opis	Vanjski dug	Unutrašnji dug	Ukupni dug
Iznos (u mil. KM)	5.402,01	754,27	6.156,28
Iznos (u mil. USD)	3.130,45	437,1	3.567,55
Nominalni dug kao % BDP-a FBiH	23,53%	3,29%	26,82%

3.1. Struktura vanjskog duga Federacije BiH na dan 31.12.2021. godine

3.1.1. Struktura vanjskog duga Federacije BiH po kreditorima

Vanjski dug je, zbog povoljnijih kreditnih uslova i koncesionalnih kamatnih stopa, najvećim dijelom ugovoren sa međunarodnim finansijskim institucijama i bilateralnim kreditorima.

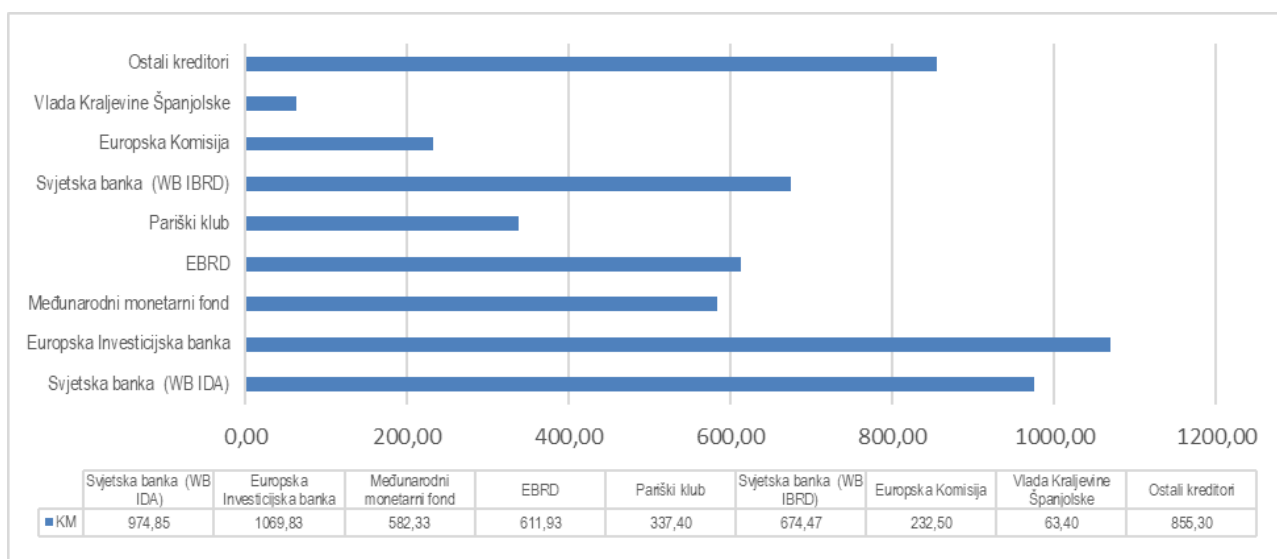
Tabela 3. Pregled vanjskog duga Federacije BiH po kreditorima

Kreditor	u USD	u KM
Svjetska banka (WB IDA)	564.923.897	974.850.189
Europska Investicijska banka	619.964.324	1.069.829.657
Međunarodni monetarni fond	337.458.973	582.329.665
EBRD	354.611.397	611.928.420
Pariški klub	195.521.969	337.398.771
Svjetska banka (WB IBRD)	390.854.459	674.470.570
Europska Komisija	134.732.913	232.499.291
Vlada Kraljevine Španjolske	36.737.546	63.395.448
Ostali kreditori	495.646.843	855.303.557
Ukupno	3.130.452.321	5.402.005.569

⁴¹ Kursna lista CBBH broj 259 od 31.12.2021. godine

⁴² Procjenjeni iznos BDP-a Federacije u 2021. godini koji se koristi za izračune procjenjen je u visini od 22.956 mil. KM.

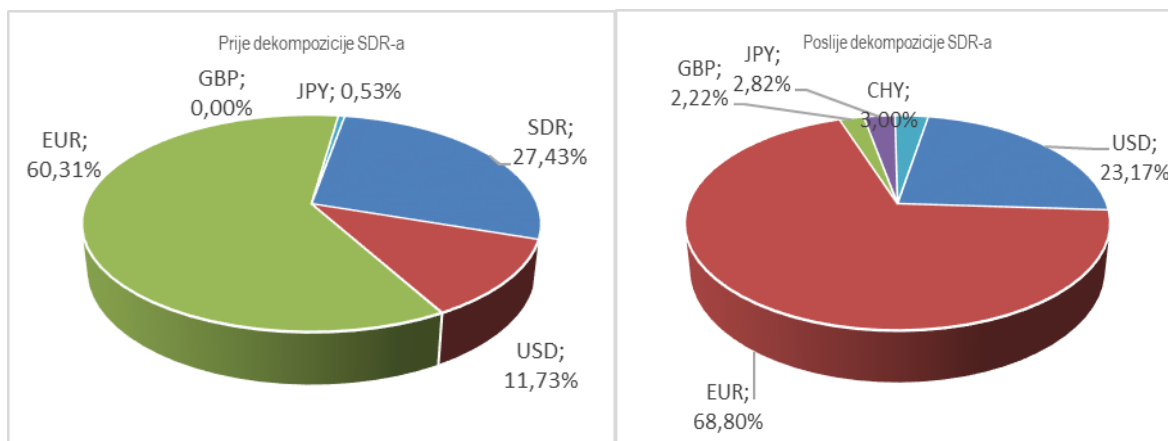
Slika 1. Struktura vanjskog duga Federacije BiH po kreditorima (mil. KM)



3.1.2. Valutna struktura vanjskog duga Federacije BiH

Valutna struktura vanjskog duga Federacije BiH definisana je dostupnim izvorima finansiranja. Najzastupljenija valuta u portfoliju duga Federacije BiH je Euro (EUR), zatim slijede Specijalna prava vučenja (SDR)⁴³ i američki dolar (USD).

Slika 2. Valutna struktura vanjskog duga Federacije BiH



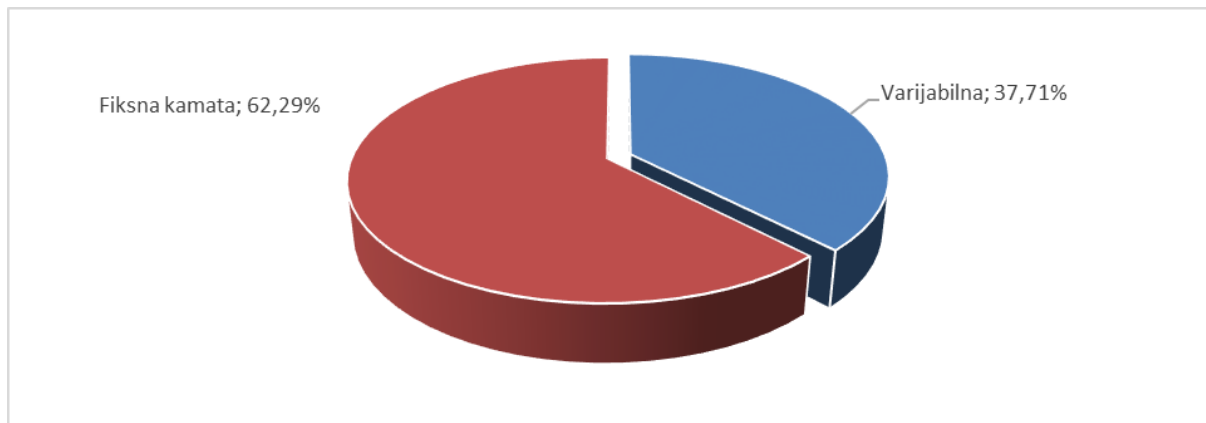
Dekompozicijom SDR-a, udio EUR valute raste na 68,80%, a USD na 23,17% ukupnog vanjskog duga.

⁴³ SDR – međunarodna obračunska valuta sastavljena iz sljedećih valuta: Kineski Juan (CNY) 1,0174, Euro (EUR) 0,38671, Američki dolar (USD) 0,58252, Britanska Funta (GBP) 0,085946 i Japanski Yen (JPY), 11,90.

3.1.3. Kamatna struktura vanjskog duga Federacije BiH

Sa fiksnom kamatnom stopom ugovoreno je 3.834,98 mil.KM ili 62,29%, a sa promjenjivom kamatnom stopom 2.321,29 mil.KM ili 37,71% ukupnog vanjskog duga.

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



3.2. Struktura unutrašnjeg duga Federacije BiH na dan 31.12.2021. godine

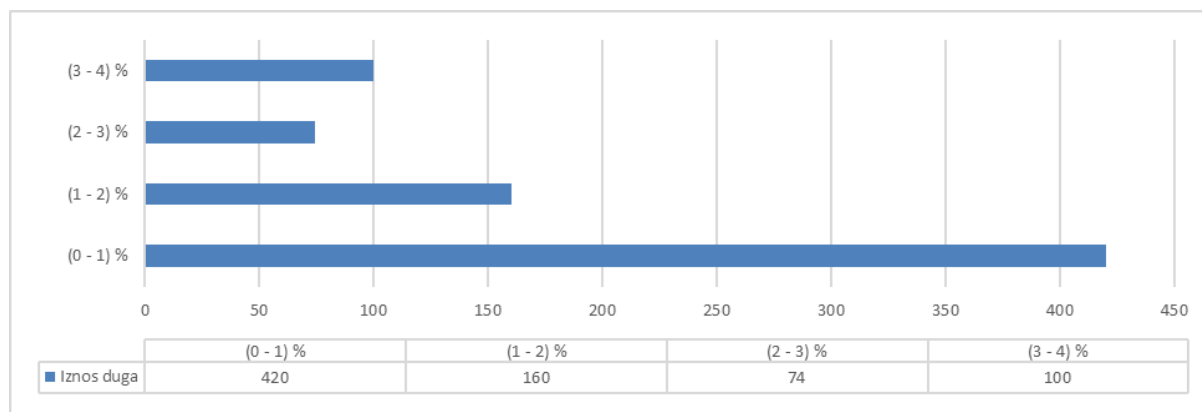
Unutrašnji dug koji je uključen u Strategiju sastoji se od duga koji je nastao u skladu sa zakonom u obliku vrijednosnih papira i unutrašnjeg duga nastalog emisijom tržišnih vrijednosnih papira. Unutrašnji dug ugovoren je u domaćoj valuti (KM) i sa fiksnim kamatnim stopama.

Tabela 4. Unutrašnji dug Federacije BiH uključen u Strategiju

Vrsta duga	Uključen (v)/ Isključen (x)	Iznos (mil.KM)
Unutrašnji dug FBiH, od čega:		754,27
- Trezorski zapisi FBiH	√	50,00
- Trezorske obveznice FBiH	√	630,00
- Obveznice za ratna potraživanja (RT)	√	74,27

3.2.1. Kamatna struktura unutrašnjeg duga Federacije BiH

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



4. RIZICI PORTFOLIJA DUGA FEDERACIJE BiH

4.1. Karakteristike troškova i rizika portfolija duga Federacije BiH

Prosječna ponderisana implicitna kamatna stopa ukupnog portfolija duga Federacije BiH relativno je niska i iznosi 1,25%, a rezultat je omjera obveznica emitovanih za izmirenje obaveza po osnovu ratnih potraživanja koje imaju zakonom određenu kamatnu stopu 2,5% (74,28 mil. KM) i tržišnih kratkoročnih i dugoročnih vrijednosnih papira u obliku obveznica (680,0 mil. KM). Prosječna ponderisana implicitna kamatna stopa za vanjski dug također iznosi 1,25%.

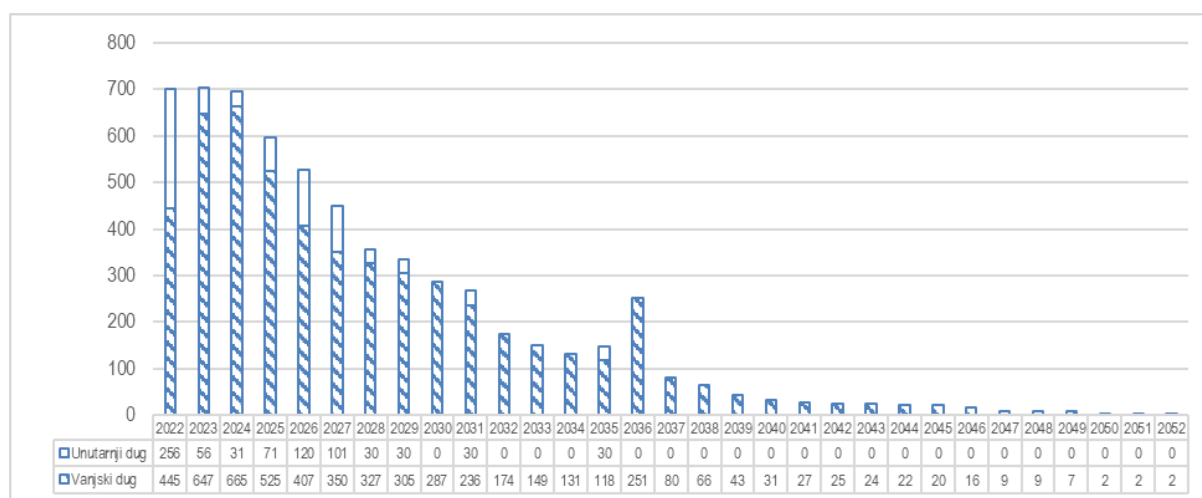
Tabela 5. Uporedni prikaz indikatora rizika portfolija duga Federacije BiH na dan 31.12.2021. godine u odnosu na indikatore na kraju 2020. godine

Indikatori rizika		Vanjski dug		Unutrašnji dug		Ukupni dug	
		2019.	2020.	2019.	2020.	2019.	2020.
Iznos duga (milioni KM)		4.982,7	5.406,6	849,9	754,3	5.832,6	6.160,9
Iznos duga (milioni USD)		3.128,7	3.133,1	533,6	437,1	3.662,4	3.570,2
Nominalni dug u % BDP		22,6	23,6	3,8	3,3	26,4	26,8
Sadašnja vrijednost duga u % BDP		18,8	19,1	3,8	3,3	22,7	22,4
Troškovi duga	Kamata kao % BDP	0,3	0,3	0,05	0,04	0,4	0,3
	Prosječna ponderisana kamata (%)	1,4	1,2	1,7	1,2	1,5	1,2
Rizik refinansiranja	Prosječno vrijeme dospelja (godine)	6,2	6,6	3,3	3,6	5,8	6,2
	Dospijeće duga u sljedećoj godini (% ukupnog)	8,9	8,2	27,7	33,9	11,6	11,5
	Dospijeće duga u sljedećoj godini (% BDP)	2	1,9	1,1	1,1	3,1	3,0
Kamatni rizik	Prosječno vrijeme refiksiranja (godine)	3,3	4,2	3,3	3,6	3,7	4,1
	Dug koji se refiksira u sljedećoj godini (% ukupnog)	49,1	47,5	27,7	33,9	46	45,8
	Dug sa fiksnom kamatnom stopom (% ukupnog)	55,4	57,1	100	100,0	61,9	62,5
Valutni rizik	Devizni dug (% ukupnog duga)					85,4	87,8
	Kratkoročni devizni dug (% rezervi)					3,7	3,0

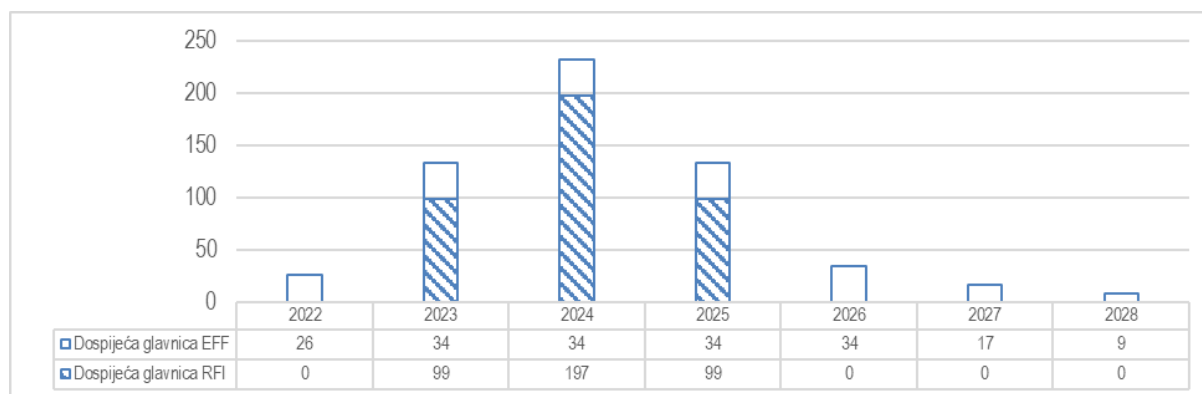
4.2 Rizik refinansiranja

Rizik refinansiranja je značajan i za unutrašnji i za vanjski dug i koncentriran je na kratki i srednji rok. Prosječno vrijeme dospeljeća (ATM) za unutrašnji dug iznosi 3,6 godina, a 6,6 godina za vanjski dug. Prosječno vrijeme dospeljeća ukupnog duga iznosi 6,2 godina. Kraće prosječno vrijeme dospeljeća unutrašnjeg duga u odnosu na vanjski dug rezultat je stepena razvijenosti domaćeg tržišta vrijednosnih papira, s obzirom da na istom ne postoji značajniji tržišni potencijal za izdavanjem obveznica sa dužim rokom dospeljeća, i obaveza po osnovu unutrašnjeg duga utvrđenih zakonom (obveznice izdane za izmirenje ratnih potraživanja).

Slika 5. Profil otplate duga Federacije BiH na dan 31.12.2021. godine (mil. KM)



Slika 6. Profil otplate duga Federacije BiH prema IMF-u, na dan 31.12.2021. godine (mil. KM)



4.3 Kamatni rizik

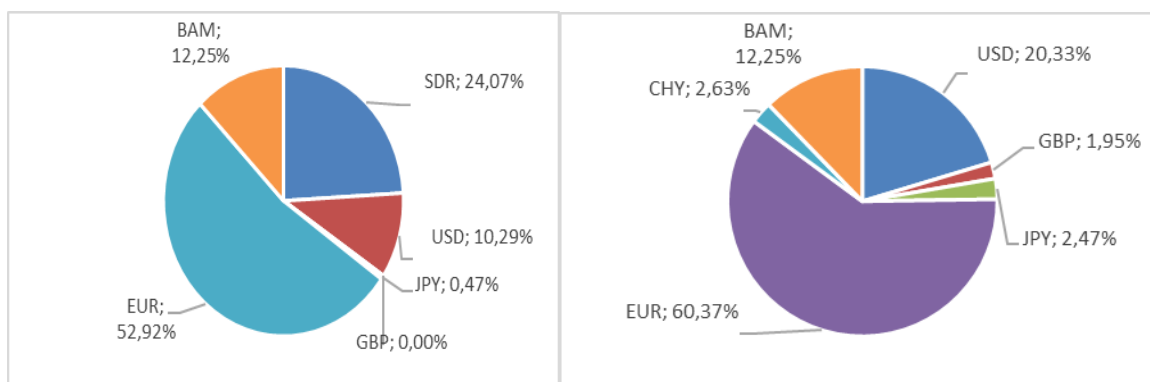
Udio portfolija duga koji se refiksira unutar jedne godine iznosi 45,8% i rezultat je činjenice da je gotovo pola portfolija vanjskog duga ugovoreno sa varijabilnom kamatnom stopom kao i kraćih rokova dospeljeća tržišnih vrijednosnih papira emitovanih na domaćem tržištu.

Prosječno vrijeme refiksiranja portfolija duga Federacije BiH iznosi 4,15 godina od čega je za refiksiranje vanjskog duga prosječno potrebno 4,22 godina, a 3,63 godina za refiksiranje unutrašnjeg.

4.4 Valutni rizik portfolija duga Federacije BiH

Najzastupljenije valute u portfoliju duga Federacije BiH su EUR (52,92%), SDR (24,07%), USD (10,29%) i KM (12,25%). Dekompozicijom SDR-a, udio EUR valute raste na 68,80% ukupnog duga, a udio USD na 23,17% (Slika 7.).

Slika 7. Valutna struktura ukupnog duga Federacije BiH prema stanju na dan 31.12.2021. godine, prije i poslije dekompozicije SDR-a



Valutni rizik portfolija vanjskog duga Federacije BiH je relativno velik. Nešto preko 35% vanjskog duga je osjetljivo na promjene deviznih kurseva uzimajući u obzir njegovu valutnu strukturu (EUR – 60,31%, SDR – 27,43% i USD – 11,73%), u kojoj, nakon dekompozicije SDR-a, udio EUR valute u ukupnom vanjskom dugu iznosi 68,80%.

4.5 Potencijalne obaveze

Potencijalne obaveze Federacije BiH su finansijske obaveze po osnovu izdatih garancija ili odluka Parlamenta Federacije BiH o eventualnom preuzimanju obaveza kantona, gradova, općina ili javnih kompanija i koje bi mogle postati obaveza budžeta Federacije BiH.

4.5.1 Garancije

Federacija BiH je tokom 2019. godine, na zahtjev JP Elektroprivreda BiH izdala vanjsku garanciju u korist Kineske izvozno-uvozne banke (Exim Bank of China) na iznos od 613,99 mil. EUR (1.200,86 mil. KM) a u cilju izgradnje bloka 7 Termoelektrane Tuzla. Iako je kredit postao efektivan 5.12.2019. godine do 31.12.2021. godine nije bilo angažovanja sredstva, tako da je stanje duga po ovoj garanciji iznosi nula (0) KM.

U kontekstu mjera na prevenciji posljedica izazvanih pandemijom COVID-19, Vlada Federacije BiH osnovala je Garantni fond pri Razvojnoj banci Federacije BiH, sa ukupnim garantnim potencijalom od 500 mil. KM. Ukupna sredstva fonda na 31.12.2021. godine su iznosila 100,09 mil. KM, dok stanje izloženosti fonda prema stanju izdatih garancija iznosi

83,76 mil KM. Imajući u vidu da sredstva Garantnog fonda prelaze iznos garantovanih obaveza, obaveze po osnovu garancija nemaju nikakvog uticaja na budžet Federacije BiH u periodu na koji se odnosi strategija.

U periodu na koji se odnosi ova Strategija ne očekuje se aktiviranje garancija u mjeri u kojoj bi bilo potrebno osigurati dodatna budžetska sredstva, te stoga nisu uključene u njen obuhvat.

4.5.2 Preuzimanje obaveza krajnjih korisnika

Iako Zakon o dugu u FBiH propisuje da dug kantona, gradova, općina i javnih preduzeća predstavlja njihovu apsolutnu i bezuvjetnu obavezu i ne predstavlja ni direktnu ni indirektnu obavezu Federacije BiH, trenutna finansijska pozicija nekoliko kantona, općina i javnih preduzeća kojima je Federacija BiH prosljedila kredite, ukazuje na moguće teškoće u servisiranju njihovih obaveza.

5. MAKROEKONOMSKI OKVIR⁴⁴

U 2021. godini se projicira oporavak i rast globalne ekonomije, ekonomije EU pa tako i BH ekonomije.

U jesen 2021. godine Direkcija za ekonomsko planiranje (DEP)⁴⁵ pri Vijeću ministara BiH je projicirala oporavak ekonomije BiH u 2021. godini sa rastom BDPA od 3,1%, a u periodu 2022 - 2024. prosječan rast BDPA bi trebao rasti od 3,5%. Prognozira se da će na ovakav rast ekonomije najveći utjecaj imati poboljšanje ekonomskih kretanja u okruženju, koje predstavljaju najvažniju odrednicu ekonomskog rasta, i za koje se očekuje da će pozitivno utjecati na rast domaće proizvodnje, potrošnje, zaposlenosti i investicija.

Prema zvanično objavljenim rezultatima, u prvom kvartalu 2021. godine u odnosu na isti kvartal prethodne godine, u BiH je ostvaren realan rast od 2,5%, dok je u drugom kvartalu došlo do rasta od 11,6%⁴⁶. Ovakav rast u drugom kvartalu je nastao uslijed rasta svih djelatnosti od kojih su najveći rast ostvaren kod izvoza roba i usluga od 51,3%, uvoza 38,8%, bruto investicija od 14,9%, te potrošnje domaćinstava od 13,2%.

Za period 2021. - 2023. godine DEP je projicirao oporavak BiH od 3,4%, 3,5% i 3,7% respektivno uz pretpostavku poboljšanja situacije sa pandemijom, unapređenje ekonomskih kretanja u okruženju koje će dovesti do povoljnijeg poslovnog ambijenta u BiH.

Pregled rasta BDP-a u zemljama Zapadnog Balkana

Projekcije	2020	2021	2022	2023
Albanija	-4,0	7,2	3,8	3,7
BiH	-3,2	4,0	3,0	3,2
Kosovo	-5,3	7,1	4,1	4,4
Crna Gora	-15,3	10,8	5,6	4,8
Sjeverna Makedonija	-4,5	4,6	3,7	3,4
Srbija	-0,9	6,0	4,5	4,0
Zapadni Balkan	-3,1	5,9	4,1	3,8
EU 27	-7,0	3,7	4,0	4,0

Izvor: Svjetska banka, Redovni ekonomski izvještaj, Br. 20, jesen 2021

⁴⁴ Dokument okvirnog budžeta Federacije BiH za period 2021 – 2023. godine, Sarajevo, septembar 2020. godine

⁴⁵ DEP: Dokument okvirnog budžeta, Makroekonomske projekcije 2022.-2024., Septembar 2021.

⁴⁶ BHAS: Bruto domaći proizvod-rashodni pristup-tromjesečni podaci (lančano povezane vrijednosti u cijenama 2015), od 04.10.2021.

Za zemlje Zapadnog Balkana, Svjetska banka projicira rast od 5,9% u 2021. godini, a u periodu 2022. - 2023. godini nešto manji rast od 4,1% i 3,8% respektivno. Uporište za ovakve prognoze su povoljnija ekonomska kretanja u okruženju koja će utjecati na rast izvoza, te poboljšanje domaćeg tržišta i domaće potrošnje, kao i oporavak turističke djelatnosti.

Uprkos poduzetim mjerama vlada zemalja Zapadnog Balkana povećana je stopa nezaposlenosti u 2021. godini te će tržište rada zahtijevati posebnu pažnju u narednom periodu.

Prema zvanično objavljenim rezultatima⁴⁷ u 2021. godini dolazi do oporavka ekonomije, odnosno u prvom kvartalu 2021. godine u odnosu isti kvartal prethodne godine ostvaren je rast od 2,2%, a u drugom kvartalu visoki rast od 13,3%. U drugom kvartalu sve oblasti djelatnosti su zabilježili rast, a najznačajniji rast je ostvaren u djelatnosti trgovine, popravak motornih vozila i motocikla, prijevoz i skladištenje i hotelijerstvu i ugostiteljstvu od 32,45, te u izvozno orijentiranoj prerađivačkoj industriji od 23,1%. Značajno je napomenuti da je u prva dva kvartala 2021. godine u odnosu na iste kvartale u 2019. pretpandemijskoj godini ostvaren veći realni BDP u apsolutnom iznosu (2021: IK-5.043.414 i IIK-5.463.284; 2019: IK-4.851.216 i IIK-5.316.536 – u hilj. KM, lančano povezane vrijednosti u cijenama 2015).

Pod pretpostavkom suzbijanja pandemije uzrokovane virusom COVID-19, odnosno efikasnim provođenjem cijepljenja stanovništva, u narednom srednjoročnom periodu međunarodne finansijske institucije projiciraju oporavak i rast ekonomija na svim nivoima. Oporavak zemalja u okruženju odnosno oporavak naših najvećih vanjskotrgovinskih partnera će dati snažan poticaj rastu ekonomije kako BiH tako i FBiH. Za BiH se očekuje povratak na pretpandemijski rast u narednom srednjoročnom periodu, a najveći rizik za projekcije rasta su postojeće političke poteškoće koje uzrokuju paralizu vlasti i predstojeći opći izbori u 2022. godini.

Projicira se da će rast FBiH u narednim periodu od 2021.-2023. godine kretati od 3,2%, 3,4%, 3,6% i 3,9 respektivno pod pretpostavkom rasta glavnih odrednica ekonomskog rasta privatne potrošnje i investicija, oporavka djelatnosti sa najvećom zaposlenosti, te povećanja dohotka stanovništava uslijed pozitivnih kretanja u okruženju i pozitivnim internim dinamikama.

Vlada FBiH će u 2022. godini nastaviti poduzimati mjere za prevazilaženje posljedica pandemije, odnosno mjere za održavanje likvidnosti privrednih subjekata, mjere za očuvanje radnih mjesta, te za sanaciju zdravstvenog sektora. Cilj mjera Vlade FBiH poduzetih u privredi je povećanju stepena konkurentnosti i unapređenje poslovnog ambijenta, odnosno rast ekonomije općenito. Također, u fokusu će biti rješavanje prioriteta za ostvarenje pridruživanja EU i efikasnije i brže rješavanja sveobuhvatnih reformi čime će se pozitivno utjecati na rast ekonomije FBiH u narednom periodu.

Tabela 6. Makroekonomski pokazatelji za Federaciju BiH za period 2022. – 2024. godine (u mil. KM)⁴⁸

Indikator	2022	2023	2024
Javni prihodi (uključujući grantove) (u mil. KM)	4.044,5	4.373,8	4.544,5
Primarni rashodi javnog sektora (u mil. KM)	4.010,2	3.939,3	4.011,9
Rashodi javnog sektora (u mil. KM)	4.170,1	4.111,5	4.182,5
Izdaci za kamate (u mil. KM)	159,8	172,2	170,6
Devizne rezerve (mil. USD) ⁴⁹	8.866,32	9.040,17	9.329,92
BDP (Nominalni) (u mil. KM)	24.219	25.216	26.646

⁴⁷ FZS: Tromjesečni bruto domaći proizvod, II tromjesečje

⁴⁸ Dokument okvirnog budžeta Federacije BiH za period 2022. – 2024. godine, Sarajevo, septembar 2020. godine

⁴⁹ Izvor: CBBH, preračun izvršen prema kursu USD na dan 31.12.2021. godine

Nominalni rast u %	5,5	4,1	5,7
Realni BDP (u mil. KM) (prethodna g. = 100)	23.861	24.795	25.989
Realni rast u %	3,9	2,4	3,1

Tabela 7. Makroekonomski rizici i implikacije po strategiju upravljanja dugom

<i>Realni sektor</i>		
- Rast	Srednja do visoka	Slaba vanjska potražnja ili veća finansijska nestabilnost bi mogli smanjiti potencijal za rast, što bi dovelo do poteškoća u fiskalnoj politici i rezultiralo većim zaduživanjem.
<i>Fiskalni sektor</i>		
- Održivost duga	Srednja	Pritisak na rastuće rashode i kapitalne investicije bi povećao finansijske potrebe. Potencijalne obaveze, bilo iz bankarskog sektora ili državnih preduzeća, mogle bi dovesti do povećanja bruto finansijskih potreba i troškova finansiranja i pogoršanja fiskalnog bilansa, što bi moglo rezultirati većim domaćim i vanjskim zaduženjem.
<i>Platni bilans</i>		
- Vanjska potražnja/kurs valuta	Srednja do visoka	Spor globalni rast, posebno u EU, može smanjiti izvoz i strane direktne investicije, dovodeći do pritiska na devizne rezerve, što bi s obzirom na aranžman valutnog odbora, moglo utjecati i na veće vanjsko zaduživanje.
<i>Inflacija</i>		
- Cijene roba/kurs valuta	Srednja do mala	Na rast cijena najveći utjecaj će imati rast cijena energenata, te rast cijena hrane, pića i komunalija. Veća inflacija bi mogla povećati troškove servisiranja duga.
<i>Finansijski sistem</i>		
- Sveukupno stanje	Srednja	Stopa adekvatnosti kapitala bankarskog sistema je znatno viša od zakonskog minimuma i predstavlja zadovoljavajuću kapitaliziranost ukupnog sistema za postojeći nivo izloženosti rizicima i jaku osnovu za očuvanje njegove sigurnosti i stabilnosti.

6. IZVORI FINANSIRANJA

6.1. Vanjski izvori finansiranja

Vanjska finansijska sredstva koja Federaciji BiH stoje na raspolaganju i planira ih angažovati u periodu 2022. – 2024. procjenjuju se na 4.986,65 mil.KM (2.889,75 mil. USD). Uzimajući u obzir ciljeve definirane ovom Strategijom, troškove i rizike ugovaranja zajmova, Federacija BiH će nastaviti sa politikom maksimiziranja zaduživanja kod multilateralnih finansijskih institucija, a procjene ukazuju da bi se približno 90,5% planiranih potreba moglo zadovoljiti finansiranjem iz ovih izvora.

Tabela 8: Pregled ugovorenih i planiranih vanjskih izvora finansiranja u periodu 2022. – 2024. godina

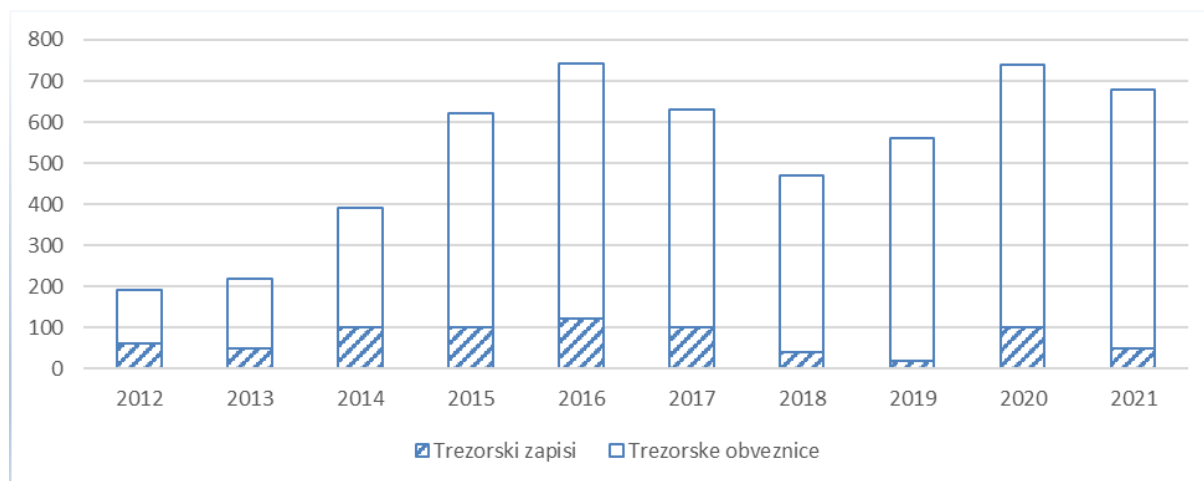
Kreditor	Kamatna stopa	Grace	Rok otplate	Valuta	Finansiranje mil. USD	%	Rizici
		period					
IBRD	Fiksna ili varijabilna	5-10	18-30	EUR	281,01	9,72%	Rizik refiksiranja za varijabilnu
EIB	Fiksna ili varijabilna	4-5	25	EUR	1.260,74	43,63%	Rizik refiksiranja za varijabilnu
EBRD	Fiksna ili varijabilna	3-5	12-15	EUR	978,26	33,85%	Rizik refiksiranja za varijabilnu
Kuvajtski fond	Fiksna	5	25	KWD	62,67	2,17%	Valutni rizik
Saudijski fond	Fiksna	5	25	SAR	23,45	0,81%	Valutni rizik
OPEC fond	Fiksna	10	20	USD	30,66	1,06%	Valutni rizik
CEB	Fiksna ili varijabilna	5	10	EUR	12,47	0,43%	Rizik refiksiranja za varijabilnu
IFAD	Fiksna	10	30	SDR	13,06	0,45%	Rizik refinansiranja i valutni rizik
KfW	Fiksna ili varijabilna	2,5 - 10	12-20	EUR	57,42	1,99%	Rizik refinansiranja
Ostala sredstva	Fiksna ili varijabilna	3-5	10-15	EUR	170,01	5,88%	Rizik refinansiranja i refiksiranja za varijabilnu
UKUPNO					2.889,75	100,00%	

6.2. Domaći izvori finansiranja

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

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

Slika 8. Kretanje unutrašnjeg duga Federacije BiH po osnovu tržišnih vrijednosnih papira u periodu 2012 – 2021. (mil. KM)



U namjeri da osigura dalji razvoj domaćeg tržišta vrijednosnih papira i transparentnost zaduživanja, vodeći pri tom računa o svojim finansijskim potrebama i troškovima, Vlada Federacije BiH će nastaviti sa aukcijama obveznica u mjeri koja je potrebna da se iznos sredstava na Jedinstvenom računu trezora Federacije BiH održava na zadovoljavajućem nivou kao i aukcijama trezorskih zapisa u slučaju pojave deficita jedinstvenog računa uzrokovanog neusklađenošću gotovinskih tokova.

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

Aukcije tržišnih vrijednosnih papira Federacije BiH održavaju se u skladu sa godišnjim indikativnim kalendarom aukcija, koji Ministarstvo finansija objavljuje na svojoj web stranici, osim u slučaju kada zbog zadovoljavajuće likvidnosti jedinstvenog računa trezora Ministarstvo finansija otkaže najavljene aukcije.

Tabela 9. Struktura, troškovi i rizici domaćih izvora finansiranja

OPIS	Trezorski zapisi	Obveznice FBiH
Struktura	Diskont, jednokratna isplata	Fiksna ili varijabilna kamata, jednokratna isplata
Karakteristike	Jednostavni, dobra potražnja	Tražnja zadovoljava trenutne potrebe, razvoj tržišta će utjecati na potražnju
Troškovi	Niski, osim u slučaju krize likvidnosti ili izdanja većih volumena	Rast volumena izdanja i produžetak ročnosti može izazvati rast troškova
Rizici	Rizici refiksiranja i refinansiranja	Rizici zavise od ostvarene ročnosti, a uključuju rizik refinansiranja, a u slučaju varijabilnih stopa i rizik refiksiranja

7. PRETPOSTAVKE CIJENA I OPISI SCENARIJA ŠOKA

U ovom dijelu predstavljena su četiri osnovna scenarija finansiranja potreba Vlade Federacije BiH. Pretpostavke visine kamatnih stopa i procijenjeno kretanje vrijednosti deviznih kurseva za vanjski dug u periodu 2022. – 2024. godina preuzeti su od Ministarstva finansija i trezora BiH.

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

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

Za projekcije varijabilnih kamatnih stopa, 6M LIBOR i 6M EURIBOR pretpostavljeno je da će razlika između vrijednosti 6M EURIBOR (6M LIBOR) i prinosa na njemačke jednogodišnje obveznice (američke jednogodišnje obveznice) biti jednaka tokom posmatranog perioda.

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

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

Tabela 10. Procijenjene visine kamata na instrumente vanjskog duga u periodu 2022. – 2024. godina korištene u MTDS AT

Naziv instrumenta	Kamata		
	2022	2023	2024
Koncesionalni USD Fiksni	2,84%	3,21%	3,54%
Koncesionalni EUR Fiksni	1,80%	1,95%	2,16%
Koncesionalni USD Varijabilni	0,50%	0,87%	1,20%
Koncesionalni EUR Varijabilni	-0,46%	-0,31%	-0,10%
IMF RFI USD Varijabilni	0,33%	0,70%	1,04%
IMF EFF USD Varijabilni	0,33%	0,70%	1,04%
5Y Eurobond	4,95%	5,15%	5,35%
10Y Eurobond	5,45%	5,65%	5,85%
15Y Eurobond	5,94%	6,14%	6,34%

Tabela 11. Procijenjeni spread (margina) na instrumente duga sa varijabilnom kamatnom stopom u periodu 2022. – 2024. godina korištene u MTDS AT

	2022	2023	2024
Koncesionalni USD Varijabilni	1,03%	1,03%	1,03%
Koncesionalni EUR Varijabilni	1,03%	1,03%	1,03%
IMF RFI USD Varijabilni	1,00%	1,00%	1,00%
IMF EFF USD Varijabilni	1,00%	1,00%	1,00%

Bosna i Hercegovina ima kreditni rejting B od S&P⁵⁰ i B3 od Moody's⁵¹. Oba kreditna rejtinga svrstavaju Bosnu i Hercegovinu u skupinu zemalja sa visokim kreditnim rizikom – neinvestitorski rejting, odnosno u grupu zemalja koja može da izmiruje trenutne dugoročne obaveze, ali nepovoljna ekonomska kretanja mogu dovesti do problema u servisiranju njenih obaveza.

Tabela 12: Pregled dugoročnog rejtinga pojedinih zemalja iz šireg okruženja

Država	Moody's Investors Service	Standard & Poor's
	Dugoročni / izgled	Dugoročni / izgled
Albanija	B1 / stabilan	B+ / stabilan
Bosna i Hercegovina	B3 / stabilan	B / stabilan
Bugarska	Baa1 / stabilan	BBB / stabilan
Crna Gora	B1 / stabilan	B / stabilan
Grčka	Ba3 / stabilan	BB / pozitivan
Hrvatska	Ba1 / stabilan	BBB- / stabilan
Mađarska	Baa2 / stabilan	BBB / stabilan
Sjeverna Makedonija	-	BB- / stabilan
Rumunija	Baa3 / stabilan	BBB- / stabilan
Slovenija	A3 / stabilan	AA- / stabilan
Srbija	Ba2 / stabilan	BB+ / pozitivan

Izvor: Centralna banka Bosne i Hercegovine⁵²

Mada je to poželjna opcija za Federaciju BiH, zbog neadekvatnog pravnog okvira na nivou BiH i izvjesnog političkog rizika, Federacija BiH još uvijek nije emitovala vrijednosne papire na međunarodnom finansijskom tržištu. U cilju procjene troškova takve vrste zaduženja Ministarstvo finansija testiralo je nekoliko instrumenata duga (Euroobveznica) različitih dospeljeća kao alternativne izvore finansiranja u periodu 2022. – 2024. godina.

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

Pretpostavka je da će odnos EUR/USD, odnosno KM/USD u periodu na koji se odnosi strategija ostati na istom nivou kao na kraju 2021. godine odnosno da neće biti niti aprecijacije niti deprecijacije deviznog kursa.

Slika 11. Kurs EUR/USD 2000 – 2020. godine



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

⁵⁰ Standard and Poor's – agencija za procjenu kreditnog rejtinga, rejting potvrđen 04.02.2022. godine

⁵¹ Moody's Investors Service - agencija za procjenu kreditnog rejtinga, potvrđen rejting 21.8.2020. godine

⁵² Bloomberg, podaci ažurirani 20.01.2022. godine

7.1. Scenarij nepredviđenih događaja (Šok scenarij)

Korištenjem podataka iz portfolija duga Federacije BiH, makroekonomskih pretpostavki za posmatrani period kao i potencijalnih izvora finansiranja, napravljeno je nekoliko scenarija i strategija zaduživanja.

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

Šok valutnog (deviznog) kursa:

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

Šok kamatnih stopa:

- manji šok: povećanje procijenjenih kamatnih stopa na dugoročne vanjske i domaće instrumente u visini od 2% i 1% na kratkoročne domaće instrumente u drugoj godini. Instrumenti u koje su uključeni stara devizna štednja i ratna potraživanja ostaju nepromijenjeni;
- veći šok: povećanje procijenjenih kamatnih stopa u visini od 4% na dugoročne vanjske i domaće instrumente i 2% na kratkoročne domaće instrumente u drugoj godini. Instrumenti u koje su uključeni stara devizna štednja i ratna potraživanja ostaju nepromijenjeni;

Scenariji šokova:

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

Tabela 13. Stilizovani instrumenti portfolija duga Federacije BiH

Oznaka instrumenta	Ime ili vrsta instrumenta	Fiksni ili varijabilni	Koncesionalni ili tržni	Dospijeće (godina)	Grace (godina)	Vrsta valute	Valuta
USD_2	Koncesionalni USD	Fiksni	Koncesionalni	20	5	Strana	USD
USD_3	Koncesionalni EUR	Fiksni	Koncesionalni	20	5	Strana	EUR
USD_4	Koncesionalni USD	Varijabilni	Koncesionalni	18	4	Strana	USD
USD_5	Koncesionalni EUR	Varijabilni	Koncesionalni	18	4	Strana	EUR
USD_6	IMF EFF USD	Varijabilni	Koncesionalni	10	4	Strana	USD
USD_7	IMF RFI USD	Varijabilni	Koncesionalni	5	3	Strana	USD
BAM_9	T zapis	Fiksni	Tržni	1	0	Domaća	BAM
BAM_11	2-3y T obveznica	Fiksni	Tržni	3	2	Domaća	BAM
BAM_12	5-7y T obveznica	Fiksni	Tržni	6	5	Domaća	BAM
BAM_16	10y T obveznica	Fiksni	Tržni	10	9	Domaća	BAM
BAM_17	15y T obveznica	Fiksni	Tržni	15	14	Domaća	BAM
USD_8	5y Eurobond	Fiksni	Tržni	5	4	Strana	EUR
USD_18	10Y Eurobond	Fiksni	Tržni	10	9	Strana	EUR
USD_19	15Y Eurobond	Fiksni	Tržni	15	14	Strana	EUR

Tabela 14. Poređenje trenutnih indikatora rizika portfolija duga i rizika izabrane strategije

Indikatori rizika		Portfolio duga		
		2020. godina	2021. godina	Izabrana strategija
				kraj 2024. godine
Nominalni dug (% BDP-a)		26,4	26,8	24,5
Sadašnja vrijednost (% BDP-a)		22,7	22,4	20,4
Ponderisana prosječna kamata (%)		1,5	1,3	1,5
Rizik refinansiranja	ATM Vanjski dug (godine)	6,2	6,6	7,6
	ATM Unutrašnji dug (godine)	3,3	3,6	2,7
	ATM Ukupni dug (godine)	5,8	6,2	6,7
Kamatni rizik	ATR (godine)	3,7	4,2	4,3
	Dug koji se refiksira u 1 g (% ukupnog duga)	46	45,8	44,2
	Dug po fiksnoj kamati (% ukupnog duga)	61,9	62,5	65,4
Valutni rizik	Devizni dug (% ukupnog duga)	85,4	87,8	81,3
	Kratkoročni devizni dug (% rezervi)	3,7	3,0	3,3

7.2. Opis alternativnih strategija zaduživanja

Vanjsko zaduživanje Federacije BiH će se koristiti za finansiranje razvojnih programa i kao podrška budžetu. Razvojni programi su projekti sa unaprijed identificiranim kreditorima i pod poznatim uslovima, te je time ograničena mogućnost pregovaranja finansijskih uslova kredita. Tim ograničenjima treba upravljati u kombinaciji s ograničenjima opisanim za domaće finansiranje, da bi se ublažili ranije identificirani rizici.

Strategija (S1): zaduživanje Federacije BiH u skladu s Budžetom Federacije BiH za 2022. godinu, Dokumentom okvirnog budžeta Federacije BiH u periodu 2022.-2024. godina i PJI-a za period 2022.-2024. godine. Finansiranje razvojnih projekata do 2024. godine procijenjeno je na 1.791,56 mil.KM. Vanjski izvori finansiranja su okvirno identificirani (tabela 8.). U kontekstu procjene troškova i rizika vanjske kredite namjenjene realizaciji PJI Federacije BiH primjenjeni su kreditni uslovi u skladu sa generalnim uslovima poslovanja kreditora u pogledu fiksne ili promjenjive kamatne stope uz preferiranu valutu EUR. Budžetska podrška će se finansirati sredstvima Europske unije u okviru makroekonomske pomoći kao i sredstvima prikupljenim emisijama trezorskih zapisa i trogodišnjih, petogodišnjih, šestogodišnjih, sedmogodišnjih, desetogodišnjih obveznica u obimu koji osigurava i razvoj domaćeg tržišta.

Strategija 2 (S2): zaduživanje Federacije BiH u skladu s Budžetom Federacije BiH za 2022. godinu, Dokumentom okvirnog budžeta Federacije BiH u periodu 2022.-2024. godina i PJI-a za period 2022.-2024. godine. U cilju procjene troškova i rizika razmatrani su kreditni uslovi koji podrazumijevaju kredite sa ugovorenom promjenjivom kamatnom stopom uz preferiranu valutu EUR. Budžetska podrška će se dodatno finansirati sredstvima Europske unije u skladu sa sporazumom kao i sredstvima prikupljenim emisijama trezorskih zapisa i trogodišnjih, petogodišnjih, sedmogodišnjih i desetogodišnjih obveznica u obimu koji osigurava i razvoj domaćeg tržišta.

Strategija 3 (S3): zaduživanje Federacije BiH u skladu s Budžetom Federacije BiH za 2022. godinu, Dokumentom okvirnog budžeta Federacije BiH u periodu 2022.-2024. godina i PJI-a za period 2022.-2024. godine. Kreditni uslovi pod kojima bi se Federacija BiH trebala zadužiti za finansiranje razvojnih projekata (u cilju procjene tako nastalih troškova) koji podrazumijevaju kredite sa ugovorenom fiksnom kamatnom stopom uz preferiranu valutu EUR. Budžetska podrška će se finansirati sredstvima prikupljenim emisijama trezorskih zapisa i trogodišnjih, petogodišnjih, sedmogodišnjih i desetogodišnjih obveznica u obimu koji osigurava i razvoj domaćeg tržišta.

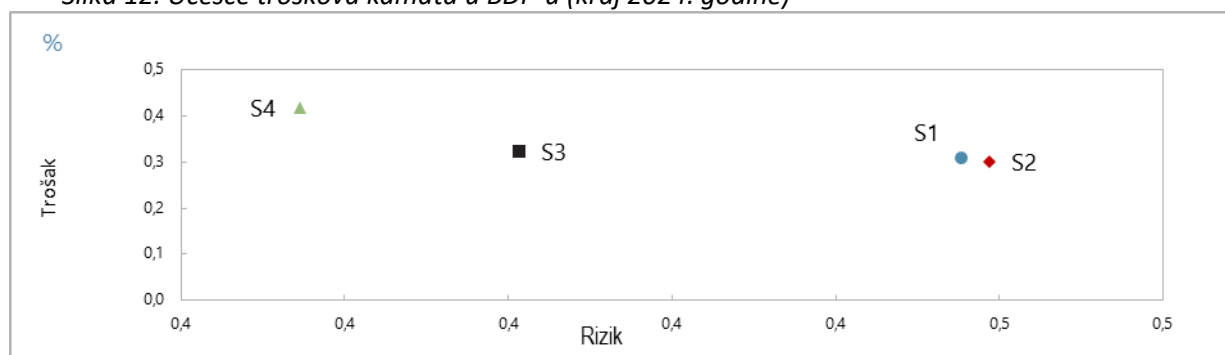
Strategija 4 (S4): zaduživanje Federacije BiH u skladu s Budžetom Federacije BiH za 2022. godinu, Dokumentom okvirnog budžeta Federacije BiH u periodu 2022.-2024. godina i PJI-a za period 2022.-2024. godine. Finansiranje razvojnih projekata do 2024. godine procijenjeno je na 1.791,56 mil. KM. Budžetska podrška planirana da se finansira sredstvima Europske unije u okviru makroekonomske pomoći zamjenjena su izdavanjem desetogodišnje i petnaestogodišnje euroobveznice na nivou koji je adekvatan izvorima koji su zamjenjeni kao i sredstvima prikupljenim emisijama trezorskih zapisa i trogodišnjih, petogodišnjih, šestogodišnjih, sedmogodišnjih, desetogodišnjih obveznica u obimu koji osigurava i razvoj domaćeg tržišta.

7.3. Analiza troškova i rizika alternativnih strategija zaduživanja

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

Trošak servisiranja duga u direktnoj je korelaciji sa promjenama kamatnih stopa. Dug sa visokim kamatnim stopama generira tokom vremena veće troškove duga, odnosno povećava potrebe za refinansiranjem. Strategije S3 i S4 su najmanje rizične strategije ali imaju i najveće troškove (Slika 12.) zbog strukture duga u kojoj dominira vanjsko zaduživanje u EUR-ima i u kojem udio duga sa fiksnim kamatnim stopama zadržava visoko učešće u portfoliju ukupnog duga. Strategija S4 je najskuplja jer predviđa zaduživanje u većem obimu na inostranom tržištu kapitala kombinacijom desetogodišnjih i petnaestogodišnjih euroobveznica u uslovima tržišnih kamatnih stopa. Strategije S1 i S2 imaju približno iste troškove s tim da je strategija S2 najrizičnija s obzirom da su u strategiji S2 razmatrani kreditni uslovi u kojima u većem obimu (u odnosu na Strategiju S1) prevladavaju promjenjive kamatne stope. Najveći rizik za sve bazne strategije u pogledu omjera kamata/BDP predstavlja ekstremni kamatni šok u 2. godini strategije. Odstupanje od baznog scenarija kreće u iznosu od 0,4488% – 0,4497% procijenjenog BDP-a.

Slika 12. Učešće troškova kamata u BDP-u (kraj 2024. godine)



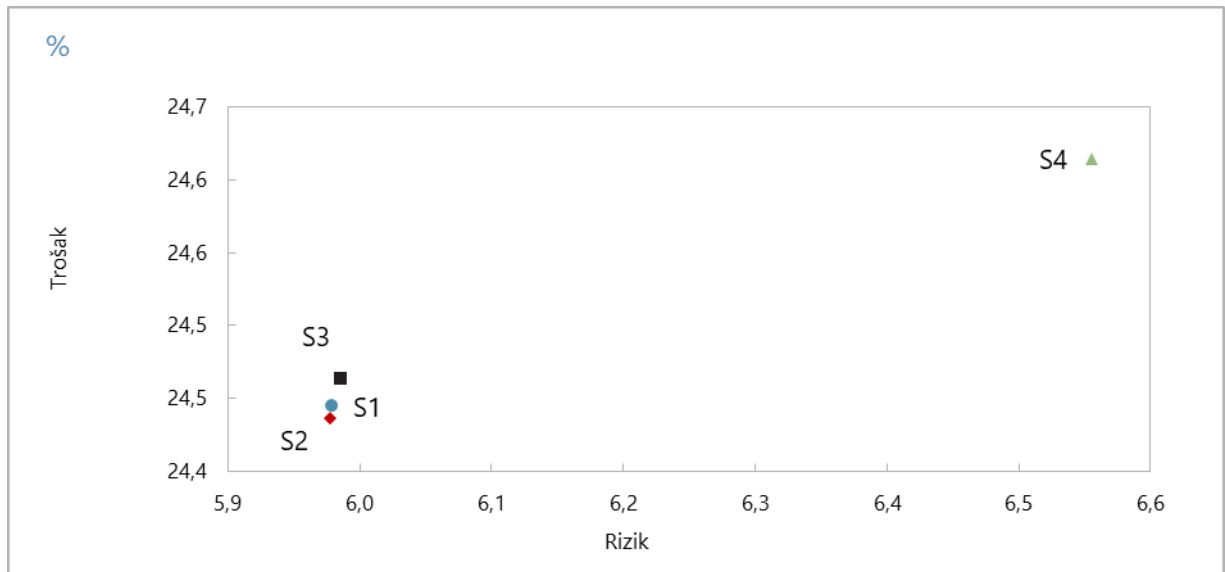
Najveći rizik portfolija duga za sve četiri testirane strategije, u pogledu omjera dug/BDP predstavlja valutni rizik u slučaju nagle promjene deviznog kursa odnosno aprecijacije USD u odnosu na KM i EUR (šok od 30% u 2. godini strategije).

Portfolio koji ima veći udio neeurskih valuta u stanju neotplaćenog vanjskog duga izložen je većem riziku kada je u pitanju apracijacija stranih valuta u odnosu na domaću. Strategija S4 je najosjetljivija strategija na promjene deviznih kurseva, zbog niskog udjela domaćeg zaduživanja i značajnijeg vanjskog zaduživanja u neeurskim valutama (SDR, USD).

Kao i u slučaju prethodnog indikatora kada posmatramo bazni scenarij, strategije S1 i S2 imaju najmanje troškove i manje su rizične u odnosu na strategije S3 i S4. Strategija S4 je najrizičnija i najskuplja kada je poredimo u odnosu na ostale strategije.

Strategija S4 je najosjetljivija na promjene deviznog kursa i ima veće odstupanje od svog baznog scenarija (u odnosu na ostale strategije), koji podrazumijeva izdavanje euroobveznice na vanjskom tržištu kao i zaduživanje u neeurskim valutama (USD i SDR) u cilju realizacije PJI 2022. – 2024. godine. U slučaju ekstremnog deviznog šoka (aprecijacija USD u odnosu na BAM u iznosu od 30%) odstupanje šok scenarija od baznog, iznosi od 5,9779%–6,5552%, procijenjenog BDP-a u 2024. godini s tim da je to odstupanje najmanje u Strategiji S2 i iznosi 5,9779%.

Slika 13. Učešće duga u BDP-u (kraj 2024. godine)



7.4. Indikatori rizika alternativnih strategija

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

Tabela 15. Indikatori rizika po strategijama na kraju 2024. godine

Indikatori rizika		Indikatori rizika				
		Početni portfolio	S1	S2	S3	S4
Nominalni dug u % BDP		26,84	24,45	24,44	24,46	24,61
Sadašnja vrijednost duga u % BDP		22,35	20,35	20,29	20,47	20,72
Troškovi kamata u % BDP		0,33	0,31	0,30	0,32	0,42
Implicitna kamatna stopa (%)		1,25	1,47	1,40	1,57	2,07
Rizik refinansiranja	Dug koji dospijeva u 1. godini (% ukupnog)	11,46	13,63	12,58	12,91	8,84
	Dug koji dospijeva u 1. godini (% BDP)	2,99	3,33	3,07	3,16	2,18
	Prosječno dospijeće portfolija (godine)	6,21	6,69	6,65	6,72	7,79
	Prosječno dospijeće domaći dug (godine)	3,64	2,73	2,94	2,97	2,95
	Prosječno dospijeće vanjski dug (godine)	6,59	7,60	7,50	7,67	8,11
Kamatni rizik	Prosječno vrijeme refiksiranja (godine)	4,15	4,28	3,69	5,10	5,99
	Refiksiranje duga u 1. godini (godine)	45,79	44,20	48,65	35,37	33,20
	Dug sa fiksnom kamatom (% ukupnog duga)	62,47	65,42	59,92	73,54	71,67
	Trezorski zapisi (% ukupnog duga)	0,83	2,64	1,59	1,94	0,00
Devizni rizik	Devizni dug u % ukupnog duga	87,76	81,28	81,32	79,77	93,71
	Kratkoročni devizni dug u % rezervi	3,03	3,26	3,26	3,26	3,26

Poredeći indikatore rizika predloženih strategija sa rizicima trenutnog portfolija duga, možemo zaključiti sljedeće:

Troškovi duga – Prosječna implicitna ponderisana kamatna stopa, imajući u vidu visinu finansijskih potreba i dostupne izvore finansiranja u svim analiziranim strategijama se povećava i kreće se u rasponu od 1,25% - 2,07%, s tim da kod preferirane strategije S1 na kraju 2024. godine iznosi 1,47%.

Rizik refinansiranja – Iznos duga koji dospijeva u 2024. godini (13,63%) je veći u relativnom iznosu, u odnosu početni portfolio duga iz 2021. godine kada je iznosio 11,46%, s tim da se zadržao ispod iznosa koji je u smjernicama o zaduživanju u cilju dostizanja poželjnog izgleda portfolija duga Federacije BiH, naveden kao gornja granica (15% ukupnog portfolija duga).

Prosječno vrijeme do dospelja (ATM) bi se povećalo u svim analiziranim strategijama i bilo bi u skladu sa definiranim strateškim ciljevima. Najduže prosječno vrijeme do dospelja bi bilo u strategiji S3 i S4 imajući u vidu strukturu otplate korištenih instrumenata duga. Implementacijom strategije S1 prosječno vrijeme dospelja portfolija duga na kraju 2023. godine bi iznosilo 6,7 godina.

Kamatni rizik – Prosječno vrijeme refiksiranja se povećava u preferiranoj strategiji i iznosi 4,28 godina, u odnosu na početno potrebno vrijeme od 4,15 godina. Udio duga sa fiksnim kamatnim stopama uključujući i trezorske zapise, u preferiranoj strategiji bi se povećao u odnosu na početni portfolio duga i iznosio bio 65,42%. Strategija S4 koja uzima u obzir zaduživanje emisijama euroobveznica po fiksnim kamatnim stopama imaju znatno povoljniji ATR koji iznosi 5,99 godina.

*Vlada Federacije BiH je izabrala **Strategiju S1** koju će provoditi u periodu 2022.-2024. Izabrana strategija, odnosno indikatori rizika izabrane strategije S1 na kraju 2024. godine uglavnom su u skladu sa smjernicama za upravljanje dugom. Strategija S1 podrazumijeva implementaciju PJI 2022.-2024 u skladu sa preporukama iz Strategije, makrofinansijsku pomoć Europske unije te emitovanje vrijednosnih papira na domaćem tržištu u cilju budžetske podrške i refinansiranja postojećeg duga.*

8. SMJERNICE ZA UPRAVLJANJE DUGOM

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

8.1 Sveukupna struktura portfolija duga

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

Smjernice za poželjnu strukturu portfolija duga su sljedeće:

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

8.2 Smjernice za zaduživanje

Glavne smjernice za zaduživanje Federacije BiH su sljedeće:

- Prilikom planiranja zaduživanja voditi računa da se održi ravnomjerna struktura otplate po godinama u cilju minimiziranja rizika refinansiranja;
- Radi smanjenja valutnog rizika maksimalno koristiti zaduživanje u EUR i KM;
- U cilju smanjenja rizika refinansiranja duga: udio portfolija duga koji dospijeva unutar 12 mjeseci/jedne godine će iznositi maksimalno 15% ukupnog neotplaćenog duga;
- Kako bi produžili prosječno dospijeće portfolija duga iznad 6,5 godina, buduća zaduženja ugovarati sa dužim grace periodom i dužim rokom otplate. Prosječno ponderisano dospijeće portfolija duga produžiti na najmanje 6,5 godina.

8.3 Kvantitativne strateške mete

Na osnovu trenutnog makroekonomskog okvira (Dokument okvirnog budžeta Federacije BiH 2022.-2024. godine) praćenjem preferirane strategije zaduživanja na kraju 2024. godine očekivani indikatori rizika portfolija duga bili bi sljedeći:

- prosječno vrijeme dospijeća kredita (ATM) ne bi trebalo biti manje od 5,7 godina;
- prosječno vrijeme refiksiranja kredita (ATR) će iznositi 4,28 godinu;
- učešće servisiranja kamata po osnovu duga u prihodima će iznositi manje od 15%.

Mete definirane ovom Strategijom su osjetljive na promjene pretpostavki o rastu, fiskalnom deficitu i dostupnosti predviđenih izvora finansiranja, prvenstveno koncesionalnih izvora finansiranja.

9. KOMUNIKACIJA SA TRŽIŠTEM

Ministarstvo finansija će održavati komunikaciju sa učesnicima na tržištu putem redovnih sastanaka i objavljivanjem ključnih informacija o dugu i vladinim politikama. Ministarstvo finansija će nastaviti da na svojoj internet stranici objavljuje indikativni kalendar aukcija vrijednosnih papira, kvartalne kalendare aukcija, godišnji plan zaduživanja, kvartalne izvještaje o dugu i Strategiju upravljanja dugom Federacije BiH.

Informacije o kreditnom rejtingu Bosne i Hercegovine i finansijskom sektoru u Bosni i Hercegovini mogu se naći na web stranici Centralne banke Bosne i Hercegovine <http://www.cbbh.ba>, a dodatne informacije i podaci o javnom dugu u Bosne i Hercegovine na web stranici Ministarstva finansija i trezora BiH <http://www.mft.gov.ba>.

C. SREDNJOROČNA STRATEGIJA UPRAVLJANJA DUGOM BRČKO DISTRIKTA

Javni dug Brčko distrikta Bosne i Hercegovine (Distrikt) sa 31.12.2020.godine izražen u američkim dolarima(USD) iznosio je 34,10 miliona USD ili 6,0 procenta BDP-a Distrikta(BDP 2020 iznosio je 901 mil.KM), od čega je vanjski dug iznosio 33,0 miliona USD (5,8 procenta BDP-a Distrikta), a domaći dug 1,1 miliona USD (0,2 procenta BDP-a Distrikta). Udio vanjskog duga u ukupnom dugu je 96,74 procenta, a domaćeg 3,26 procenta.

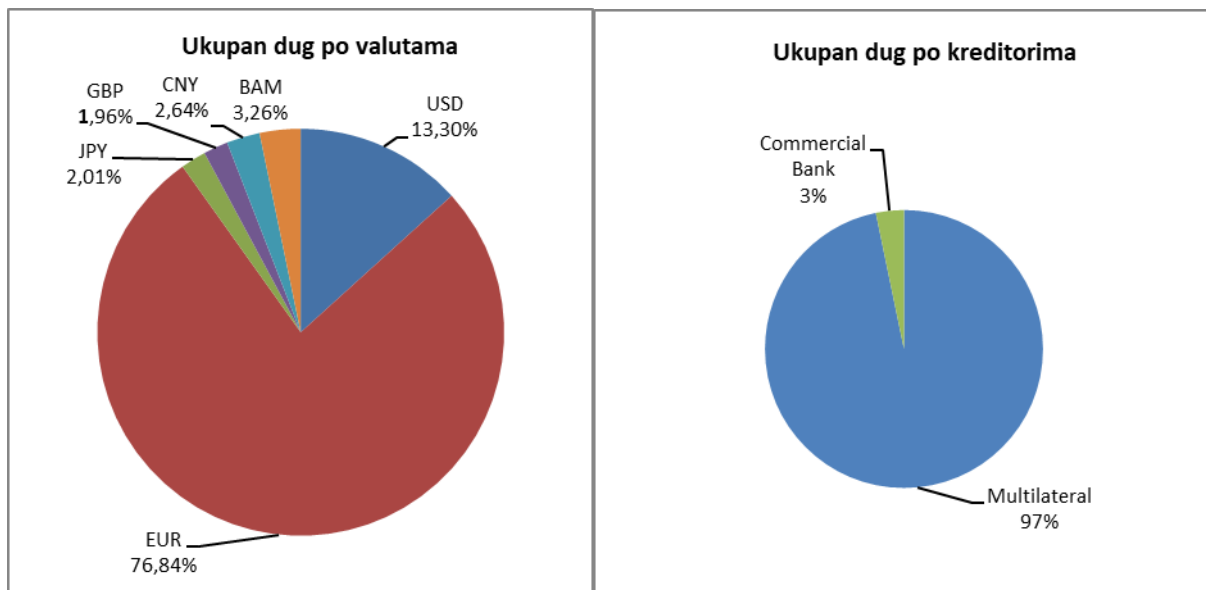
U Direkciji za finansije Brčko distrikta Bosne i Hercegovine (Direkcija za finansije) sa 31.12.2020.godine nije bilo evidentiranih izdatih garancija.

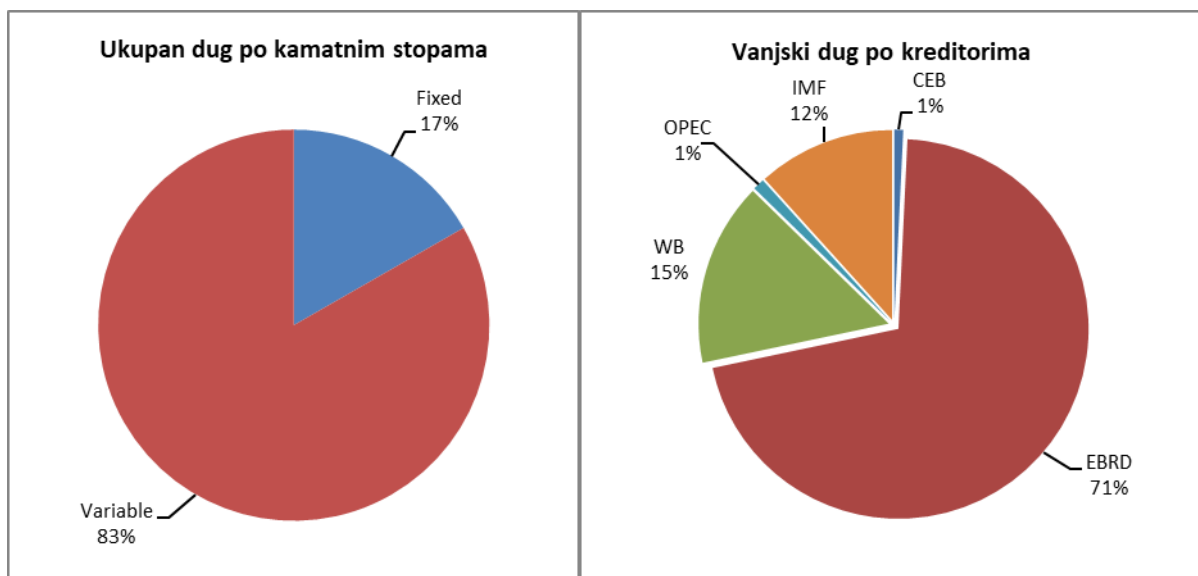
U valutnoj strukturi javnog duga Distrikta najveći procenat se odnosi na valutu EUR 76,84 %, zatim slijedi USD, BAM, Britanska funta, Kineski juan i Japanski jen. Vanjski dug se sastoji od duga ugovorenog putem države BiH i duga kojeg su direktno ugovorile vlasti Distrikta.

Oko 97 % ukupnog duga odnosi se na multilateralne kreditore (EBRD,WB,CEB, OPEC-a) i jednog bilateralnog kreditora (Austrija) koji je isplaćen krajem 2020.godine.

Domaći dug čini jedan zajam komercijalne banke po varijabilnoj kamatnoj stopi i iznosi 3 % od ukupnog javnog duga Distrikta. Obveznice za staru deviznu štednju s dospeljećem od 2-3 i 5 godina koje su u prethodnom periodu činile strukturu unutrašnjeg duga, isplaćene su u toku 2016.godine.

Slika1. Distrikt Brčko: Struktura postojećeg duga na kraju 2020. godine





Ukupan javni dug Distrikta karakteriše niska ponderisana prosječna kamatna stopa (Tabela 1), koja za ukupan dug iznosi 1,5%, odnosno za vanjski dug 1,5% a unutrašnji 4%. Ovo je rezultat visokog učešća vanjskog zaduživanja i niskih referentnih kamatnih stopa. Prosječno vrijeme do dospjeća je relativno kratko, za unutrašnji dug je 1,4 godine, a za vanjski 3,7 godina. Profil otplate (Slika 2) naginje prema kraćem roku otplate domaćeg duga i vrhuncem otplate vanjskog duga u 2024.godini. Kako bi se smanjio rizik refinansiranja potrebno je prilikom novog zaduživanja produžiti ročnost ukupnog duga.

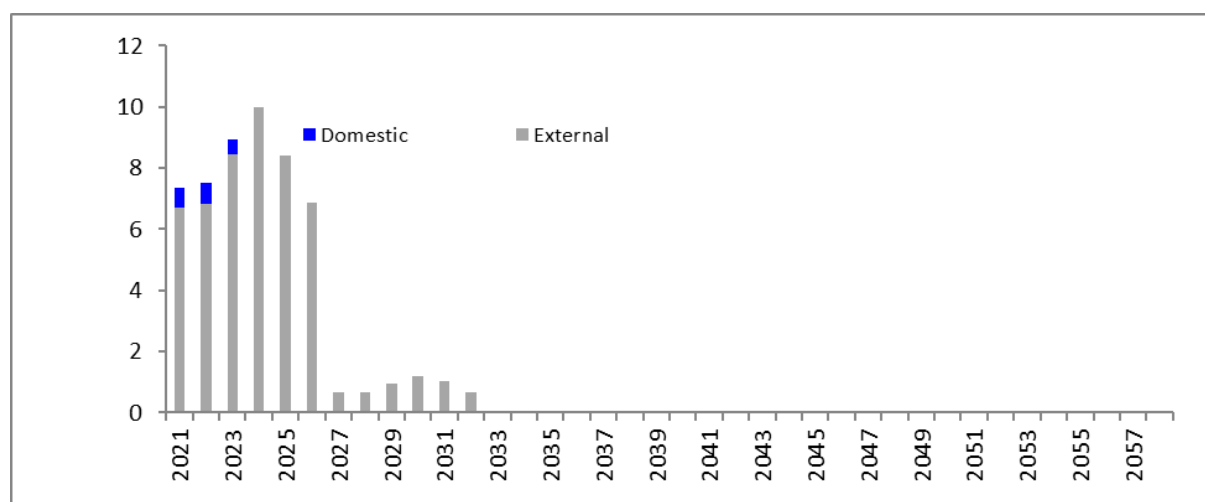
Kamatni rizik za ukupni dug je visok obzirom da se 100% unutrašnjeg i 83% vanjskog duga refiksira u sljedećoj godini, a što je posljedica činjenice da oko 83% od ukupnog portfolia duga čini dug sa varijabilnom kamatnom stopom.

Valutni rizik postojećeg portfolia duga je nizak, iako je učešće vanjskog duga u ukupnom dugu 96,74%, a što proizilazi iz činjenice da u valutnoj strukturi vanjskog duga visoko učešće ima valuta EUR tako da je valutnom riziku izloženo svega 23 % ukupnog duga.

Tabela 1 . Distrikt Brčko: Indikatori troškova i rizika na kraju 2020 . godine

Indikatori troškova rizika		Vanjski dug	Unutrašnji dug	Ukupan dug
Iznos duga (milioni KM)		52,5	1,8	54,3
Iznos duga (milioni USD)		33,0	1,1	34,1
Normalni dug u % BDP		5,8	0,2	6,0
Sadašnja vrijednost duga u % BDP		5,2	0,2	5,4
Troškovi duga	Iznos kamate u odnosu na % BDP	0,1	0,0	0,1
	Prosječna ponderisana kamata (%)	1,5	4,0	1,5
Rizik refinansiranja	ATM (godine)	3,7	1,4	3,6
	Dospijeće duga u sljedećoj godini (ukupnog)	12,8	36,4	13,5
	Dospijeće duga u sljedećoj godini (% BDP-a)	0,7	0,1	0,8
Kamatni rizik	ATR (godine)	1,5	0,5	1,5
	Dug koji se refiksira u sljedećoj godini (% od ukupnog)	83,7	100,0	84,2
	Dug sa fiksnom kamatnom stopom (% od ukupnog)	17,3	0,0	16,7
Valutni rizik	Vanjski dug (% od ukupnog duga)			96,7
	Kratkoročni vanjski dug (% dev.rezervi)			

Slika 2. Distrikt Brčko: Profil otplate javnog duga na kraju 2020. godine



Izvor: Direkcija za finansije DB

MAKROEKONOMSKI OKVIR

Distrikt ima uravnotežen tekući budžet, tako da je cjelokupno zaduživanje u svrhu finansiranja kapitalnih izdataka. Lokalne vlasti su procijenile ukupne potrebe za investicionim zaduživanjem za svaku godinu na osnovu projekata koji su u toku (Makrofinansijska pomoć Evropske Unije i Projekat rekonstrukcija „Luka“ Brčko) i planiranog kapitalnog projekata „Izgradnja glavnog transportnog cjevovoda Plazulje - Potočari“ Brčko. (Tabela 2)

Na osnovu toga su ukupne potrebe za zaduživanjem uključene u MTDS analizu kao dio bruto finansijskih potreba.

Tabela 2. Distrikt Brčko: Glavni ekonomski indikatori, 2021-2024

	2021	2022	2023	2024
u milionima KM				
Javni prihodi (uključujući grantove)	226	223	230	240
Primarni rashodi javnog sektora	225	222	229	239
Kamata	1	1	1	1
Ukupni izdaci(Ukupni rashodi-amortizacija+povlačenja novih kredita)	221	224	234	240
BDP-2020.god. (901)	910	928	947	957
Potrebna zaduženja za investicije	2,8	8,5	13	10,6

IZVORI FINANSIRANJA

Glavni vanjski multilateralni kreditori su EBRD, Svjetska banka, IMF, CEB, OPEC i jedan bilateralni kreditor (Austrija) kod koga je kredit otplaćen u 2020.godini. U periodu MTDS-a (2021-2024), u Distriktu Brčko desila su se zaduženja kod Evropske Unije - Makrofinasijska pomoć (MFA) kao i jedan novi projekat kod Evropske banke za obnovu i razvoj (EBRD).

Tabela 3. Distrikt Brčko: Sadašnji i potencijalni izvori financiranja

Sadašnji izvori financiranja	Potencijalni izvor financiranja
Vanjski - Multilateralni: EBRD, WB, IMF,OPEC,CEB - Bilateralni: Austrija	Vanjski - Multilateralni: EBRD, MMF
Domaći : - Komercijalne banke	Domaći:

Izvor: Direkcija za finansije

ANALIZA SCENARIJA

Alternativne strategije zaduživanja

Strateški cilj Vladinog upravljanja dugom DB u periodu 2021-2024 je obezbjeđenje takvih izvora finansiranja (zaduživanja) čija je namjena isključivo finansiranje investicionih projekata od ključnog značaja za poticanje ekonomskog rasta i razvoja DB, a koji osiguravaju prihvatljivi nivo troškova i rizika finansiranja.

U skladu sa postojećim ciljem upravljanja dugom Distrikta Brčko, urađene su četiri alternativne strategije za MTDS analizu:

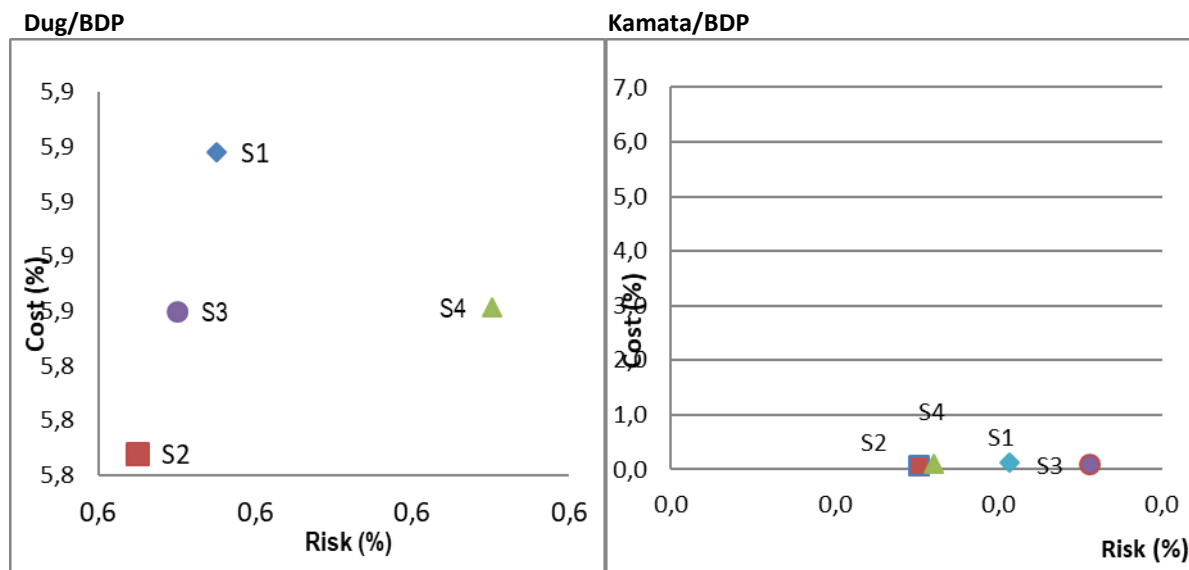
- **S1:** Razvoj domaćeg tržišta (nova zaduživanja putem izdavanja dugoročnih obveznica, krediti kod komercijalnih banaka)
- **S2:** Strategija preferiranja multilateralnih kreditora (nova zaduživanja u valuti EUR po mogućnosti sa fiksnom kamatnom stopom)
- **S3:** Strategija smanjivanja rizika kamatne stope (nova pozajmljivanja sa fiksnom kamatnom stopom)
- **S4:** Strategija smanjenja valutnog rizika (nova pozajmljivanja u EUR i BAM)

Analiza rizika i troškova alternativnih strategija zaduživanja

Na osnovu izvršene analize indikatora troškova i rizika na kraju 2024.godine svih alternativnih strategija korištenih u MTDS-u, zaključujemo da je S2 : Strategija preferiranja multilateralnih kreditora (nova zaduživanja u EUR po mogućnosti sa fiksnom kamatnom stopom) poželjna i preferirana strategija zaduživanja za Distrikt Brčko u narednom srednjoročnom periodu.

Prema ovoj strategiji do kraja 2024.godine procenat nominalnog duga u projektovanom BDP Distrikta bi iznosio 5,8 % u poređenju sa sadašnjih 6,0 % koliko je iznosio na kraju 2020.godine (Tabela 4). Iznos kamate u odnosu na BDP ostao je na istom nivou kao i u 2020 godini. Rizik refinansiranja u strategiji S2 je najniži obzirom da je prosječno vrijeme do dospeljeća duga (ATM) produženo s 3,7 na 6,4 godina. Oko 70,4 procenata duga koji treba da se refiksira u roku od godinu dana je rezultat velikog učešća varijabilne kamatne stope u portfoliju ukupnog duga (83%) u odnosu na 17 procenata duga sa fiksnom kamatnom stopom, a prosječno vrijeme za refiksiranje je povećano s 1,5 godine na 3,4 godina. Po strategiji S2- Nova zaduživanja u EUR po mogućnosti s fiksnom kamatnom stopom, došlo bi do povećanja vanjskog duga u ukupnom dugu sa 96,7 procenta na 100 procenata.

Slika 3. Distrikt Brčko: Balans troškova i rizika alternativnih strategija na kraju 2024.godine



Izvor: Vlasti DB

Tabela 4. Distrikt Brčko: Indikatori rizika i troškova različitih strategija na kraju 2024. godine

Indikatori troškova i rizika		2020.	kraj 2024.			
		Trenutno	S1	S2	S3	S4
Nominalni dug u % BDP		6,0	5,9	5,824	5,850	5,851
Sadašnja vrijednost duga u BDP%		5,4	5,3	4,8	5,0	5,0
Iznos kamate u odnosu BDP(%)		0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Prosječna ponderisana stopa %		1,5	2,0	1,3	1,7	1,7
Rizik refinansiranja	Dospijeće duga u sljedećoj god (% ukupnog)	13,5	17,4	17,4	18,4	17,6
	Dospijeće duga u sljedećoj godini (%BDP)	0,8	1,0	1,0	1,1	1,0
	ATM vanjski dug (godine)	3,7	4,9	6,4	6,3	6,2
	ATM Unutrasnji dug (godine)	1,4	3,8		3,7	6,1
	ATM ukupni dug (godine)	3,6	4,5	6,4	6,0	6,2
Kamatni rizik	ATR (godine)	1,5	2,9	3,4	4,6	4,8
	Dug koji se refiksira u 1g (ukupnog duga)	84,2	56,5	70,4	51,1	52,7
	Dug po fiksnoj kamati (% ukupnog duga)	16,7	44,8	30,9	51,3	48,6
Valutni rizik	Vanjski dug (% ukupnog duga)	96,7	68,0	100,0	87,2	87,2
	Kratkoročni vanjski dug (% dev.rezervi)					

Izvor: Vlasti DB

Tabela 5. Distrikt Brčko: Stanje duga po instrumentima alternativnih strategija na kraju 2024 .godine

u milionima USD	kraj	kraj			
	2020.	2024.			
Stanje duga po instrumentima	Trenutno	S1	S2	S3	S4
Existing and New AfDF/Existing IDA	0	0	0	0	0
Concessional FX Fixed_EUR	0	3	6	10	9
Concessional FX Variable_EUR	23	14	21	14	14
Concessional FX Fixed_USD	5	4	4	4	4
Concessional FX Variable_USD	0	0	0	0	0
IMF RFI FX Variable_USD	4	2	2	2	3
Commercial DX Variable_BAM	1	2	0	1	1
T-Bills DX Fixed_BAM	0	0	0	0	0
T-Bonds 2-3yr DX Fixed_BAM	0	0	0	0	0
T-Bonds 5-7yr DX Fixed_BAM	0	8	0	3	2
T-Bonds 10yr DX Fixed_BAM	0	0	0	0	2
IMF EFF USD Variable_USD	0	0	0	0	0
Vanjski	33	23	34	30	30
Unutrašnji	1	11	0	4	4
Ukupno	34	34	34	34	34

PREPORUKE

Menadžment za upravljanje javnim dugom Distrikta Brčko preporučuje kao prihvatljivu strategiju preferiranja multilateralnih kreditora (nova zaduženja u EUR po mogućnosti sa fiksnom kamatnom stopom) za investicione projekte od ključnog značaja za ubrzaniji ekonomski rast i razvoj Distrikta Brčko, kao i iz razloga što su uslovi zaduživanja kod domaćih komercijalnih banaka još uvijek nepovoljni i što za sada na postoji zakonski okvir koji omogućava emisiju trezorskih dugoročnih obveznica.

U cilju unapređenja sistema za upravljanje javnim dugom u narednom srednjoročnom periodu nameće se kao potreba reforma zakonodavnog i institucionalnog okvira za upravljanje i jačanje kapaciteta u pogledu ljudskih i materijalnih resursa za upravljanje javnim dugom.