

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 2022-2025. godina**

Sarajevo, decembar 2023. 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	6
4.3. IMPLEMENTACIJA STRATEGIJE BIH U 2021. 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.....	35
C. SREDNJOROČNA STRATEGIJA UPRAVLJANJA DUGOM BRČKO DISTRIKTA	53

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, Vijeće 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 2022-2025. 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 budžetskom sistemu Republike Srpske ("Službeni glasnik Republike Srpske", br. 121/12, 52/14, 103/15 i 15/16);
- Zakon o fiskalnoj odgovornosti, ("Službeni glasnik Republike Srpske", broj 94/15 i 62/18);
- 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 2021. godine iznosilo je 12.857,1 mil KM. Strategija BiH obuhvata dug¹ koji predstavlja direktnu ili indirektnu obavezu Institucija BiH, entiteta i DB, a što predstavlja 11.840,5 mil KM, odnosno 92,1% javne zaduženosti BiH.

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

U skladu sa navedenim, Strategija BiH obuhvata:

- Vanjski državni dug, tj. dug čiji je zajmoprimac Ministarstvo finansija i trezora BiH u ime Bosne i Hercegovine, a koji je alociran na Institucije BiH, entitete i DB, te 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 i javnih preduzeća nastao direktnim zaduženjem jedinica lokalne samouprave i javnih preduzeća i koji predstavlja direktnu obavezu istih,
- 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 11.840,7 mil KM na kraju 2021. godine, što predstavlja 29,6% BDP-a i isti je prikazan u narednoj tabeli.

Tabela 1.: Ukupni dug BiH na dan 31.12.2021. godine

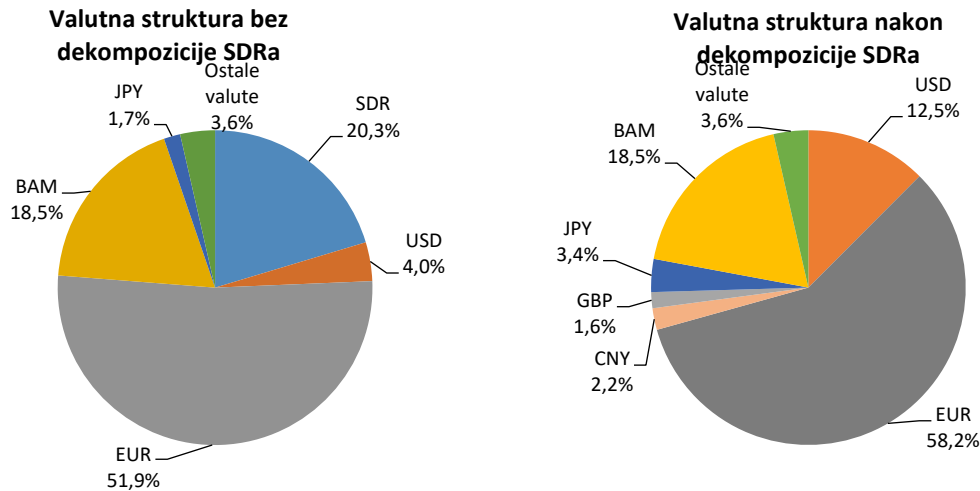
Opis	Dug (u mil KM)				Ukupno	Nominalni iznos duga kao % BDP ²
	Federacija BiH	Republika Srpska	Distrikt Brčko	Institucije BiH		
Vanjski dug	5.402,0	4.134,8	49,4	63,5	9.649,7	24,1%
Unutrašnji dug	754,3	1.435,6	1,1	0,0	2.191,0	5,5%
Ukupni dug	6.156,3	5.570,4	50,5	63,5	11.840,7	29,6%

U ukupnom dugu, vanjski dug učestvuje sa 81,5%, a unutrašnji dug sa 18,5%. Udio duga sa fiksnom kamatnom stopom u ukupnom stanju duga iznosi 70,8%, dok je učešće vanjskog duga u neEUR

² BDP za 2021. godinu= 40.030,58 mil KM, Agencija za statistiku BiH, Bruto domaći proizvod - rashodni pristup, Saopćenje od 29.09.2023. godine;

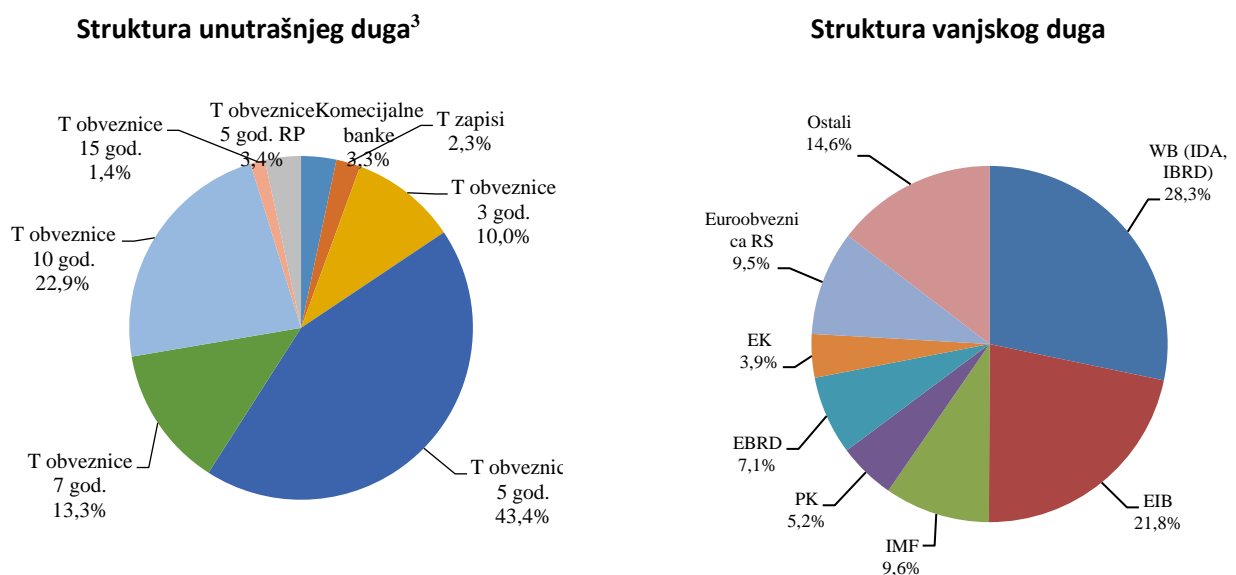
valutama u ukupnom dugu 29,6%. Valutna struktura ukupnog duga BiH obuhvaćenog Strategijom BiH data je u Slici 1., uključujući i valutnu strukturu nakon dekompozicije SDR valute.

Slika 1. Valutna struktura ukupnog duga BiH na dan 31.12.2021. godine



Vanjski dug uglavnom čine obaveze prema multilateralnim kreditorima (75,8%), 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 3 do 15 godina. Struktura vanjskog duga prema kreditorima i unutrašnjeg duga prema vrsti duga prikazana je u Slici 2..

Slika 2. Struktura duga BiH sa 31.12.2021. godine



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

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 1,6%, a unutrašnjeg duga 2,4%. Ovo je u najvećoj mjeri rezultat vanjskog koncesionalnog zaduživanja i značajnog učešća vanjskih kredita sa varijabilnom kamatnom stopom koja je na kraju 2021. godine bila relativno niska.

Tabela 2. BiH: Indikatori troškova i rizika postojećeg duga na dan 31.12.2021. godine

BOSNA I HERCEGOVINA				
Indikatori troškova i rizika		Vanjski dug	Unutrašnji dug	Ukupni dug
Iznos duga (mil KM)		9.649,7	2.191,0	11.840,7
Iznos duga (mil USD)		5.592,0	1.269,7	6.861,7
Nominalni iznos duga u % BDP		24,1	5,5	29,6
Sadašnja vrijednost duga u % BDP		19,7	5,5	25,2
Troškovi duga	Iznos kamate u odnosu na BDP (%)	0,5	0,2	0,7
	Prosječna ponderisana kamatna stopa (%)	1,6	2,4	1,8
Rizik refinansiranja	ATM (godine)	6,7	3,6	6,1
	Dospijeće duga u sljedećoj godini (% ukupnog)	6,9	22,3	9,8
	Dospijeće duga u sljedećoj godini (% BDP)	1,7	1,2	2,9
Kamatni rizik	ATR (godine)	4,6	3,6	4,4
	Dug koji se refiksira u sljedećoj godini (% ukupnog)	39,6	23,0	36,5
	Dug sa fiksnom kamatnom stopom (% ukupnog)	64,5	99,0	70,8
Valutni rizik	Vanjski dug (% ukupnog duga)			81,5
	Vanjski dug, isključujući dug u EUR (% od ukupnog)			29,6
	Kratkoročni vanjski dug (% rezervi)			4,1

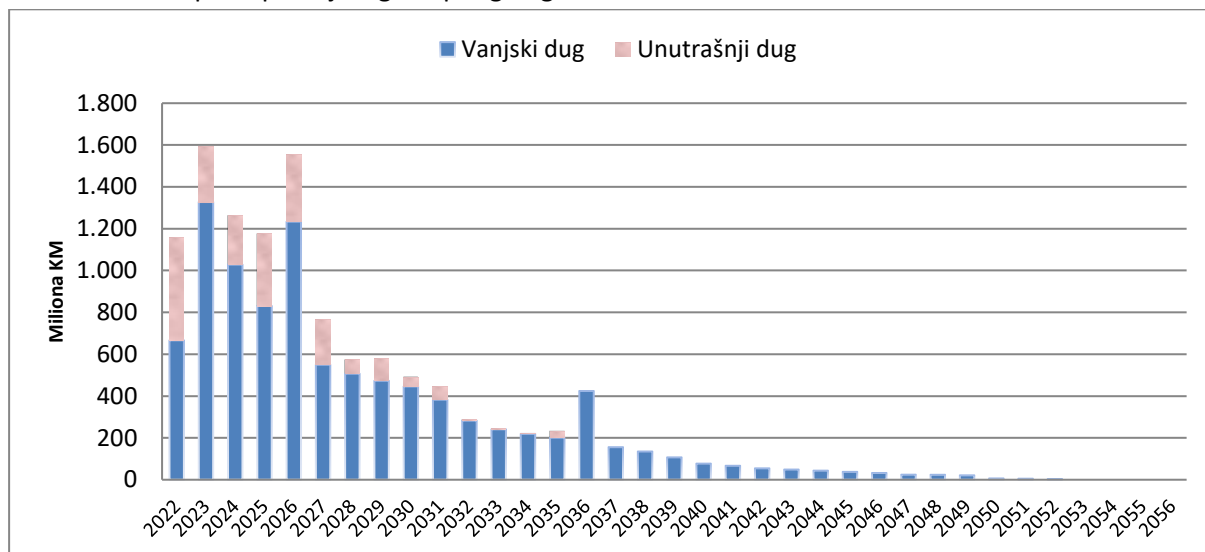
ATM=prosječno vrijeme do dospelja, ATR=prosječno vrijeme refiksiranja

Rizik refinansiranja je umjeren. Profil otplate ukupnog duga (Slika 3.) ukazuje na značajan servis vanjskog duga u 2023. godini, s obzirom da tada dospelja kredit Evropske komisije Makrofinansijska 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 dospelja (ATM) za unutrašnji dug je 3,6 godina, dok je za vanjski dug 6,7 godina.

Rizik kamatne stope je umjeren. U strukturi ukupnog duga 70,8% kredita se odnosi na kredite sa fiksnim kamatnim stopama. 39,6% vanjskog duga i 23,0% 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 (35,5%).

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 29,6% ukupnog duga iako je učešće vanjskog duga u ukupnom dugu 81,5%.

Slika 3. Profil otplate postojećeg ukupnog duga



4.3. Implementacija Strategije BiH u 2021. 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.-2021. godine

Indikatori troškova i rizika		2015.	2016.	2017.	2018.	2019.	2020.	2021.
		BiH	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	29,6
Sadašnja vrijednost duga u odnosu na BDP (%)		32,5	31,6	28,5	26,5	24,3	27,1	25,2
Iznos kamate u odnosu na BDP (%)		0,7	0,7	0,6	0,6	0,6	0,6	0,7
Prosječna ponderisana kamatna stopa (%)		1,9	1,9	1,9	1,9	1,9	1,8	1,8
Rizik refinansiranja	Dospijeće duga u sljedećoj godini (% ukupnog)	11,2	13,3	14,6	10,9	9,6	11,2	9,8
	Dospijeće duga u sljedećoj godini (% BDP-a)	4,1	4,8	4,7	3,3	2,7	3,6	2,9
	ATM vanjski dug (godine)	7,3	7,1	7,2	7,3	7,1	6,7	6,7
	ATM unutrašnji dug (godine)	3,1	3,1	3,1	3,0	3,5	3,5	3,6
	ATM ukupni dug (godine)	6,3	6,2	6,2	6,4	6,4	6,0	6,1
Kamatni rizik	ATR (godine)	4,1	4,2	4,2	4,4	4,7	4,2	4,4
	Dug koji se refiksira u sljedećoj godini (% ukupnog duga)	46,1	44,5	43,2	38,6	33,6	38,3	36,5
	Dug po fiksnoj kamati (% ukupnog duga)	60,9	62,7	65,4	68,3	73,1	70,0	70,8
Valutni rizik	Vanjski dug (% ukupnog duga)	77,5	76,7	75,6	80,1	78,9	76,9	81,5
	Vanjski dug, isključujući dug u EUR (% ukupnog duga)	37,8	37,1	33,7	32,8	31,4	32,1	29,6
	Vanjski dug, isključujući dug u EUR (% vanjskog duga)	48,8	48,4	44,5	40,9	39,9	41,7	36,3
	Kratkoročni vanjski dug (% rezervi)	7,4	8,9	7,6	5,7	4,9	4,7	4,1

Iako je iznos ukupnog duga u 2021. godini veći u odnosu na prethodnu godinu, indikatori nominalni dug u odnosu na BDP i sadašnja vrijednost duga u odnosu na BDP su se smanjili u 2021. godini, prije svega, zbog povećanja iznosa BDP-a. Prosječna ponderisana kamatna stopa od 1,8% ostala je nepromijenjena u odnosu na 2020. godinu.

Rizik refinansiranja u 2021. godini je manji u odnosu na prethodnu godinu s obzirom da je došlo do značajnog smanjenja dospelja duga u sljedećoj godini. Prosječno vrijeme do dospelja duga za vanjski dug ostao je na istom nivou 6,7, dok za unutrašnji i ukupni dug se neznatno povećalo.

Takođe, došlo je i do smanjenja izloženosti riziku kamatne stope u 2021. godini u odnosu na prethodnu godinu imajući u vidu da su svi indikatori koji se odnose na ovaj rizik poboljšani.

Učešće vanjskog duga u ukupnom dugu u 2021. godini je na najvišem nivou u odnosu na podatke u prethodnom periodu. Međutim, izloženost vanjskog duga promjenama valutnih kurseva je na najnižem nivou. Naime, učešće vanjskog duga u neEUR valutama u ukupnom i vanjskom dugu je smanjeno zbog većeg zaduživanja u valuti EUR u 2021. godini. Takođe, smanjeno je i učešće kratkoročnog vanjskog duga u deviznim rezervama zbog značajnog povećanja deviznih rezervi u stranoj valuti u 2021. godini u odnosu na 2020. godinu.

Ukupno angažirana sredstva iz vanjskih izvora u 2021. godini iznose 1.560,6 mil KM, od čega je 98,6% u EUR valuti, a sa fiksnom kamatnom stopom 74,4%.

U 2021. godini ugovoreno je 10 novih kreditnih aranžmana u iznosu od 1.576,0 mil KM, od čega sa fiksnom kamatnom stopom 81,9% i u valuti EUR 100,0%.

5. Makroekonomski okvir

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

Tabela 4.: Makroekonomske pretpostavke

	2021	2022.	2023.	2024.	2025.
Nominalni BDP (u mil. KM)	40.031	45.518	48.462	51.170	53.956
Nominalni rast (u %)	12,5	13,7	6,5	5,6	5,4
BDP deflator (preth.godina=100)	104,9	109,5	104,4	102,6	102,4
Realni rast (u %)	7,2	3,8	2,0	2,9	3,0
Inflacija mjerena indeksom potrošačkih cijena u %	2,0	14,0	6,2	3,1	2,2
Budžetski prihodi ⁵ (u mil. KM)	8.640	9.477	10.733	11.135	11.378
Budžetski rashodi ⁶ (u mil. KM)	8.941	9.901	10.771	10.986	11.170

⁴ BDP, nominalni rast, realni rast, BDP deflator i inflacija mjerena indeksom potrošačkih cijena za period 2021-2025.godine su projekcije Direkcije za ekonomsko planiranje BiH iz septembra 2023. 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/ EUR	Rizik refiksiranja za varijabilnu, refinansiranja i valutni rizik za valutu SDR
EBRD	Fiksna ili varijabilna	3-5	12-15	EUR	Rizik refiksiranja za varijabilnu
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
OSTALI KREDITORI	Fiksna ili varijabilna	0-5	10-18	EUR	Rizik refinansiranja i refiksiranja za varijabilnu.

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

Republika Srpska planira da izdaje trezorske zapise i obveznice ročnosti 5, 7 i 10 godina sa „bullet“ otplatom i fiksnom kamatnom stopom. FBiH planira izdavanje trezorskih zapisa i obveznica ročnosti 3, 5 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

Federacija BiH je odabrala strategiju⁸ koja se zasniva na realnom stanju dosadašnjeg zaduživanja Federacije BiH u skladu s Budžetom Federacije BiH za 2023. godinu, Dokumentom okvirnog budžeta Federacije BiH u periodu 2023-2025. godina i PJI-a za period 2023-2025. godine. Finansiranje razvojnih projekata do kraja 2025. godine procijenjeno je na 799,38 mil. KM. U kontekstu procjene troškova i rizika za vanjske kredite namijenjene realizaciji PJI Federacije BiH primijenjeni su kreditni uslovi u skladu sa generalnim uslovima poslovanja kreditora uz preferiranu valutu EUR. Više detalja o navedenoj strategiji nalazi se u Poglavlju II u dijelu B. Strategija upravljanja dugom Federacije Bosnie i Hercegovine.

Strategija diverzifikacije izvora finansiranja, instrumenata i baze investitora je usvojena strategija Vlade Republike Srpske⁹. Ova strategija se bazira na finansiranju budžetske potrošnje putem emisije srednjoročnih hartija od vrijednosti, sa „bullet“ i amortizacionom otplatom, najvećim dijelom na međunarodnom finansijskom tržištu i u manjoj mjeri na domaćem finansijskom tržištu. Za finansiranje investicionih projekata koriste se vanjski izvori finansiranja, kao rezultat maksimalnog iskorištavanja pristupa koncesionim izvorima (WB, EIB, EBRD, KfW itd.), što doprinosi smanjenju rizika refinansiranja i minimalno mogućeg troška. 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.

Distrikt Brčko je odabrao strategiju preferiranja multilateralnih kreditora¹⁰ (nova zaduživanja u valuti EUR po mogućnosti sa fiksnom kamatnom stopom) za investicione projekte od ključnog značaja za podsticanje ekonomskog rasta i razvoja 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 ne postoji zakonski okvir koji omogućava emisiju trezorskih dugoročnih obveznica. Prema ovoj strategiji do kraja 2025. godine procenat nominalnog duga u BDP-u Distrikta Brčko bi iznosio 5,5% u poređenju sa sadašnjih 5,2% koliko je iznosio na kraju 2021. godine. Iznos kamate u odnosu na BDP za 2021. godinu pokazuje povećanje za 0,1 % Rizik refinansiranja u strategiji S2 je najniži obzirom da je prosječno vrijeme do dospelja duga (ATM) produženo s 3,7 na 7,2 godina. Oko 69,3 % duga koji treba da se refiksira u roku od godinu dana je rezultat velikog učešća varijabilne kamatne stope u portfoliju ukupnog duga (77,0%) u odnosu na

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.

23,0% 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 97,8% 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 2021. godine pokazuje da je cjelokupni dug Institucija BiH vanjski dug sa fiksnom kamatnom stopom i prosječnom ponderisanom kamatnom stopom od 1,3%, a Prosječno vrijeme do dospelja je 6,2 godina, dok 6,6% duga dospelja u narednoj godini. Riziku promjene valutnih kurseva izloženo je svega 21,1% ukupnog duga s obzirom da je 78,9% 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 primjenjivaće se 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 2025. godine, kao i indikatori troškova i rizika duga BiH na kraju 2021. godine.

Tabela 6.: Indikatori troškova i rizika postojećeg duga (2021.god.) i izabrane Strategije BiH (2025.god.)

Indikatori troškova i rizika		2021.	2025.
Nominalni iznos duga u odnosu na BDP (%)		29,6	26,2
Sadašnja vrijednost duga u odnosu na BDP (%)		25,2	24,0
Iznos kamate u odnosu na BDP (%)		0,7	0,9
Prosječna ponderisana kamatna stopa (%)		1,8	3,8
Rizik refinansiranja	Dospijeće duga u sljedećoj godini (% ukupnog)	9,8	14,3
	Dospijeće duga u sljedećoj godini (% BDP)	2,9	3,7
	ATM vanjski dug (godine)	6,7	6,7
	ATM unutrašnji dug (godine)	3,6	3,2
	ATM ukupni dug (godine)	6,1	5,8
Kamatni rizik	ATR (godine)	4,4	4,5
	Dug koji se refiksira u sljedećoj godini (% ukupnog duga)	36,5	33,9
	Dug po fiksnoj kamati (% ukupnog duga)	70,8	78,4
Valutni rizik	Vanjski dug (% ukupnog duga)	81,5	76,1
	Vanjski dug, isključujući dug u EUR (% ukupnog duga)	29,6	15,5
	Vanjski dug, isključujući dug u EUR (% vanjskog duga)	36,3	20,4
	Kratkoročni vanjski dug (% rezervi)	4,1	7,5

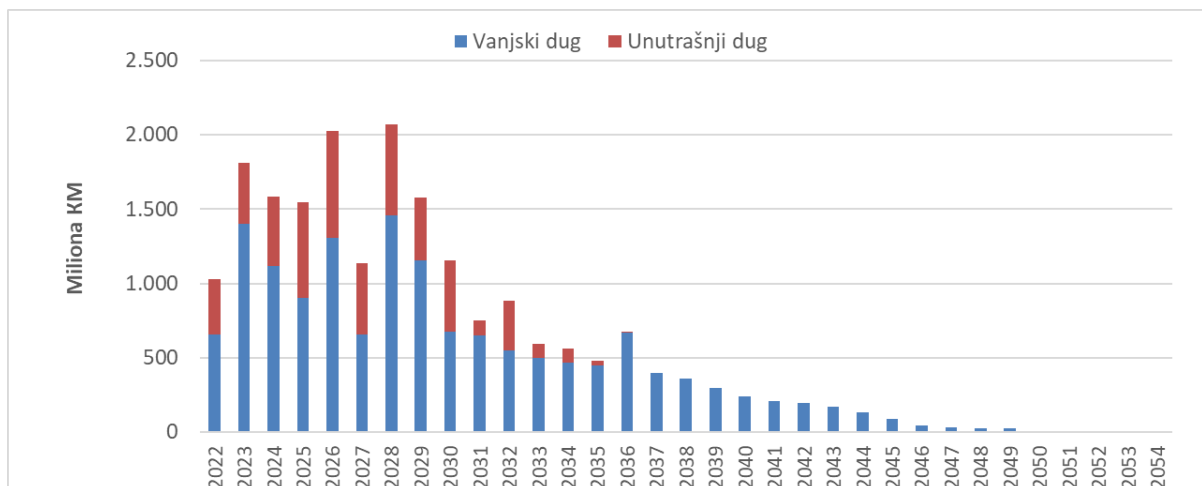
Nominalni iznos duga na kraju 2025. godine (14.124,1 miliona KM) povećava se za 19,3% u odnosu na stanje duga na kraju 2021. godine (11.840,4 miliona KM). Navedeno povećanje nastaje u većoj mjeri usljed finansiranja investiciono razvojnih projekata koje entiteti i BD planiraju realizovati, te u maljoj mjeri usljed zaduživanja za finansiranje budžetskog deficita. Zbog većeg rasta BDP-a, odnos duga i BDP-a i odnos sadašnje vrijednosti duga i BDPa se smanjiti.

Prosječna ponderisana kamatna stopa se značajnije povećava, odnosno sa 1,8% na kraju 2021. godine na 3,8% na kraju 2025. godine, a na šta je najviše uticalo povećanje varijabilne kamatne stope, kao i fiksne kamatne stope na nove kredite.

Izloženost riziku refinansiranja na kraju 2025. godine je povećana u odnosu na kraj 2021. godine s obzirom da su dug koji dospijeva u narednoj godini kao procenat ukupnog duga i dug koji dospijeva u narednoj godini kao procenat BDP-a povećani, prije svega, zbog otplate Evroobveznice RS u iznosu od 300 miliona EUR koja dospijeva na naplatu 2026. godine. Prosječno vrijeme do dospijea vanjskog, unutrašnjeg i ukupnog duga je na približno istom nivou.

Indikatori kamatnog rizika se na kraju 2025. godine poboljšavaju u odnosu na 2021. godinu zbog većeg vanjskog i unutrašnjeg zaduživanja po fiksnoj kamatoj stopi. Naime, učešće duga sa uslovima fiksnih kamatnih stopa povećava se na 78,4% prema strategiji u odnosu na trenutni nivo (70,8%), dok se dug koji se refiksira smanjuje zbog manjeg vanjskog zaduživanja po varijabilnoj kamatnoj stopi.

Izloženost promjenama valutnih kurseva se znatno smanjuje zbog preferiranja vanjskog zaduživanja u valuti EUR, kao i povećanja zaduživanja kod domaćih izvora finansiranja, te je učešće duga u neEUR valutama u ukupnom dugu značajno manje (sa 29,6% na 15,5%), odnosno promjenama valutnih kurseva izloženo je 15,5% ukupnog duga. Povećava se učešće kratkorčnog vanjskog duga u deviznim rezervama u odnosu na trenutno stanje zbog porasta otplate vanjskog duga u 2026. godini u odnosu na 2022. godinu (slika 4.), a što je, prije svega, rezultat dospijea obaveza po osnovu Evroobveznice RS.



8. Smjernice

Prema odabranoj strategiji troškovi finansiranja su veći zbog inflacije i dešavanja u svijetu, 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 2025. 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 32, 52 i 59).

II SREDNJOROČNE STRATEGIJE UPRAVLJANJA DUGOM ENTITETA I BRČKO DISTRIKTA

A) STRATEGIJA UPRAVLJANJA DUGOM REPUBLIKE SRPSKE

Zakonodavno-pravni okvir

Zaduživanje je u Republici Srpskoj uređeno Zakonom o zaduživanju, dugu i garancijama Republike Srpske i Zakonom o zaduživanju, dugu i garancijama BiH. U skladu sa odredbama Zakona o zaduživanju, dugu i garancijama Republike Srpske, pod zaduživanjem se podrazumijeva realizacija ugovorenih kredita i zajmova, emitovanje hartija od vrijednosti i izdavanje garancija u toku fiskalne godine. Takođe, ovim Zakonom je uređen način i postupak zaduživanja, izdavanje garancija i emisija hartija od vrijednosti Republike Srpske, jedinica lokalne samouprave i fondova socijalne sigurnosti, obezbjeđenje sredstava za otplatu duga, vođenje evidencije o dugu, garancijama i hartijama od vrijednosti, kao i druga pitanja koja se odnose na dug, garancije i hartije od vrijednosti Republike Srpske, jedinica lokalne samouprave i fondova socijalne sigurnosti.

Zakonom je predviđeno i za koje namjene se Republika Srpska može kratkoročno i dugoročno zadužiti u zemlji i inostranstvu, odnosno, na domaćem i inostranom tržištu, te shodno tome, u domaćoj i stranoj valuti.

Zakonom o zaduživanju, dugu i garancijama Republike Srpske utvrđena su ograničenja iznosa duga gdje je utvrđeno da ukupan dug Republike Srpske na kraju fiskalne godine ne može biti viši od 60% ostvarenog BDP u toj godini, da javni dug Republike Srpske na kraju fiskalne godine ne može biti viši od 55% ostvarenog BDP-a u toj godini, te da kratkoročni dug ne može biti viši od 8% iznosa redovnih prihoda ostvarenih u prethodnoj fiskalnoj godini.

Pored Zakona o zaduživanju, dugu i garancijama Republike Srpske, javni dug, odnosno njegova granica je utvrđena i opštim fiskalnim pravilima koja su definisana Zakonom o fiskalnoj odgovornosti u Republici Srpskoj. U skladu sa pomenutim Zakonom, pod opštim fiskalnim pravilima se podrazumijevaju pravilo o dugu i pravilo konsolidovanog budžetskog deficita. Prvo pravilo limitira javni dug Republike na način da isti na kraju fiskalne godine ne može biti viši od 55% ostvarenog BDP-a u toj godini, a drugo pravilo određuje da konsolidovani budžetski deficit na kraju fiskalne godine ne može biti viši od 3% ostvarenog BDP-a u toj godini.

U nastavku je dat zakonodavno-pravni okvir kojim su uređeni dug i garancije Republike Srpske:

- Zakon 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);
- Zakon o budžetskom sistemu Republike Srpske ("Službeni glasnik Republike Srpske", br. 121/12, 52/14, 103/15 i 15/16);
- Zakon o unutrašnjem dugu Republike Srpske ("Službeni glasnik Republike Srpske", br. 1/12, 28/13, 59/13 i 44/14);
- 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 ("Službeni glasnik Bosne i Hercegovine", br. 28/06, 76/06, 72/07, 97/11 i 100/13);
- 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 fiskalnoj odgovornosti, ("Službeni glasnik Republike Srpske", broj 94/15 i 62/18)

Cilj, obuhvat i pretpostavke

Srednjoročna strategija upravljanja dugom Republike Srpske 2022-2025 (u daljem tekstu: Strategija) se naslanja na osnovne ciljeve i provjerene metode unaprjeđenja održivosti duga i ublažavanja povezanih rizika definisanih u posljednje usvojenoj Strategiji upravljanja dugom 2021-2024. Istovremeno, 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.

Redovno usvajanje i objavljivanje implementacije Strategije upravljanja dugom, uz ciljeve bazirane na analizi troškova i rizika, uvažavajući trogodišnje makroekonomske i tržišne prilike i ograničenja predstavlja jednu od neophodnih poluga za aktivno upravljanje dugom. U skladu s tim, **srednjoročna Strategija upravljanja dugom se redovno godišnje usvaja, njena implementacija se prati, te se o njenom izvršenju godišnje izvještava Vlada Republike Srpske.** Istovremeno, u cilju transparentnosti upravljanja dugom, Strategija se po njenom usvajanju redovno objavljuje na web stranici Ministarstva finansija, kako bi se sa ovim dokumentom upoznala i sva ostala zainteresovana javnost.

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

Podaci o vanjskom 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 zapisi¹², srednjoročne obveznice, krediti i aktivirana garancija);

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.

¹² Sa 31.12.2021. godine, nije bilo obaveza po osnovu trezorskih zapisa, jer su svi emitovani trezorski zapisi izmireni zaključno sa 31.12.2021. godine.

- 2) dug fondova socijalne sigurnosti nastao po osnovu indirektnog zaduženja Republike Srpske.

Dug (vanjski 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 zaduživanja i upravljanja dugom je obezbjeđenje finansijskih sredstava potrebnih za izvršenje budžeta Republike Srpske, finansiranje odobrenih investicionih projekata, te refinansiranje posmatranog duga uz najniže troškove finansiranja i prihvatljiv nivo rizika.

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 2023-2025. godine (u daljem tekstu: PER RS 2023-2025), kako bi se obezbijedila dugoročna fiskalna održivost (u skladu sa Zakonom o fiskalnoj odgovornosti);
- 2) Na projekcijama makroekonomskih pokazatelja i fiskalnog okvira (tabele 1 i 2), sadržanim u PER RS 2023-2025¹³ i u Revidiranom Dokumentu okvirnog budžeta Republike Srpske za period 2023-2025. godine (u daljem tekstu: Revidirani DOB RS 2023-2025);
- 3) Sva nova zaduženja u kojima se kao zajmoprimac pojavljuje Republika Srpska, odnosno Bosna i Hercegovina, biće ugovorena u skladu sa procedurama propisanim Zakonom o zaduživanju, dugu i garancijama Republike Srpske, odnosno Zakonom o zaduživanju, dugu i garancijama Bosne i Hercegovine¹⁴, a uz aktivno učešće Ministarstva finansija Republike Srpske;
- 4) Sva nova zaduženja u kojima se kao zajmoprimac pojavljuje BiH, a Republika Srpska kao supsidijarni zajmoprimac biće ugovorena u skladu sa procedurama propisanim Zakonom o zaduživanju, dugu i garancijama BiH, odnosno posredstvom Ministarstva finansija i trezora BiH;
- 5) Neće doći do izmjena zakonske legislative kojima bi se omogućilo riznavanje (preuzimanje) duga od drugih nivoa vlasti;
- 6) Izmirenje verifikovanih obaveza regulisanih Zakonom o unutrašnjem dugu Republike Srpske (u daljem tekstu: ZoUD RS) vršiće se u skladu sa projekcijama uključenim u Revidirani DOB RS 2023-2025;
- 7) 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;
- 8) Kreditni rejting Republike Srpske i Bosne i Hercegovine neće biti snižen u srednjem roku¹⁵;
- 9) Baza institucionalnih investitora na domaćem i inostranom finansijskom tržištu Republike Srpske će biti održavana i proširena u srednjem roku;

¹³ PER RS 2023-2025 sadrži detaljne pretpostavke makroekonomskih projekcija i fiskalnog okvira i rizike njihovog ostvarivanja.

¹⁴ „Službeni glasnik BiH“, br. 52/05, 103/09 i 90/16

¹⁵ [Aktuelni kreditni rejting BiH](#) je „B sa pozitivnim 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.

- 10) Mogućnost novih povećanja referentne kamatne stope Evropske centralne banke¹⁶ i Federalnih rezervi Sjedinjenih Američkih država (FED), imajući u vidu nekoliko uzastopnih povećanja u protekloj godini, kao i aktuelna kretanja na međunarodnom tržištu;
- 11) Zajmodavci će nuditi sredstva po prihvatljivim uslovima;
- 12) Ostalim analitičkim pretpostavkama koje su korištene u svrhu kvantitativne analize Strategije prezentovanim u Prilogu 2.

Tabela 1: Pregled makroekonomskih pokazatelja za period 2018-2022. godine i projekcije za period 2023-2025. godine

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
BDP								
BDP nominalni, u mil. KM	10.701,0	11.251,3	11.131,8	12.501,7	14.238,7	15.319,8	16.376,8	17.244,8
Broj stanovnika, u mil.	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1
BDP po stanovniku, u KM	9.322,0	9.848,0	9.795,0	11.080,1	12.664,4	13.692,7	14.711,0	15.490,7
% rasta BDP-a, nominalno	6,0	5,1	-1,1	12,3	13,9	7,6	6,9	5,3
Inflacija - prosječna god. stopa	1,2	0,5	-1,2	1,7	12,7	6,0	3,5	2,0
realne stope rasta %								
Realni rast BDP-a	3,9	2,5	-2,5	6,9	3,5	3,1	3,4	3,2
Izvoz	7,4	1,5	-13,9	23,7	17,5	7,0	7,5	8,0
Uvoz	7,4	-2,4	-3,8	6,2	18,3	5,5	5,9	6,9
Privatna potrošnja	2,5	2,8	0,2	5,5	3,5	2,0	2,6	2,4
Potrošnja države	1,8	1,5	3,9	3,9	3,0	1,5	1,8	1,1
Bruto investicije u stalna sredstva	11,1	-2,2	10,1	-5,0	10,5	-1,0	9,0	3,9
Pretpostavke								
Prosječne neto plate u KM	857,0	906,0	956,3	1.004,0	1.144,0	1.208,4	1.261,6	1.312,0
Stopa nezaposlenosti % ¹⁷	-	-	-	14,3	11,2	10,7	9,9	9,2

Izvor: PER RS 2023-2025. godine, MF RS, RZS RS

Tabela 2: Fiskalni okvir za period 2022-2025¹⁸

	2022	Budžet 2023	Rev. DOB 2024	Rev. DOB 2025
A. BUDŽETSKI PRIHODI (I+II+III+IV)	3.683,8	4.142,7	4.383,6	4.591,2
I Poreski prihodi	3.408,4	3.822,0	4.033,3	4.200,6
II Neporeski prihodi	269,0	314,3	344,0	384,3
III Grantovi	0,0	0,0	0,0	0,0
IV Transferi između ili unutar jedinica vlasti	6,4	6,4	6,3	6,3
B. BUDŽETSKI RASHODI (I+II+III)	3.824,7	4.247,8	4.392,1	4.480,2
I Tekući rashodi	3.390,5	3.824,6	3.974,3	4.058,4
II Transferi između i unutar jedinica vlasti	434,2	415,4	408,0	412,2
III Budžetska rezerva	0,0	7,8	9,8	9,6
C. BRUTO BUDŽETSKI SUFICIT/DEFICIT (A-B)	-140,9	-105,1	-8,5	111,0
D.NETO IZDACI ZA NEFINANSIJSKU IMOVINU	-146,7	-156,1	-138,1	-138,1
E. BUDŽETSKI SUFICIT/DEFICIT (C+D)	-287,6	-261,2	-146,5	-27,1
F. NETO FINANSIRANJE (G+H+I)	211,0	261,2	146,5	27,1

¹⁶ Evropska centralna banka; [Saopštenje za javnost od 16.03.2023. godine.](#)

¹⁷ U skladu sa Uredbom Evropskog parlamenta i Savjeta (stupila na snagu 01.01.2021. god.), RZS RS je izvršio metodološko usklađivanje sadržaja upitnika ARS-a putem koga se prikupljaju podaci za 2021. god., tako da indikatori za drugi kvartal 2021. god. nisu u potpunosti uporedivi sa indikatorima objavljenim za prethodne godine. Iz tog razloga, u tabeli nisu prikazani podaci za prethodne godine.

¹⁸ Budžet Republike Srpske u užem smislu tj. opšti fond 01.

Tabela 2: Fiskalni okvir za period 2022-2025¹⁸

	2022	Budžet 2023	Rev. DOB 2024	Rev. DOB 2025
G. NETO PRIMICI OD FINANSIJSKE IMOVINE	78,1	100,2	109,4	111,8
H. NETO ZADUŽIVANJE	154,0	187,4	59,6	-63,6
I. OSTALI NETO PRIMICI	-21,1	-26,4	-22,4	-21,2

Izvor: MF RS

Postojeći portfolio duga

Pregled portfolija

Dug koji je obuhvaćen Strategijom iznosi 5.570,4¹⁹ miliona KM (3.228,0 miliona USD, tj. 44,6% BDP-a), na dan 31.12.2021. godine.

Vanjski dug iznosi 74,2% ukupnog posmatranog duga (4.134,8 miliona KM ili 2.396,1 milion USD, što čini 33,1% BDP-a), dok unutrašnji dug iznosi 25,8% ukupnog posmatranog duga (1.435,6 miliona KM ili 831,9 miliona USD, što čini 11,5% BDP-a).

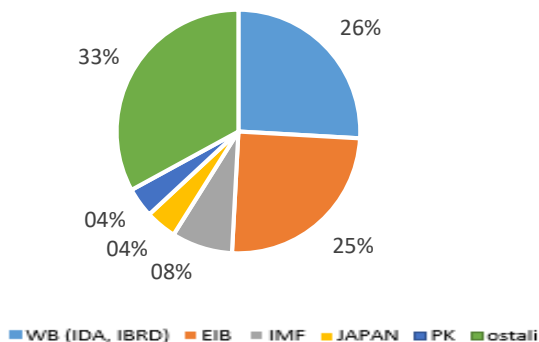
Vanjski dug obuhvaćen Strategijom sastoji se od:

- 1) relevantnog vanjskog duga, tj. zajmova ugovorenih posredstvom Ministarstva finansija i trezora BiH, te alociranog starog vanjskog duga (dug nastao do 02.04.1992. godine);
Stanje relevantnog vanjskog duga sa 31.12.2021. godine iznosi 3.187,9 miliona KM (1.847,4 miliona USD, što predstavlja 57,2% ukupnog posmatranog duga, te 25,5% BDP-a).
- 2) direktnog vanjskog duga (dug koji je Republika Srpska direktno ugovorila sa vanjskim kreditorima);
Stanje direktnog vanjskog duga sa 31.12.2021. godine iznosi 946,8 miliona KM (548,7 miliona USD, što predstavlja 17,0% ukupnog posmatranog duga, te 7,6% BDP-a).

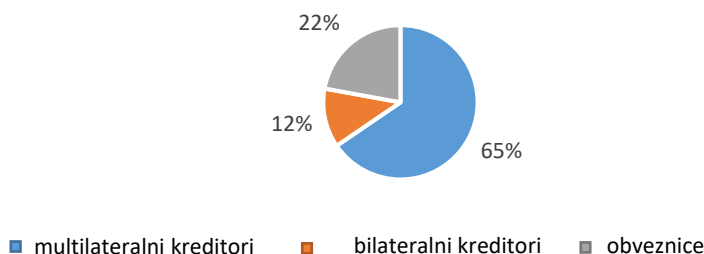
Narednim grafikonima prikazana je struktura vanjskog duga po kreditorima, vrsti kreditora, te po valutama.

¹⁹ Stanje duga na dan 31.12.2021. godine obuhvaćeno Strategijom upravljanja dugom Republike Srpske za period 2022-2025. godine veće je za 149.055,36 KM od iznosa stanja duga koji je bio predmet analize troškova i rizika prilikom izrade Informacije o dugu sa stanjem na dan 31.12.2021. godine. Razlika se javlja iz razloga što su u Informaciji o dugu prikazani podaci u skladu sa stanjem evidentiranim u Glavnoj knjizi Trezora na dan 31.12.2021. godine, gdje postoji nekoliko kredita kod kojih je završena otplata a otplaćeni iznos je veći ili manji od iznosa zaduženja koji je prihvatila Republika Srpska tj. od povučenog iznosa, te je kod datih kredita evidentirano stanje duga u određenom iznosu, pozitivnom ili negativnom (korekcija stanja duga će se izvršiti nakon usaglašavanja sa MFiT BiH). S druge strane, u svrhu izrade Strategije upravljanja dugom Republike Srpske za period 2022-2025. godine, za pomenute kredite uzeto je da je stanje duga jednako nuli, s obzirom da po istim nema više otplata. Usljed toga, vrijednosti pojedinih indikatora troškova i rizika na dan 31.12.2021 godine prikazane u Strategiji ralikuju se od vrijednosti istih indikatora prikazanih u Informaciji o dugu sa stanjem na dan 31.12.2021. godine.

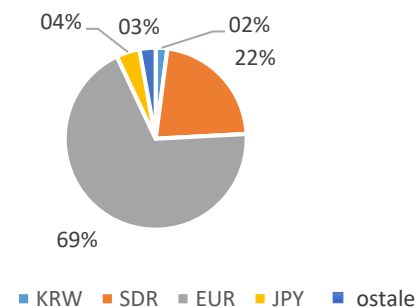
Struktura vanjskog duga po kreditorima



Struktura vanjskog duga prema vrsti kreditora



Struktura vanjskog duga po valutama



U ukupnom posmatranom vanjskom dugu najveće učešće ima dug prema multilateralnim kreditorima (65,5%), zatim dug u formi obveznica emitovanih na međunarodnom tržištu (22,1%), te dug prema bilateralnim kreditorima (12,4%). Posmatrano po pojedinačnim kreditorima, najveće učešće u ukupnom posmatranom vanjskom dugu imaju obaveze prema Svjetskoj banci - IDA i IBRD (u daljem tekstu: WB; 25,9%), Evropskoj investicionoj banci (u daljem tekstu: EIB; 25,0%), Međunarodnom monetarnom fondu (u daljem tekstu: IMF; 8,1%) Vladi Japana (4,1%), te Pariškom klubu (4,0%). U valutnoj strukturi ukupnog vanjskog duga najveće je učešće EUR i SDR, i to 68,8% i 22,1%, respektivno, JPY učestvuje sa 4,1%, KRW sa 2,1%, dok je 2,9% učešće ostalih valuta (USD, CPU, CHF).

Unutrašnji dug obuhvaćen Strategijom sastoji se od:

1) srednjoročnih obveznica;

Stanje duga po srednjoročnim obveznicama sa 31.12.2021. godine iznosi 999,5 miliona KM (579,2 miliona USD, što predstavlja 17,9% ukupnog posmatranog duga, te 8,0% BDP-a). Rok dospeljeća obveznica emitovanih sa amortizacionom otplatom je 5 godina, sa grejs periodom od jedne godine, dok je rok dospeljeća obveznica emitovanih sa jednokratnom otplatom 5, 7 i 10 godina.

2) komercijalnih kredita kod domaćih banaka;

Stanje duga po ovim kreditima na dan 31.12.2021. godine iznosi 187,3 miliona KM (108,5 miliona USD, što predstavlja 3,4% ukupnog posmatranog duga, te 1,5% BDP-a). Ovi krediti otplaćuju se uz fiksnu ili varijabilnu kamatnu stopu, sa rokom dospeljeća od 6 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 dospeljeća 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 dospeljeća 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 dospeljeća 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 31.12.2021. godine, iznosi 194,1 milion KM (112,5 miliona USD, što predstavlja 3,5% ukupnog posmatranog duga, te 1,6% BDP-a).

4) Verifikovanog duga po neizmirenim vansudskim poravljanjima sklopljenim po osnovu ratne štete, koji se izmiruje emisijom obveznica, i to sa rokom dospeljeća 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 31.12.2021. godine, iznosi 15,2 miliona KM (8,8 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 31.12.2021. godine, iznosi 39,5 miliona KM (22,9 miliona USD, što predstavlja 0,7% ukupnog posmatranog duga, te 0,3% BDP-a).

Rashodi za period 2023-2025. godine planirani u Revidiranom DOB-u RS 2023-2025 uvećani su za procijenjeni iznos dospeljeća 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 2017-2021. godine.

Tabela 3: Indikatori troškova i rizika postojećeg portfolija²⁰

	Vanjski dug	Unutrašnji dug	Ukupan dug
Iznos (u milionima KM)	4.134,8	1.435,6	5.570,4
Iznos (u milionima USD)	2.396,1	831,9	3.228,0
Nominalni iznos duga u odnosu na BDP (%)	33,1	11,5	44,6
Sadašnja vrijednost duga u odnosu na BDP (%)	27,9	11,5	39,8
Trošak zaduživanja			
Iznos kamate u odnosu na BDP (%)	0,7	0,3	1,0
Prosječna ponderisana kamatna stopa ²¹ , u % (WAIR)	2,1	3,0	2,3
Rizik refinansiranja			
Prosječno vrijeme do dospelja, u godinama (ATM)	6,8	3,5	6,0
Dug koji dospijeva u roku od godinu dana (% od ukupnog)	5,1	16,3	8,0
Dug koji dospijeva u roku od godinu dana (% BDP-a)	1,7	1,9	3,5
Rizik kamatne stope			
Prosječno vrijeme do refiksiranja, u godinama (ATR)	5,1	3,5	4,7
Dug koji se refiksira u roku od godinu dana (% od ukupnog)	29,3	17,2	26,1
Dug sa fiksnom kamatnom stopom (% od ukupnog)	74,1	98,5	80,4
Valutni rizik			
Vanjski dug (% od ukupnog)			74,2
Kratkoročni vanjski dug ²² (u % deviznih rezervi)			3,9

Izvor: MF RS

Tabela 4: Vrijednosti indikatora troškova i rizika na kraju godine u periodu 2017-2021. godine

	2017	2018	2019	2020	2021
Nominalni iznos duga u odnosu na BDP (%)	45,4	43,7	43,0	46,9	44,6
Sadašnja vrijednost duga u odnosu na BDP (%)	39,1	37,0	36,7	40,5	39,8
Trošak zaduživanja					
Iznos kamate u odnosu na BDP (%)	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
Prosječna ponderisana kamatna stopa, u % (WAIR)	2,2	2,3	2,3	2,1	2,3
Rizik refinansiranja					
Dug koji dospijeva u roku od godinu dana (% od ukupnog)	16,0	10,4	7,9	10,7	8,0
Dug koji dospijeva u roku od godinu dana (% BDP-a)	7,3	4,6	3,4	5,0	3,5
Prosječno vrijeme do dospelja vanjskog duga, u god. (ATM)	8,0	8,0	8,0	7,4	6,8
Prosječno vrijeme do dospelja unutrašnjeg duga, u god. (ATM)	3,4	3,5	3,9	3,6	3,5
Rizik kamatne stope					
Prosječno vrijeme do dospelja ukupnog duga, u god. (ATM)	6,4	6,7	6,8	6,2	6,0
Prosječno vrijeme do refiksiranja, u godinama (ATR)	4,8	5,4	5,5	4,8	4,7
Dug koji se refiksira u roku od godinu dana (% od ukupnog)	38,2	28,4	24,5	29,5	26,1
Dug sa fiksnom kamatnom stopom (% od ukupnog)	71,9	78,6	81,3	79,1	80,4
Valutni rizik					
Vanjski dug (% od ukupnog)	64,1	71,2	69,9	67,0	74,2
Kratkoročni vanjski dug ²³ (u % deviznih rezervi)	8,1	5,8	4,6	4,4	3,9

Izvor: MF RS

²⁰ Vidjeti fusnotu 19.

²¹ Ponderisana prosječna kamatna stopa izračunata je stavljanjem u odnos sume proizvoda kamatnih stopa (izračunatih stavljanjem u odnos iznosa kamate u 2022. godini i stanja duga na kraju 2021. godine) i stanja duga po pojedinačnim instrumentima na kraju 2021. godine, sa ukupnim stanjem duga svih instrumenata na kraju 2021. godine.

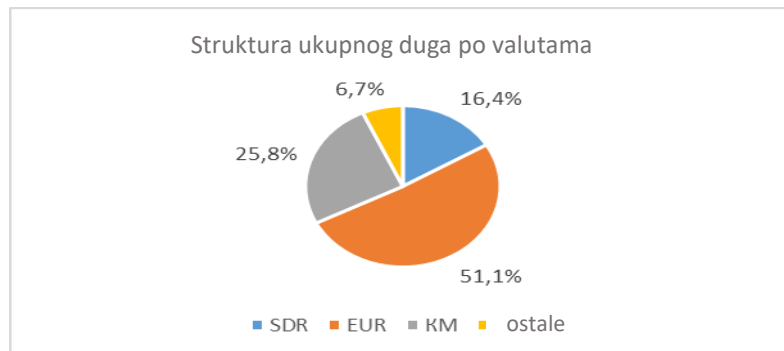
²² Pod terminom „Kratkoročni vanjski dug“ se za potrebe izrade MTDS posmatra vanjski dug koji ima dospelje u narednoj godini, iako isti de facto i de iure nije kratkoročni dug.

²³ Pod terminom „Kratkoročni vanjski dug“ se za potrebe izrade MTDS posmatra vanjski dug koji ima dospelje u narednoj godini, iako isti de facto i de iure nije kratkoročni dug.

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 vanjskog finansiranja po koncesionim uslovima. Stoga portfolio duga karakteriše veliki broj kredita vanjskog duga sa relativno dugim rokom dospijeca i niskom prosječnom kamatnom stopom.

Uopšteno gledajući, postojeći portfolio karakteriše nizak nivo troškova. Ponderisana prosječna kamatna stopa ukupnog duga je 2,3%, vanjskog duga 2,1%, a unutrašnjeg duga 3,0%. Ovo je u najvećoj mjeri rezultat vanjskih koncesionih zajmova, te niske kamatne stope koju nose obveznice za izmirenje obaveza unutrašnjeg duga, definisanih ZoUD RS.

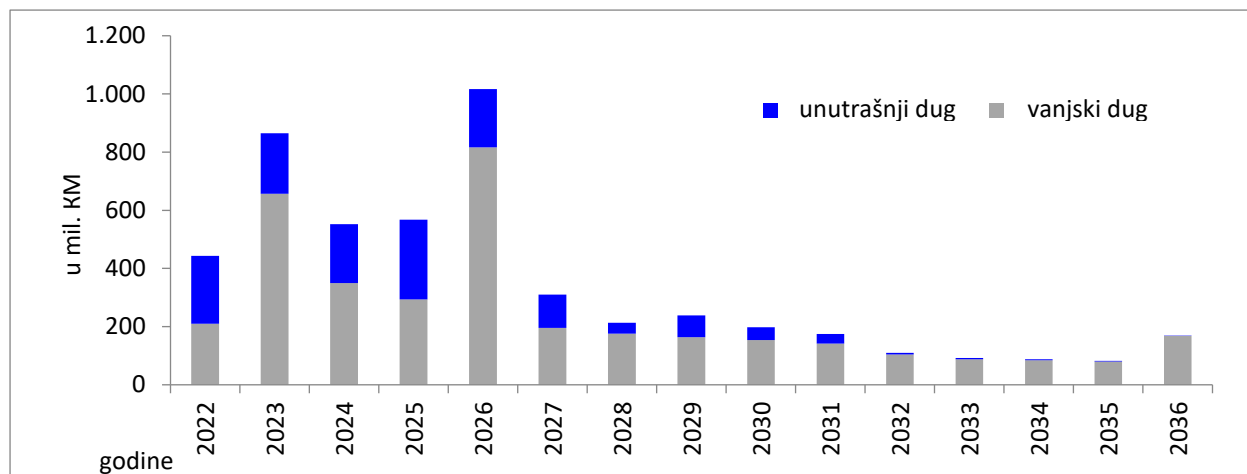
Valutni rizik je umjeren. Od ukupnog portfolija, 51,1% denominovano u evru, dok je 25,8% denominovano u konvertibilnim markama. S obzirom na važeći aranžman valutnog odbora, kojim je domaća valuta vezana za EUR, samo je 23,2% ukupnog portfolija izloženo valutnom riziku (tj. 18,1% ukoliko se SDR dekomponuje na sastavne valute i isključi dio zasnovan na EUR-u). U USD je denominovano 1,2% portfolija (tj. 8,1% 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, 80,4% je ugovoreno sa fiksnim uslovima. Prosječno vrijeme do dospijeca ukupnog portfolija je 6,0 godina. Prosječno vrijeme do dospijeca vanjskog duga je 6,8 godina, što je rezultat dugoročnih koncesionih zajmova, a prosječno vrijeme do dospijeca unutrašnjeg duga je 3,5 godine. Grafikonom 1. predstavljen je profil otplate postojećeg duga u periodu od narednih 15 godina, iz kojeg je vidljiv značajan skok u otplati duga u 2023. godini, te u 2026. godini, kao rezultat dospijeca obaveza po osnovu vanjskog duga (15,9% ukupnog posmatranog vanjskog duga dospijeva u 2023. godini, dok 19,7% ukupnog posmatranog vanjskog duga dospijeva u 2026. godini) i to najvećim dijelom po osnovu obveznica emitovanih 2018. godine i 2021. godine, kao i usljed početka otplate RFI²⁴ kredita Međunarodnog monetarnog fonda 2023. godine, više tranši kredita Evropske investicione banke, te jednokratne otplate prve tranše kredita Evropske komisije Makropomoć II iz 2013. godine.

²⁴ Rapid Financing Instrument, RFI.

Grafikon 1. Profil otplate duga po postojećem portfoliju



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 karakterišu 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 dospeljeća. S obzirom da će u budućnosti koncesioni izvori finansiranja biti manje dostupni, biće potrebno veće oslanjanje na komercijalne vanjske i domaće izvore, vodeći računa o tome da porast nivoa troškova i rizika bude prihvatljiv. Takođe, treba imati u vidu i aktuelnu situaciju na međunarodnom finansijskom tržištu. Naime, sukob u Ukrajini je dodatno pogoršao probleme u globalnim lancima snabdijevanja, koji su poremećeni još od izbijanja pandemije korona virusa, što je dovelo do skoka cijena robe na svjetskim tržištima, prije svega cijena hrane i energije, uzrokujući rast inflacije, kao i poremećaje na međunarodnom finansijskom tržištu u vidu rasta kamatnih stopa i deviznih kurseva.

Implementacija strategije u 2021. godini i vrijednosti identifikovanih indikatora strukture duga

U 2021. godini upravljanje dugom vršeno je u skladu sa smjernicama definisanim Strategijom upravljanja dugom za period 2020-2023. godine (u daljem tekstu: Strategija 2020-2023), koju je Vlada Republike Srpske usvojila u februaru 2021. godine.

U svrhu ispunjenja osnovnog cilja upravljanja dugom, definisanog dokumentom Strategija 2020-2023. godine, tj. obezbjeđenja potrebnih finansijskih sredstava putem zaduživanja, u 2021. godini investicioni projekti su finansirani iz vanjskih koncesionih izvora, dok je finansiranje budžetske potrošnje obezbijeđeno najvećim dijelom putem emisije hartija od vrijednosti na međunarodnom tržištu (80,2%), te putem vanjskih kredita (13,7%), dok je manji dio finansiranja budžetske potrošnje (6,1%) obezbijeđen iz domaćih izvora, tj. putem hartija od vrijednosti emitovanih na domaćem tržištu.

Od ukupnog finansiranja (za potrebe budžetske potrošnje i investicionih projekata) u 2021. godini, putem vanjskih instrumenata realizovano je 94,7% (od čega su fiksni 89,7%, te u valuti EUR 99,1%), a učešće fiksnih instrumenata u ukupnom finansiranju iznosilo je 90,3%. U

pogledu valutne strukture ukupnog finansiranja u 2021. godini, 93,8% je realizovano u EUR, 5,3% u KM, a u drugim stranim valutama osim EUR realizovano 0,9%.

U pogledu izvora finansiranja budžetske potrošnje u 2021. godini, putem vanjskih fiksnih instrumenata je realizovano 92,7% (što predstavlja 79,9% ukupnog finansiranja), putem domaćih fiksnih instrumenata realizovano je 6,1% (što predstavlja 5,3% ukupnog finansiranja), dok je preostalih 1,2% (što predstavlja 1,0% ukupnog finansiranja) realizovano putem vanjskih varijabilnih instrumenata. Što se tiče valutne strukture finansiranja budžetske potrošnje u 2021. godini, 6,1% je realizovano u KM, dok je 93,9% realizovano u EUR.

U narednoj tabeli prikazana je struktura finansiranja budžetske potrošnje u 2021. godini planirana Strategijom 2020-2023. godine, te realizovano finansiranje u 2021. godini, po instrumentima.

Tabela 5: Struktura finansiranja budžetske potrošnje planirana strategijom i realizovano finansiranje u 2021. godini, po instrumentima

Instrumenti	Planirano	Realizovano
Vanjski varijabilni EUR	11,1%	1,2%
Vanjski fiksni EUR	0,0%	12,5%
Evroobveznice	80,9%	80,2%
Trezorski zapisi	1,5%	0,0%
Domaće obveznice 3 god. fiksne	1,2%	0,0%
Domaće obveznice 7 god. fiksne	2,4%	2,7%
Domaće obveznice 10 god. fiksne	3,0%	3,4%
	100,0%	100,0%

Izvor: MF RS

Od strategijom planiranog finansiranja budžetske potrošnje u 2021. godini realizovano je 86,5%, pri čemu realizacija vanjskih komercijalnih fiksnih instrumenata iznosi 85,7%, realizacija unutrašnjih fiksnih instrumenata 66,2%, a realizacija vanjskih koncesionih varijabilnih instrumenata iznosi 9,2%²⁵ (sve denominovano u EUR-u), jer su isti zamijenjeni vanjskim koncesionim fiksnim instrumentima.

Od ukupnog finansiranja realizovanog u 2021. godini za potrebe investicionih projekata, 36,6% je pribavljeno putem vanjskih fiksnih instrumenata (što predstavlja 5,0% ukupnog finansiranja), te 93,5% u valuti EUR (što predstavlja 12,9% ukupnog finansiranja).

Narednom tabelom prikazana je struktura finansiranja investicionih projekata u 2021. godini planirana Strategijom 2020-2023. godine, te realizovano finansiranje u 2021. godini, po instrumentima.

²⁵ Strategijom 2020-2023 planirano finansiranje budžetske potrošnje iznosilo je 845,9 miliona KM, a realizovano je 731,9 miliona KM, odnosno 86,5% planiranog (usljed bržeg oporavka privredne aktivnosti od očekivanog i samim tim većeg izvršenja budžetskih prihoda od planiranog, kao i usljed uplate sredstava po osnovu alokacije SDR od Međunarodnog monetarnog fonda). Planirani iznos vanjskih koncesionih varijabilnih instrumenata bio je 93,7 miliona KM (tj. 11,1% ukupnog finansiranja budžetske potrošnje), a realizovano je 8,6 miliona KM (tj. 1,2% ukupnog finansiranja budžetske potrošnje) što predstavlja 9,2%, dok je 91,7 miliona KM realizovano putem vanjskih koncesionih fiksnih instrumenata.

Tabela 6: Struktura finansiranja investicionih projekata planirana strategijom i realizovano finansiranje u 2021. godini, po instrumentima

Instrumenti	Planirano	Realizovano
Vanjski varijabilni EUR	64,3%	63,4%
Vanjski fiksni USD	18,5%	6,5%
Vanjski fiksni EUR	17,1%	30,1%
	100,0%	100,0%

Izvor: MF RS

U odnosu na strategijom planirano finansiranje investicionih projekata, u 2021. godini realizovano je 60,0%, pri čemu realizacija vanjskih instrumenata sa varijabilnom kamatnom stopom (denominovanih u EUR-u) iznosi 59,1%, a vanjskih instrumenata sa fiksnom kamatnom stopom 61,5% (denominovanih u EUR-u 105,3%, a u drugoj stranoj valuti osim EUR 21,0%). U 2021. godini, mogućnost izbora uslova otplate prilikom povlačenja tranši postojala je kod četiri tranše, realizovane po osnovu tri ranije odobrena kredita (što predstavlja 2,8% vanjskog finansiranja, tj. 2,7% ukupnog finansiranja), te je kod sve četiri povučene tranše sa pomenutom mogućnosti odabrana fiksna kamatna stopa, a ponderisana prosječna kamatna stopa iznosi 1,1%.

U 2021. godini prihvaćeno je pet novih vanjskih zaduženja, sva denominovana u EUR, tri²⁶ sa promjenljivom kamatnom stopom (od kojih kod dva zaduženja postoji mogućnost fiksiranja kamatne stope). Uticaj pomenutih zaduženja na strukturu duga će biti ostvaren u narednom periodu prilikom povlačenja sredstava.

Narednom tabelom prikazane su ciljne vrijednosti indikatora strukture duga i vrijednosti istih u periodu 2015-2021. godine (na kraju perioda).

Tabela 7: Identifikovani indikatori strukture duga i njihove vrijednosti u periodu 2015-2021. godine

Cilj	Indikator	ciljne vrijednosti	Vrijednosti				
			2017	2018	2019	2020	2021
Upravljanje valutnim rizikom							
	Vanjski dug, isključujući dug u EUR (% ukupnog posmatranog duga)	≤ 35	26,5	25,9	24,5	25,5	23,2
Rast učešća unutrašnjeg duga							
	Unutrašnji dug (% ukupnog posmatranog duga)	≥ 20	35,9	28,8	30,1	33,0	25,8
Upravljanje rizikom refinansiranja							
	ATM (godine)	≥ 4	6,4	6,7	6,8	6,2	6,0
	Kratkoročni dug - originalne ročnosti (% prihoda ostvarenih u prethodnoj godini)	≤ 8	3,3	0,0	0,0	3,8	0,0
Upravljanje rizikom kamatnih stopa							

²⁶ Kredit Svjetske banke (WB IBRD) za Projekat „Program integrisanog razvoja koridora rijeka Sava i Drina uz korišćenje višefaznog programskog pristupa, Kredit Svjetske banke (WB IBRD) za Projekat "Hitna pomoć preduzećima", te kredit Međunarodnog fonda za razvoj poljoprivrede (IFAD) za „Projekat razvoja seoskog preduzetništva i poljoprivrede“.

Tabela 7: Identifikovani indikatori strukture duga i njihove vrijednosti u periodu 2015-2021. godine

Cilj	Indikator	ciljne vrijednosti	Vrijednosti				
			2017	2018	2019	2020	2021
	Dug po fiksnim uslovima (% ukupnog posmatranog duga)	≥ 60	71,9	78,6	81,3	79,1	80,4
Upravljanje troškovima duga							
	Ponderisana prosječna kamatna stopa ²⁷ (%)	≤ 3,5	2,2	2,3	2,3	2,1	2,3

Izvor: MF RS

Posmatrajući indikatore strukture duga u prethodnom periodu, vidimo da učešće vanjskog duga isključujući dug u EUR ima popadajući trend sve do 2020. godine, kada dolazi do rasta, a usljed kreditnog zaduženja kod Međunarodnog monetarnog fonda, a zatim u 2021. godini ovaj indikator ponovo opada.

Udio unutrašnjeg duga u ukupnom dugu do 2017. godine ima rastući trend, dok u 2018. godini opada (usljed zamjene domaćih instrumenata finansiranja vanjskih 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. U 2021. godini dolazi do ponovnog pada učešća unutrašnjeg duga u ukupnom dugu, a kao posljedica emisije obveznica na međunarodnom finansijskom tržištu.

Prosječno vrijeme do dospeljeća je do 2019. godine imalo rastući trend, a u 2020. godini se smanjuje (najvećim dijelom usljed kreditnog zaduženja kod Međunarodnog monetarnog fonda – RFI, s obzirom da se radi o instrumentu kraće ročnosti, sa rokom otplate od 5 godina, uključujući grejs period od 3 godine). Pad indikatora prosječno vrijeme do dospeljeća je nastavljen i u 2021. godini i dostigao je najnižu vrijednost u cijelom posmatranom periodu. Učešće kratkoročnog duga u prihodima ostvarenim prethodne godine od 2017. godine imalo je opadajući trend, dok je u 2020. godini ovaj indikator ponovo porastao, a njegova vrijednost je bila približno jednaka onoj iz 2017. godine. Na kraju 2021. godine ovaj indikator bilježi pad, odnosno kratkoročni dug je u cijelosti izmiren. Učešće duga po fiksnim uslovima u ukupnom dugu imalo je rastući trend u cijelom posmatranom periodu izuzev u 2020. godini kada je vrijednost ovog indikatora smanjena, a što je najvećim dijelom posljedica kreditnog zaduženja kod Međunarodnog monetarnog fonda - RFI. Ponderisana prosječna kamatna stopa tokom posmatranog perioda je imala volatilni trend, s tim da promjene nisu bile značajne.

Izvori finansiranja

Strategija se u posmatranom srednjoročnom periodu bazira na finansiranju, uglavnom, putem emisija hartija od vrijednosti na domaćem i međunarodnom finansijskom tržištu. Koncesioni izvori finansiranja će, shodno dostignutom stepenu razvoja Republike Srpske, u posmatranom periodu, biti dostupni u manjem obimu. Osim toga, važno je istaći da je dobijanje koncesionih

²⁷ Isto kao pod 20.

sredstava za finansiranje budžetske potrošnje najčešće uslovljeno ispunjavanjem ciljeva postavljenih na nivou Bosne i Hercegovine što može biti ograničavajući faktor.

Narednom tabelom prikazani su vanjski izvori finansiranja predviđeni Strategijom.

Tabela 8: Vanjski 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
Ostali kreditori ²⁸	varijabilna/fiksna	10-18	0-3	EUR	rizik refiksiranja za varijabilnu kamatu

Izvor: MF RS

Unutrašnji izvori finansiranja koriste se za finansiranje budžetske potrošnje. Investitori u domaće hartije od vrijednosti, tj. obveznice i trezorske zapise, su investitori dominantno sa sjedištem u Bosni i Hercegovini. Investitori su, prije svega, domaće banke, zatim osiguravajuća društva, fondovi i ostali. Potrebno je imati u vidu da limiti banaka u smislu njihove izloženosti prema javnom sektoru mogu predstavljati potencijalno ograničenje finansiranja, uzevši u obzir projektovani budžetski deficit u periodu 2023-2025. godine i ukupne potrebe za zaduživanjem u periodu 2022-2025. 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 vrijednost svakako predstavlja jedan od preduslova za privlačenje investitora. Pored pomenutih hartija od vrijednosti, Republika Srpska ima mogućnost korištenja kredita domaćih banaka kao instrumenta finansiranja, ukoliko se ocijeni da su u određenom momentu krediti povoljniji instrument u odnosu na obveznice.

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 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 okolnosti²⁹ moguća je korekcija plana zaduživanja tokom fiskalne godine.

²⁸ IFAD, Izvozno-uvozna banka Mađarske

²⁹ Nepredviđene okolnosti poput pandemije COVID-19, sukoba Rusija - Ukrajina, energetske krize, inflacije, itd.

Srednjoročna strategija upravljanja dugom

Glavni cilj zaduživanja i upravljanja dugom Republike Srpske je obezbjeđenje finansijskih sredstava potrebnih za izvršenje budžeta Republike Srpske, finansiranje odobrenih investicionih projekata, te refinansiranje posmatranog duga, uz najniže troškove finansiranja i prihvatljiv nivo rizika.

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, u uslovima nepredvidivih globalnih šokova, doprinijelo smanjenju troškova zaduživanja u srednjem i dugom roku;
- 2) obezbijediti portfolio duga u skladu sa ranije identifikovanim indikatorima strukture duga - profil dospelja 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 veličinama;
- 3) nastaviti sprovoditi transparentan i predvidiv proces zaduživanja.

U narednom srednjoročnom periodu (2022-2025), prethodno pomenuti ciljevi će biti ostvareni kroz strategiju *diverzifikacije izvora finansiranja, instrumenata i baze investitora.*

Ova strategija se bazira na finansiranju budžetske potrošnje putem emisije srednjoročnih hartija od vrijednosti, sa „bullet“ i amortizacionom otplatom, najvećim dijelom na međunarodnom finansijskom tržištu i u manjoj mjeri na domaćem finansijskom tržištu. Za finansiranje investicionih projekata koriste se vanjski izvori finansiranja, kao rezultat maksimalnog iskorištavanja pristupa koncesionim izvorima (WB, EIB, EBRD, KfW itd.), što doprinosi smanjenju rizika refinansiranja i minimalno mogućeg troška. Prosječno učešće finansiranja iz domaćih izvora je smanjeno u korist finansiranja iz vanjskih 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 kratkoročnih³⁰ i srednjoročnih instrumenata, 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 2022-2025. godine, te procijenjeno učešće istih u portfoliju duga na kraju 2025. godine.

³⁰ Kratkoročni instrumenti će se uglavnom koristiti za privremeno finansiranje deficita proizašlog iz gotovinskog toka.

Tabela 9: Instrumenti finansiranja portfolija duga, učešće istih u bruto finansiranju za period 2022-2025. godine, te procijenjeno učešće istih u portfoliju duga na kraju 2025. godine

Naziv instrumenta	Rok otplate	Grejs period	% portfolija na kraju 2021. godine	% bruto potreba za finansiranjem				% portfolija na kraju 2025. godine	
				prosjeak tokom perioda	2022	2023	2024		2025
Vanjski var. USD (koncesioni)	18	4	1,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,2
Vanjski var. EUR (koncesioni)	15	3	12,1	11,3	18,1	11,6	7,9	5,4	13,7
Vanjski fiksni USD (koncesioni)	20	5	16,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	8,3
Vanjski fiksni EUR (koncesioni)	20	5	22,5	17,7	34,0	11,1	3,5	27,4	24,3
IMF var. USD (koncesioni)	5	3	6,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,5
Evroobveznice 5 g. fiksne EUR (tržišni)	5	4	16,4	34,1	0,0	54,4	63,4	0,0	27,4
Domaći krediti varijabilni (tržišni)	6	1	0,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Domaći krediti fiksni (tržišni)	10	1	0,9	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Trezorski zapisi fiksni (tržišni)	1	0	0,0	4,1	10,7	2,1	3,7	0,0	0,0
Domaće obveznice 3 g. fiksne (tržišni)	3	2	2,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,4
Domaće obveznice 5 g. fiksne (tržišni)	5	4	8,6	16,1	24,1	9,8	13,7	22,5	9,2
Domaće obveznice 7 g. fiksne (tržišni)	7	6	5,2	13,6	10,8	6,3	5,4	44,7	9,9
Domaće obveznice 10 g. fiksne (tržišni)	10	9	7,9	2,9	2,3	4,9	2,4	0,0	6,1
Vanjski izvori			74,2	63,2	52,1	77,0	74,9	32,7	74,4
Domaći izvori			25,8	36,8	47,9	23,0	25,1	67,3	25,6

Izvor: MF RS

Standardni indikatori troškova i rizika, procijenjene vrijednosti za period od 2022-2025. godine prikazani su narednom tabelom.

Tabela 10: Indikatori troškova i rizika strategije u periodu 2022 - 2025. godine

	Polazni		Strategija		
	2021	2022	2023	2024	2025
Nominalni iznos duga u odnosu na BDP (%)	44,6	42,9	43,2	41,3	39,2
Sadašnja vrijednost duga u odnosu na BDP (%)	39,8	38,7	39,7	38,4	36,8
Trošak zaduživanja					
Iznos kamate u odnosu na BDP (%)	1,0	0,9	1,1	1,6	1,8
Prosječna ponderisana kamatna stopa, u % (WAIR) ³¹	2,3	2,3	2,9	4,0	4,6
Rizik refinansiranja					
Dug koji dospijeva u roku od godinu dana (% od ukupnog duga)	8,0	16,1	9,3	9,2	15,4
Dug koji dospijeva u roku od godinu dana (% BDP-a)	3,5	6,9	4,0	3,8	6,1
Prosječno vrijeme do dospijeća vanjskog duga, u god. (ATM)	6,8	7,1	6,9	6,3	5,7
Prosječno vrijeme do dospijeća unutrašnjeg duga, u god. (ATM)	3,5	5,0	4,6	4,1	3,7
Prosječno vrijeme do dospijeća ukupnog duga, u god. (ATM)	6,0	6,5	6,2	5,7	5,2
Rizik kamatne stope					
Prosječno vrijeme do refiksiranja, u godinama (ATR)	4,7	5,4	5,1	4,7	4,2
Dug koji se refiksira u roku od godinu dana (% od ukupnog)	26,1	25,7	21,6	21,6	28,6

³¹ Vrijednosti prosječne ponderisane kamatne stope za period 2022-2025. godine izračunate su stavljanjem u odnos iznosa kamate za datu godinu i stanja duga za prethodnu godinu. Način izračunavanja ovog indikatora za 2021. godinu vidjeti u fusnoti broj 21.

Tabela 10: Indikatori troškova i rizika strategije u periodu 2022 - 2025. godine

	Polazni		Strategija		
	2021	2022	2023	2024	2025
Dug sa fiksnom kamatnom stopom (% od ukupnog)	80,4	83,5	83,4	84,9	85,6
Valutni rizik					
Vanjski dug (% od ukupnog)	74,2	71,4	71,7	72,5	74,4
Vanjski dug isključujući dug u EUR (% od ukupnog)	23,2	20,8	16,7	12,2	9,0
Kratkoročni vanjski dug ³² (u % deviznih rezervi)	3,9	12,4	7,0	5,8	15,4

Izvor: MF RS

Na kraju posmatranog četvorogodišnjeg perioda, u odnosu na stanje na kraju 2021. godine, biće pogoršani indikatori troškova zaduživanja (iznos kamate u odnosu na BDP i prosječna ponderisana kamatna stopa), indikatori rizika refinansiranja (učešće duga koji dopijeva u roku od godinu dana u BDP-u i u ukupnom dugu, prosječno vrijeme do dospelja vanjskog i ukupnog duga), rizika kamatne stope (prosječno vrijeme do refiksiranja i učešće duga koji se refiksira u roku od godine dana u ukupnom dugu) i valutnog rizika (učešće vanjskog duga u ukupnom, učešće kratkoročnog vanjskog duga u deviznim rezervama), a što je rezultat promjene strukture izvora finansiranja, te projektovanog budžetskog deficita i potreba za zaduživanjem za period 2022-2025. godine. Takođe, treba imati u vidu i aktuelnu situaciju tj. poremećaje na međunarodnom finansijskom tržištu u vidu rasta kamatnih stopa i deviznih kurseva. S druge strane, na kraju posmatranog četvorogodišnjeg perioda smanjiće se nominalni iznos duga u odnosu na BDP, te će se poboljšati indikator rizika refinansiranja u vidu prosječnog vremena do dospelja unutrašnjeg duga i indikator rizika kamatne stope u vidu učešće duga sa fiksnom kamatnom stopom u ukupnom dugu, a kao posljedica korištenja pretežno fiksnih instrumenata za finansiranje potreba, te indikator valutnog rizika u vidu učešća vanjskog duga isključujući dug u EUR u ukupnom dugu).

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.

Tabela 11: Indikatori troškova i rizika ostvareni u periodu 2017- 2021. godine, te procijenjene vrijednosti indikatora za period 2022 - 2025. godine prema različitim scenarijima o kretanju deviznog kursa i kamatnih stopa

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Nominalni iznos duga u odnosu na BDP (%)									
Osnovni scenarij	45,4	43,7	43,0	46,9	44,6	42,9	43,2	41,3	39,2
Scenarij 1 ³³	-	-	-	-	-	42,9	45,7	43,7	41,7
Scenarij 2 ³⁴	-	-	-	-	-	42,9	43,2	41,9	40,2

³² Vidjeti fusnotu 23.

³³ Deprecijacija kursa KM/USD od trideset procentnih poena u 2023. godini.

³⁴ Kamatne stope u 2023. godini su veće za četiri procentna poena na srednjoročne domaće i dugoročne vanjske instrumente i za dva procentna poena na kratkoročne domaće instrumente.

Tabela 11: Indikatori troškova i rizika ostvareni u periodu 2017- 2021. godine, te procijenjene vrijednosti indikatora za period 2022 - 2025. godine prema različitim scenarijima o kretanju deviznog kursa i kamatnih stopa

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Scenarij 3 ³⁵	-	-	-	-	-	42,9	44,9	43,2	41,3
Iznos kamate u odnosu na BDP (%)									
Osnovni scenarij	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	0,9	1,1	1,6	1,8
Scenarij 1	-	-	-	-	-	0,9	1,2	1,7	1,9
Scenarij 2	-	-	-	-	-	0,9	1,1	2,2	2,2
Scenarij 3	-	-	-	-	-	0,9	1,2	2,0	2,1
Iznos kamate u odnosu na prihode (%)									
Osnovni scenarij	3,9	3,8	3,8	3,9	3,8	3,5	4,2	6,1	6,8
Scenarij 1	-	-	-	-	-	3,5	4,4	6,4	7,2
Scenarij 2	-	-	-	-	-	3,5	4,2	8,4	8,1
Scenarij 3	-	-	-	-	-	3,5	4,4	7,5	7,7

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 (scenarij 1 - deprecijacija kursa KM/USD od trideset procentnih poena u 2023. godini), dok najveće pogoršanje vrijednosti iznosa kamate u odnosu na BDP i prihode nastaje po osnovu ekstremnog šoka na vrijednosti kamatnih stopa (scenarij 2 - kamatne stope u 2023. godini su veće za četiri procentna poena na srednjoročne domaće i dugoročne vanjske instrumente i za dva procentna poena na kratkoročne domaće instrumente).

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 redosljedju prioriteta) na refinansiranje duga, obezbjeđenje sredstava za finansiranje izvršenja budžeta, usklađenost sa odredbama Zakona o fiskalnoj odgovornosti i ostvarenje identifikovanih indikatora duga;
- 3) prilikom planiranja zaduživanja akcenat će biti na razvoju i proširenju dugoročnih mogućnosti zaduživanja na finansijskom tržištu;
- 4) biće osigurani najpovoljniji uslovi zaduživanja, imajući u vidu). izradu i po potrebi 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.

³⁵ Deprecijacija kursa KM/USD od dvadeset procentnih poena u 2023. godini, u kombinaciji sa šokom kamatnih stopa u 2023. godini u iznosu od dva procentna poena na srednjoročne domaće i dugoročne vanjske instrumente i jednog procentnog poena na kratkoročne domaće instrumente.

Kako bi se implementirala strategija utvrđene su aktivnosti Ministarstva finansija Republike Srpske, koje će realizovati kroz:

- 1) razvoj i održavanje saradnje sa partnerima i investitorima na domaćem i inostranom tržištu;
- 2) izrada i po potrebi 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, uz osiguranje da su instrumenti i procedure efikasni i povoljni za primarno i sekundarno tržište, 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, u cilju aktivnog upravljanja strukturom portfolija i postizanja optimalnih vrijednosti indikatora duga;
- 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 sprovoditi 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 vanjskog duga denominovanog u drugoj valuti osim „EUR“,
- 4) ravnomjerna raspodjela obaveza 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, kao i situaciju na finansijskim tržištima, biće zadržani ranije identifikovani indikatori strukture duga i njihove vrijednosti, predstavljeni u tabeli 7, osim za prosječnu ponderisanu kamatnu stopu, čija vrijednost se mijenja na ≤ 5 , imajući u vidu aktuelna kretanja na međunarodnom finansijskom tržištu u pogledu kontinuiranog rasta kamatnih stopa i prognoza za dalji rast u narednom periodu.

Prilog 1. Ukupan dug i obuhvat strategije upravljanja dugom

		Uključeno/ Isključeno	% ukupnog duga	Iznosi sa 31.12.2021.		% BDP
				u mil. KM	u mil. USD ³⁶	
1	Ukupan dug (1.1.+1.2.+2.a.)		100,0%	6.162,5	3.571,2 \$	49,3%
1.1.	Vanjski dug		67,6%	4.167,7	2.415,2 \$	33,3%
1.1.1.	Republike Srpske		48,2%	2.968,8	1.720,4 \$	23,7%
1.1.1.1.	Relevantan vanjski dug	✓ ³⁷	33,2%	2.044,4	1.184,7 \$	16,4%
1.1.1.2.	Relevantan vanjski dug-PK Njemačka	X ³⁸	0,1%	9,1	5,3 \$	0,1%
1.1.1.3.	Direktan vanjski dug	✓	14,9%	915,3	530,4 \$	7,3%
1.1.2.	Jedinica lokalne samouprave		2,0%	124,5	72,2 \$	1,0%
1.1.2.1.	Relevantan vanjski dug	✓✓ ³⁹	1,6%	100,7	58,4 \$	0,8%
1.1.2.2.	Direktan vanjski dug	XX ⁴⁰	0,4%	23,8	13,8 \$	0,2%
1.1.3.	Javnih preduzeća i IRB-a		17,4%	1.074,4	622,6 \$	8,6%
1.1.3.1.	Relevantan vanjski dug	✓✓	16,9%	1.042,9	604,3 \$	8,3%
1.1.3.3.	Direktan vanjski dug	✓✓	0,5%	31,5	18,3 \$	0,3%
1.2.	Unutrašnji dug		32,3%	1.993,4	1.155,2 \$	15,9%
1.2.1.	Republike Srpske		23,3%	1.432,8	830,3 \$	11,5%
1.2.1.1.	verifikovani unutrašnji dug		4,0%	248,8	144,2 \$	2,0%
1.2.1.1.1.	Emitovane obveznice za izmirenje obaveza definisanih ZoUD RS (SDŠ, RŠ, OO)	✓	3,1%	194,1	112,5 \$	1,6%
1.2.1.1.2.	Planirane emisije obveznica za izmirenje verifikovanih obaveza definisanih ZoUD RS (RŠ)	✓	0,2%	15,2	8,8 \$	0,1%
1.2.1.1.3.	Gotovinske isplate (OO, RŠ, SDŠ, refundacije poreza)	✓	0,6%	39,5	22,9 \$	0,3%
1.2.1.2.	Srednjoročne obveznice	✓	16,2%	999,5	579,2 \$	8,0%
1.2.1.3.	Trezorski zapisi	✓	0,0%	0,0	0,0 \$	0,0%
1.2.1.4.	Dugoročni zajmovi kod komercijalnih banaka	✓	3,0%	184,5	106,9 \$	1,5%
1.2.2.	Jedinica lokalne samouprave	XX	5,9%	365,8	212,0 \$	2,9%
1.2.3.	Fondova socijalne sigurnosti		3,2%	194,8	112,9 \$	1,6%
1.2.3.1.	Direktno zaduženje	XX	3,1%	193,5	112,1 \$	1,5%
1.2.3.2.	Indirektno zaduženje	✓	0,0%	1,3	0,7 \$	0,0%
2	Garancije (a+b+c)			784,6	454,7 \$	6,3%
a	Aktivirane garancije RS	✓✓✓ ⁴¹	0,0%	1,4	0,8 \$	0,0%
b	Neaktivirane garancije RS obuhvaćene ukupnim dugom ⁴²	XX	3,0%	185,0	107,2 \$	1,5%
c	Neaktivirane garancije RS	XXX ⁴³	-	598,2	346,6 \$	4,8%
3	Ukupan dug uključen u Strategiju		90,4%	5.570,3	3.228,0 \$	44,6%
4	Ukupan dug isključen iz Strategije⁴⁴		9,6%	592,2	343,2 \$	4,7%

Izvor: MF RS

³⁶ Vrijednosti izražene u USD zasnovane su na kursu USD/KM = 1,725631, prema kursnoj listi CB BiH broj 259 od 31.12.2021. godine.

³⁷ Direktna obaveza sa jasnom obavezom otplate.

³⁸ Direktna obaveza ali nije utvrđen način otplate.

³⁹ Indirektna obaveza sa jasnom obavezom otplate.

⁴⁰ Nije direktna niti indirektna obaveza.

⁴¹ Izdate garancije koje su aktivirane i konvertovane u dug Republike Srpske.

⁴² Garancije RS izdate za direktna zaduženja jedinica lokalne samouprave i fondova socijalne sigurnosti koje nisu aktivirane.

⁴³ Garancije RS izdate za direktna zaduženja javnih preduzeća i javnog sektora koje nisu aktivirane.

⁴⁴ Dug 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 dio duga prema Pariškom klubu kreditora - Njemačka, za koji nisu utvrđeni uslovi otplate.

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 najvjerovatnijim tržišnim uslovima. Narednom tabelom prikazane su projekcije kamatnih stopa instrumenata i deviznog kursa u periodu 2022-2025. godine, koje su korištene u osnovnom scenariju.

Tabela: Projekcija kamatnih stopa instrumenata finansiranja i deviznog kursa u periodu 2022-2025. godine

	2022	2023	2024	2025
Stilizovani instrumenti				
Vanjski var. USD (koncesioni)	4,39%	6,68%	6,75%	6,82%
Vanjski var. EUR (koncesioni)	1,98%	3,83%	4,04%	4,24%
Vanjski fiksni USD (koncesioni)	3,03%	5,32%	5,39%	5,46%
Vanjski fiksni EUR (koncesioni)	2,84%	4,69%	4,90%	5,10%
IMF var. USD (koncesioni)	3,67%	3,74%	3,81%	3,88%
Evroobveznice 5 g. fiksne EUR (tržišni)	8,93%	9,49%	10,06%	10,62%
Trezorski zapisi fiksni (tržišni)	2,65%	2,03%	1,90%	1,99%
Domaće obveznice 5 g. fiksne (tržišni)	6,50%	6,41%	6,47%	6,56%
Domaće obveznice 7 g. fiksne (tržišni)	7,00%	6,96%	7,01%	7,09%
Domaće obveznice 10 g. fiksne (tržišni)	7,50%	7,48%	7,52%	7,58%
Kurs				
BAM/USD	1,86	1,94	1,94	1,94

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 2023. 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 2023. godini su veće za četiri procentna poena na srednjoročne domaće i dugoročne vanjske instrumente i za dva procentna poena na kratkoročne domaće instrumente;
- **Kombinovani šok:** deprecijacija kursa KM/USD od dvadeset procentnih poena u 2023. godini, u odnosu na polaznu pretpostavku, u kombinaciji sa šokom kamatnih stopa u 2023. godini, u odnosu na polazne pretpostavke o njihovom kretanju, u iznosu od dva procentna poena na srednjoročne domaće i dugoročne vanjske instrumente i jednog procentnog poena na kratkoročne domaće instrumente.

B) STRATEGIJA UPRAVLJANJA DUGOM FEDERACIJE BiH

1. CILJEVI I OBUHVAT STRATEGIJE UPRAVLJANJA DUGOM

1.1. 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.

1.2. Obuhvat Strategije

Strategija obuhvata portfolio duga na dan 31.12.2022. godine kojim upravlja Vlada Federacije BiH i koji je prikazan u narednoj tabeli.

Tabela 1. Portfolio duga na dan 31.12.2022. godine, obuhvaćen Strategijom

Vrsta duga	Uključen (v)/ Isključen (x)	Iznos (mil.KM)
<i>Vanjski dug FBiH, od čega:</i>		5.410,49
– Relevantni vanjski dug FBiH	✓	5.352,96
– Direktni vanjski dug FBiH	✓	57,53
<i>Unutrašnji dug FBiH, od čega:</i>		682,63
– Trezorski zapisi FBiH	✓	50,00
– Trezorske obveznice FBiH	✓	590,00
– Obveznice stare devizne štednje (SDŠ)	✓	0,00
– Obveznice za ratna potraživanja (RT)	✓	38,69
- Verificirani dug	x	3,94
UKUPAN dug obuhvaćen strategijom		6.089,18

2. Portfolio duga Vlade Federacije BiH

Portfolio duga koji je obuhvaćen Strategijom i za koji je odgovorna i kojim upravlja Vlada Federacije BiH na dan 31.12.2022. godine iznosi 6.089,18 mil.KM⁴⁵ (3.320,70 mil. USD ili 20,74% BDP-a⁴⁶ Federacije BiH), a sastoji se od vanjskog duga u iznosu od 5.410,49 mil.KM (2.950,58 mil. USD ili 88,85% ukupnog duga) i unutrašnjeg duga u iznosu od 678,69 mil.KM (370,12 mil. USD ili 11,15% ukupnog duga).

⁴⁵ Kursna lista CBBH broj 259 od 31.12.2022. godine

⁴⁶ Iznos BDP-a Federacije u 2022. godini iznosi 29.354 mil. KM, Mjesečni statistički pregled Federacije br. 7/23

Tabela 2. Ukupan dug obuhvaćen Strategijom na dan 31.12.2022. godine

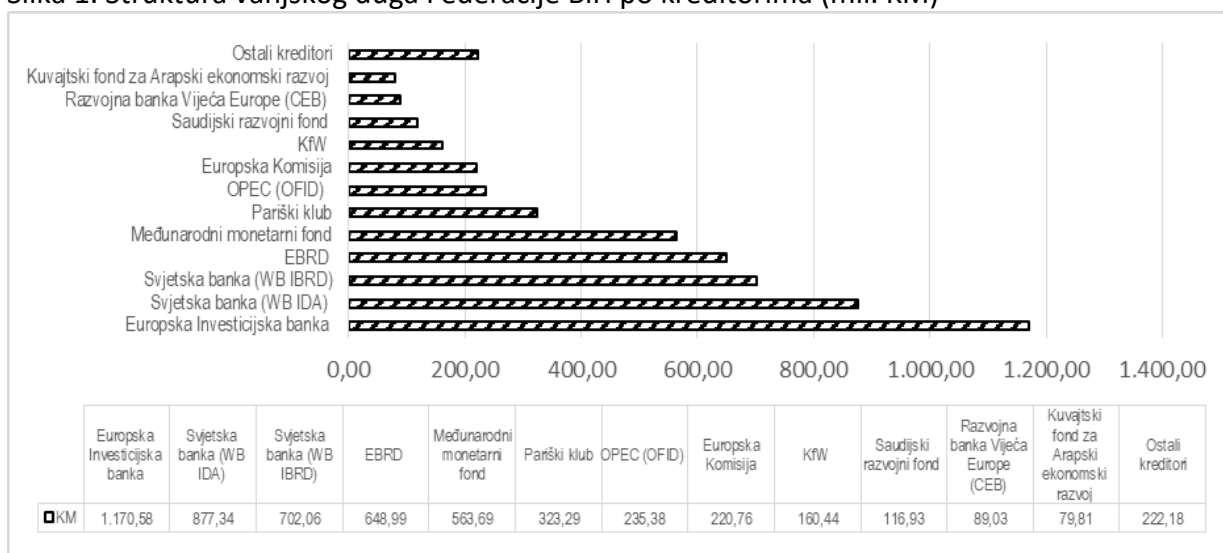
Opis	Vanjski dug	Unutrašnji dug	Ukupni dug
Iznos (u mil. KM)	5.410,49	678,69	6.089,18
Iznos (u mil. USD)	2.950,58	370,12	3.320,70
Nominalni dug kao % BDP-a FBiH	18,43%	2,31%	20,74%

2.1. Struktura vanjskog duga Federacije BiH na dan 31.12.2022. godine

2.1.1. 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.

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

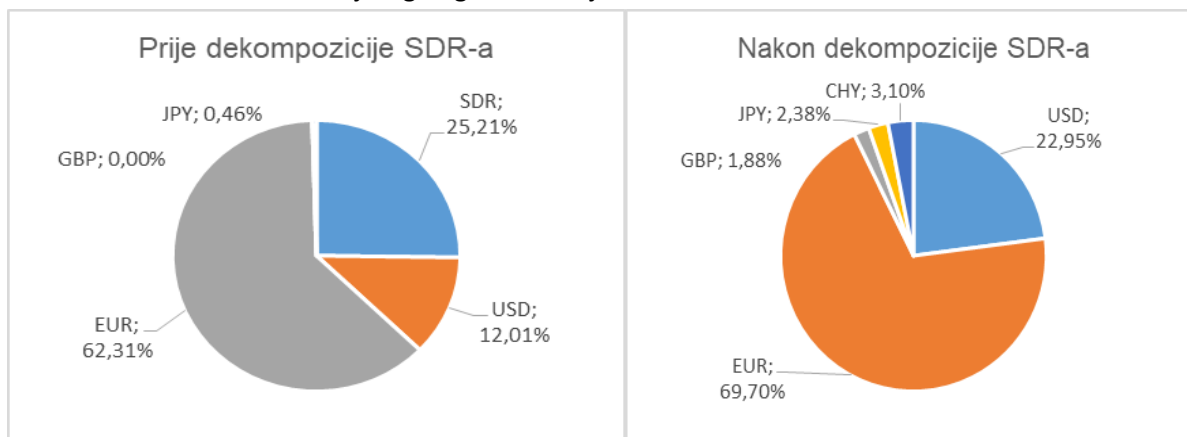


2.1.2. Valutna struktura vanjskog duga Federacije BiH

Valutna struktura vanjskog duga Federacije BiH definirana je dostupnim izvorima finansiranja. Najzastupljenija valuta u portfoliju duga Federacije BiH je euro (EUR), zatim slijede Specijalna Prava Vučenja (SDR)⁴⁷ i američki dolar (USD).

⁴⁷ SDR – međunarodna obračunska valuta sastavljena od sljedećih valuta: Kineski Juan (CNY) 1,0993, Euro (EUR) 0,37379, Američki dolar (USD) 0,57813, Britanska Funta (GBP) 0,08087 i Japanski Yen (JPY), 13,452.

Slika 2. Valutna struktura vanjskog duga Federacije BiH

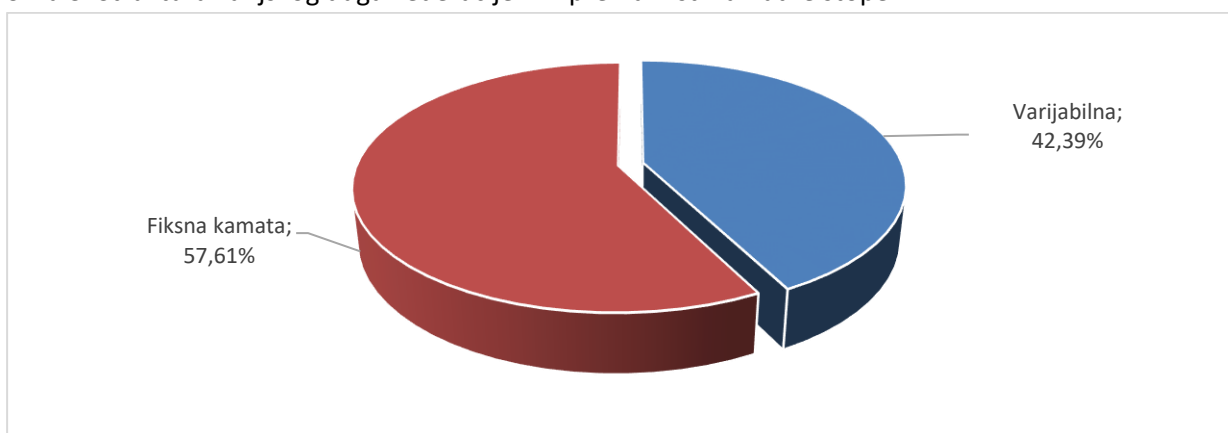


Dekompozicijom SDR-a, učešće EUR valute raste na 69,70%, a USD na 22,95% ukupnog vanjskog duga.

2.1.3. Kamatna struktura vanjskog duga Federacije BiH

Sa fiksnom kamatnom stopom ugovoreno je 3.116,79 mil.KM ili 57,61%, a sa promjenjivom kamatnom stopom 2.293,70 mil.KM ili 42,39% ukupnog vanjskog duga.

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



2.2. Struktura unutrašnjeg duga Federacije BiH na dan 31.12.2022. godine

Unutrašnji dug koji je uključen u Strategiju sastoji se od duga koji je nastao u skladu sa zakonom⁴⁸ 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.

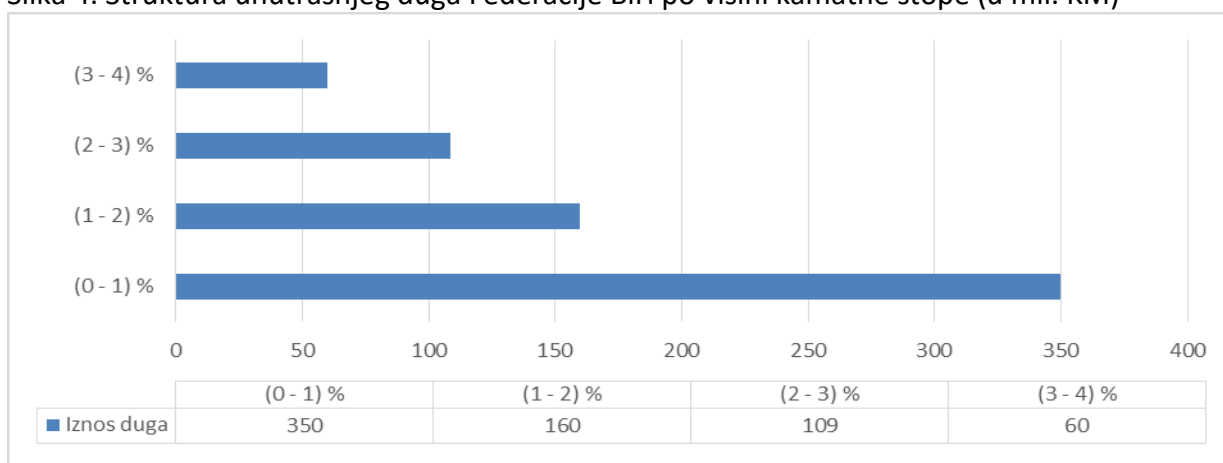
⁴⁸ Zakon o utvrđivanju i načinu izmirenja unutrašnjih obaveza Federacije Bosne i Hercegovine ("Službene novine Federacije BiH", br. 66/04, 49/05, 35/06, 31/08, 32/09, 65/09 i 42/11); Zakon o izmirenju obaveza na osnovu računa stare devizne štednje u Federaciji Bosne i Hercegovine ("Službene novine Federacije BiH", br. 62/09, 42/11, 91/13 i 101/16)

Tabela 3. Unutrašnji dug Federacije BiH uključen u Strategiju

Vrsta duga	Uključen (√)/ Isključen (x)	Iznos (mil.KM)
Unutrašnji dug FBiH, od čega:		678,69
- Trezorski zapisi FBiH	√	50,00
- Trezorske obveznice FBiH	√	590,00
- Obveznice za ratna potraživanja (RT)	√	38,69

2.2.1. Kamatna struktura unutrašnjeg duga Federacije BiH

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



3. RIZICI PORTFOLIJA DUGA FEDERACIJE BiH

3.1. Karakteristike troškova i rizika portfolija duga Federacije BiH

Prosječna ponderisana kamatna stopa ukupnog portfolija duga Federacije BiH relativno je niska i iznosi 1,8%, što je rezultat odnosa obveznica emitovanih za izmirenje obaveza po osnovu ratnih potraživanja koje imaju zakonom određenu kamatnu stopu 2,5% (38,69 mil. KM) i tržišnih kratkoročnih i dugoročnih vrijednosnih papira u obliku obveznica (590,0 mil. KM). Prosječna ponderisana kamatna stopa za vanjski dug također iznosi 1,8%.

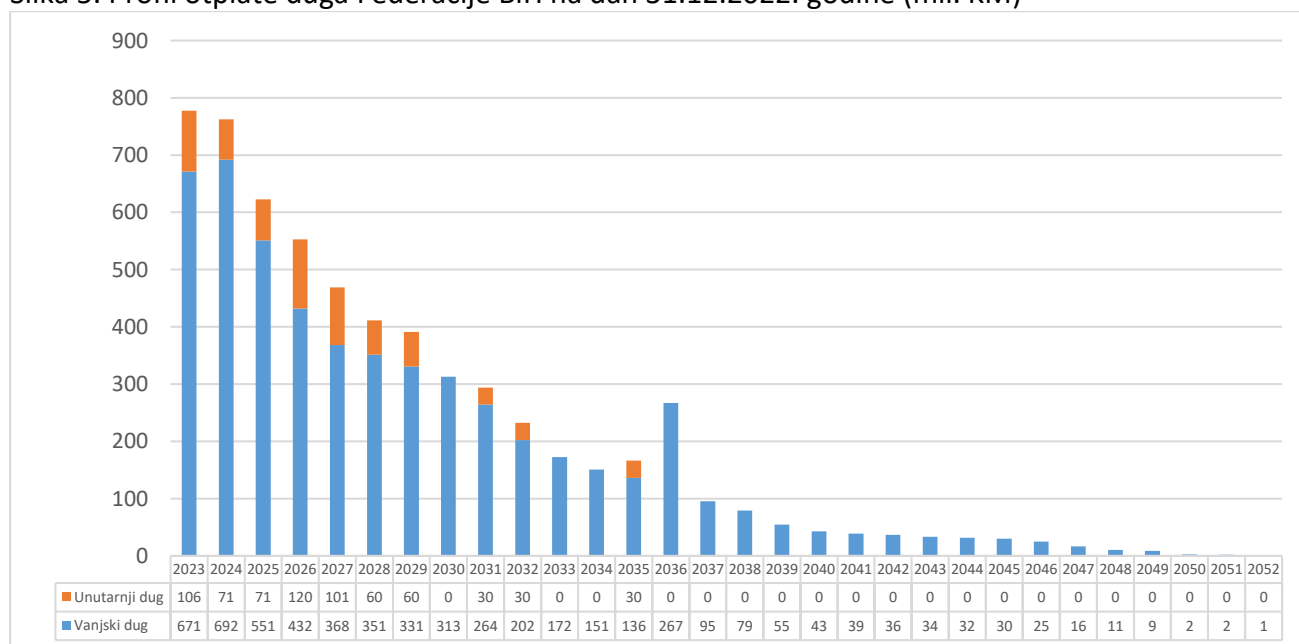
Tabela 5. Uporedni prikaz indikatora rizika portfolija duga Federacije BiH na dan 31.12.2022. godine u odnosu na indikatore na kraju 2021. godine

Indikatori rizika		Vanjski dug		Unutrašnji dug		Ukupni dug	
		2021.	2022.	2021.	2022.	2021.	2022.
Iznos duga (milioni KM)		5.406,6	5.410,5	754,3	678,7	6.160,9	6.089,2
Iznos duga (milioni USD)		3.133,1	2.950,6	437,1	370,1	3.570,2	3.320,7
Nominalni dug u % BDP		23,6	13,7	3,3	1,7	26,8	15,4
Sadašnja vrijednost duga u % BDP		19,1	11,4	3,3	1,7	22,7	13,2
Troškovi duga	Kamata kao % BDP	0,3	0,3	0,04	0	0,4	0,3
	Prosječna ponderisana kamata (%)	1,2	1,8	1,2	1,3	1,2	1,8
Rizik refinansiranja	Prosječno vrijeme dospijea (godine)	6,6	6,4	3,6	4,2	6,2	6,2
	Dospijea duga u sljedećoj godini (% ukupnog)	8,2	12,4	33,9	15,6	11,5	12,8
	Dospijea duga u sljedećoj godini (% BDP)	1,9	1,8	1,1	0,3	3,3	2,0
Kamatni rizik	Prosječno vrijeme refiksiranja (godine)	4,2	4,2	3,6	4,2	4,1	4,2
	Dug koji se refiksira u sljedećoj godini (% ukupnog)	47,5	48,8	33,9	15,6	45,8	45,2
	Dug sa fiksnom kamatnom stopom (% ukupnog)	57,1	57,6	100	100	62,5	62,2
Valutni rizik	Devizni dug (% ukupnog duga)					87,8	88,9
	Kratkoročni devizni dug (% rezervi)					3,0	4,1

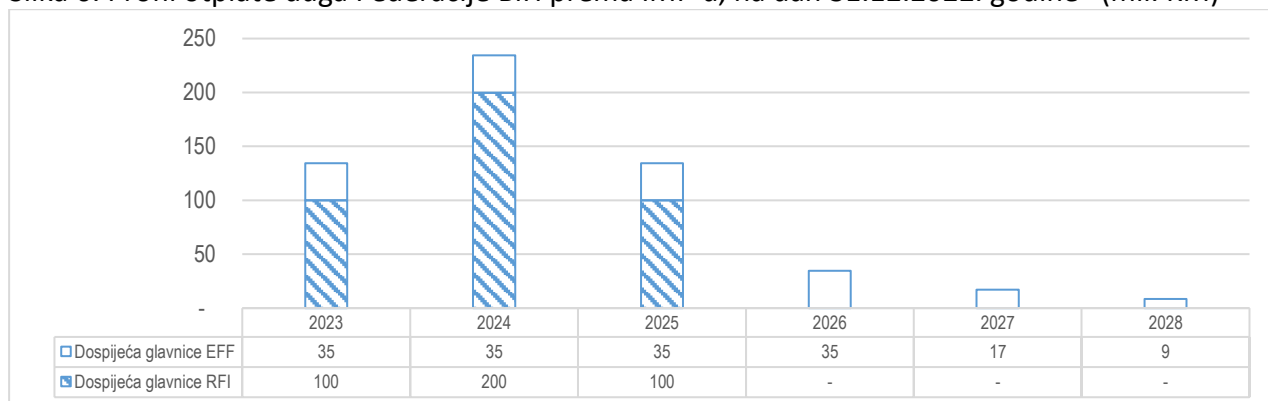
3.2. Rizik refinansiranja

Rizik refinansiranja je značajan i za unutrašnji i za vanjski dug i koncentriran je na kratki i srednji rok. Prosječno vrijeme dospijea (ATM) za unutrašnji dug iznosi 4,2 godina, a za vanjski dug 6,4 godine. Prosječno vrijeme dospijea ukupnog duga iznosi 6,2 godina. Prosječno vrijeme dospijea unutrašnjeg duga se polako produžava zbog uspješnih emisija tržišnih obveznica na deset i petnaest godina kako bi se kompenziralo dospijea obveznica emitovanih za izmirenje ratnih potraživanja.

Slika 5. Profil otplate duga Federacije BiH na dan 31.12.2022. godine (mil. KM)



Slika 6. Profil otplate duga Federacije BiH prema IMF-u, na dan 31.12.2022. godine (mil. KM)



3.3. Kamatni rizik

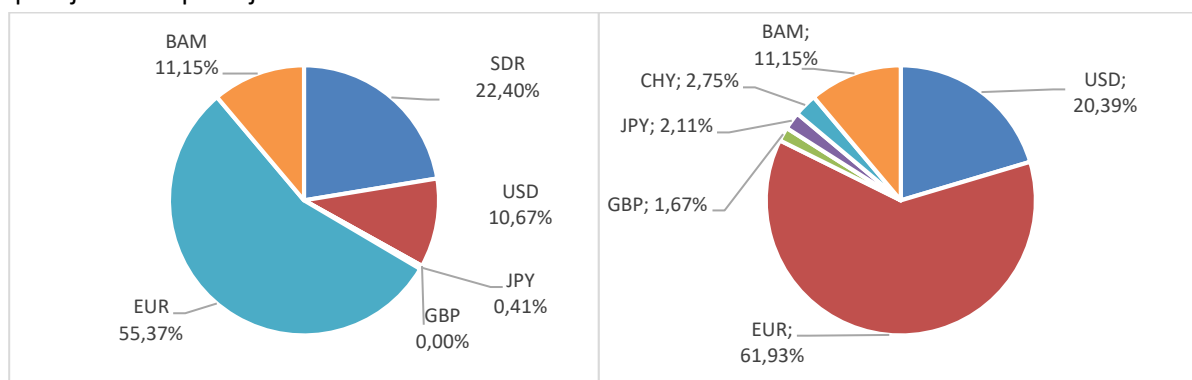
Učešće portfolija duga koji se refiksira unutar jedne godine iznosi 45,2% i rezultat je činjenice da je oko 38% vanjskog duga ugovoreno sa varijabilnom kamatnom stopom, kao i zbog kraćih rokova dospijeća tržišnih vrijednosnih papira emitovanih na domaćem tržištu.

Prosječno vrijeme refiksiranja portfolija duga Federacije BiH iznosi 4,2 godine te je u ovom slučaju izjednačeno vrijeme refiksiranja za vanjski i unutrašnji dug.

3.4. Valutni rizik portfolija duga Federacije BiH

Najzastupljenije valute u portfoliju duga Federacije BiH su EUR (55,37%), SDR (22,40%), USD (10,67%) i KM (11,15%). Dekompozicijom SDR-a, učešće EUR valute raste na 61,93% ukupnog duga, a učešće USD na 20,39% (Slika 7.).

Slika 7. Valutna struktura ukupnog duga Federacije BiH prema stanju na dan 31.12.2022. 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 – 62,31%, SDR – 25,21% i USD – 12,01%), u kojoj, nakon dekompozicije SDR-a, učešće EUR valute u ukupnom vanjskom dugu iznosi 69,70%.

4. MAKROEKONOMSKI OKVIR

U 2022. godine došlo je do globalnog usporavanja rasta s očekivanjem da se tek pred kraj 2023. godine oporavi privredna aktivnost na globalnom nivou. Unatoč nepovoljnim globalnim kretanjima, ekonomije zemalja Zapadnog Balkana pokazale su se otpornim. Ostvareni rast vođen je potražnjom, domaćom potrošnjom te u nekim zemljama investicijama.

Pregled rasta BDP-a u zemljama Zapadnog Balkana

Projekcije	2022	2023	2024	2025
Albanija	4,8	2,8	3,3	3,3
BiH	4,0	2,5	3,0	3,5
Kosovo	3,5	3,7	4,4	4,2
Crna Gora	6,1	3,4	3,1	2,9
Sjeverna Makedonija	2,1	2,4	2,7	2,9
Srbija	2,3	2,3	3,0	3,8
Zapadni Balkan	3,2	2,6	3,1	3,5

Izvor: Svjetska banka, Redovni ekonomski izvještaj, Br. 23, proljeće 2023

Prema indeksu potrošačkih cijena inflacija je na nivou regije iznosila 11,8% u 2022. godini što predstavlja najviši nivo u proteklih 20 godina. Vrhunac inflacije u većini zemalja je dosegnut pred kraj 2022. godine, a u tekućoj godini vidljivi su pokazatelji njenog stišavanja, mada je procijenjena vrijednost za 2023. godinu 7% što još uvijek relativno visoko. Srednjoročni izgledi za ekonomije Zapadnog Balkana su pozitivni, pod uslovom provođenja strukturnih reformi te ubrzanja procesa zelene tranzicije i ulaganja u oblast energetske efikasnosti u skladu sa Zelenom agendom za Zapadni Balkan.

Unatoč navedenom, rast u Bosni i Hercegovini pokazao se viši od očekivanog pa je prema prvim procjenama Agencije za statistiku⁴⁹, Bosna i Hercegovina je u 2022. godini ostvarila realni BDP prema rashodovnom pristupu u visini od 37,5 mlrd. KM, odnosno realni rast od 4%. Analiza komponenti BDP-a ukazuje na znatan rast domaće potrošnje na godišnjem nivou od 4,9%, dok rast bruto investicija iskazuje tendenciju usporavanja u odnosu na rast od prošle godine.

Prema projekcijama Svjetske banke⁵⁰ u Bosni i Hercegovini se u tekućoj godini očekuje niži rast privatne potrošnje i znatno usporavanje rasta u odnosu na višegodišnji prosjek sa stopom od 2,5%. Ovakva procjena, između ostalog rezultat je i očekivanog skromnog rasta izvoza zbog niskog rasta glavnih izvoznih tržišta Bosne i Hercegovine u EU. Projekcije su i za naredni srednjoročni period vrlo skromne te je Svjetska banka projicirala rast u BiH u 2024. godini 3%, a u 2025. 3,5%.

Projekcije rasta BDP-a koje je sačinilo Federalno ministarstvo finansija temelje se na projekcijama Direkcije za ekonomsko planiranje pri Vijeću ministara BiH iz marta 2023. godine i projekcijama međunarodnih institucija (MMF-a i Svjetske banke iz aprila, Evropske komisije iz februara 2023. godine)

49 BHAS: Bruto domaći proizvod-rashodni pristup-tromjesečni podaci (lančano povezane vrijednosti u cijenama 2015), od 30.3.2023.

⁵⁰ World Bank Group; Western Balkans Regular Economic Report, Testing Resilience No. 23, Spring 2023.

Tabela 6. Nominalni i realni BDP-a FBiH i stopa rasta za razdoblje 2022. – 2026. god.

Indikator	Procjena			Projekcije	
	2022.	2023.	2024.	2025.	2026.
Nominalni BDP u mil. KM	29.681	31.689	33.400	35.365	37.408
Nominalni rast u %	17,6%	6,8%	5,4%	5,9%	5,8%
Realni BDP u mil. KM	26.201	30.353	32.650	34.502	36.602
Realni rast u %	3,9%	2,3%	3,0%	3,3%	3,5%

Unatoč nepovoljnoj situaciji glavnih vanjskotrgovinskih partnera Federacija BiH je ostvarila realni rast BDP-a u 2022. godini od 3,9% što je više od projiciranog. Privatna potrošnja kao glavna značajka rasta privrede Federacije BiH bi mogla imati nešto manji značaj u odnosu na prethodne godine. Doprinos privatne potrošnje pod utjecajem je tereta inflacije te se projicira manji utjecaj na rast realnog BDP-a. No, cilj je tokom nastupajućeg perioda ograničiti rast javne potrošnje i preusmjeriti sredstava na investicijsku potrošnju, te bi se stoga i struktura rasta budućeg BDP-a mogla promijeniti. U tom slučaju investicije bi uz unapređenje poslovnog ambijenta mogle ostvariti značajan rast, te dati i veći doprinos očekivanom rastu BDP-a. U srednjoročnom razdoblju očekuje se da će javne investicije igrati značajniju ulogu u poticanju ekonomskog rasta. Izgradnja putne infrastrukture te energetske projekti u srednjoročnom vremenskom razdoblju znatno bi trebali povećati udio javnih investicija u strukturi BDP-a.

Na uslove finansiranja na vanjskom tržištu značajno utječe globalni kreditni rejting države prikazan u tabeli koji svrstava Bosnu i Hercegovinu u skupinu zemalja s visokim kreditnim rizikom iako je najnovija ocjena agencije Standard & Poor's povećala kreditni rejting (ranije bio B/pozitivni izgledi)

Tabela 5. Kreditni rejting BiH

	Moody's Investors Service	Standard & Poor's
Rejting	B3/stabilni izgledi	B+/stabilni izgledi
Datum	22.07.2022. godine	04.08.2023. godine
Aktivnost	Potvrđen rejting	Potvrđen rejting

Izvor: CBBH

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.

5. IZVORI FINANSIRANJA

5.1. Vanjski izvori finansiranja

Vanjska finansijska sredstva koja Federaciji BiH stoje na raspolaganju i planira ih angažovati u periodu 2023 – 2025. procjenjuju se na 1.748,62 mil.KM⁵¹ (953,60 mil. USD⁵²). 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 većina planiranih potreba moglo zadovoljiti finansiranjem iz ovih izvora.

⁵¹ Prema podacima jedinica za implementaciju projekata iz PJI F BiH 2023-2025

⁵² Preračun izvršen prema kursu USD : KM na dan 31.12.2022. godine (1USD=1,833705 KM)

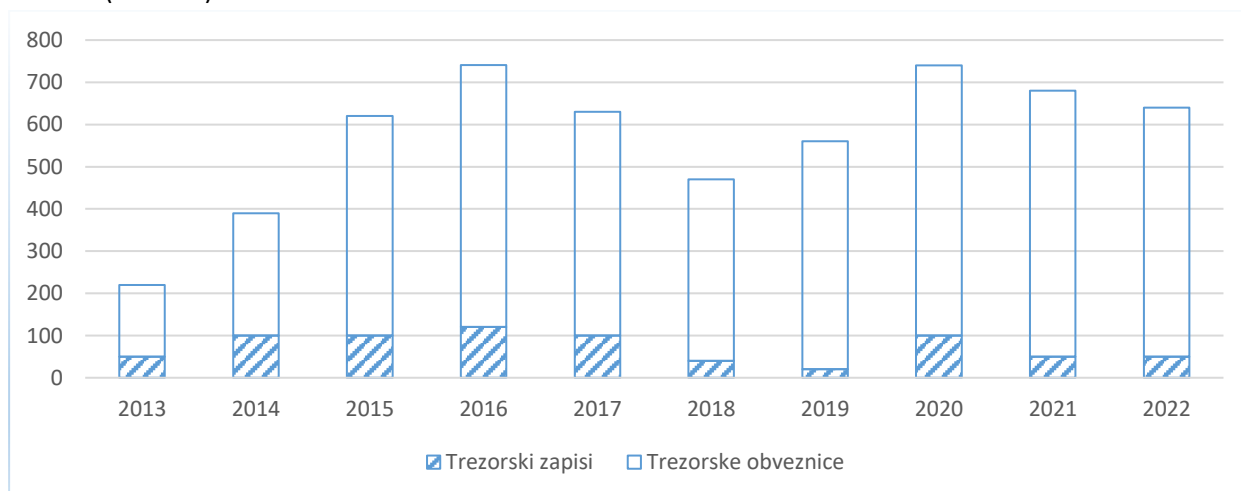
Tabela 8: Pregled ugovorenih i planiranih vanjskih izvora finansiranja u periodu 2023 – 2025. godina

Kreditor	Kamatna stopa	Grace	Rok otplate	Valuta	Finansiranje mil. USD	%	Rizici
		period					
IBRD	Fiksna ili varijabilna	5-10	18-30	EUR	67,89	7,12%	Rizik refiksiranja za varijabilnu
EIB	Fiksna ili varijabilna	4-5	25	EUR	500,72	52,51%	Rizik refiksiranja za varijabilnu
EBRD	Fiksna ili varijabilna	3-5	12-15	EUR	298,12	31,26%	Rizik refiksiranja za varijabilnu
Kuvajtski fond	Fiksna	5	25	KWD	26,98	2,83%	Valutni rizik
Saudijski fond	Fiksna	5	25	SAR	3,12	0,33%	Valutni rizik
OPEC fond	Fiksna	10	20	USD	15,85	1,66%	Valutni rizik
CEB	Fiksna ili varijabilna	5	10	EUR	18,96	1,99%	Rizik refiksiranja za varijabilnu
IFAD	Fiksna	10	30	SDR	4,2	0,44%	Rizik refinansiranja i valutni rizik
KfW	Fiksna ili varijabilna	2,5 - 10	12-20	EUR	15,99	1,68%	Rizik refinansiranja
Ostala sredstva	Fiksna ili varijabilna	3-5	10-15	EUR	1,77	0,19%	Rizik refinansiranja i refiksiranja za varijabilnu
UKUPNO					953.60	100,00%	

5.2. 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 dospjeća.

Slika 8. Kretanje unutrašnjeg duga Federacije BiH po osnovu tržišnih vrijednosnih papira u periodu 2013 – 2022. (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 Jedinostvenom 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 dospijeca vrijednosnih papira izdavanjem obveznica sa dospeljećem 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

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

6. PRETPOSTAVKE CIJENA I OPISI SCENARIJA ŠOKA

U ovom dijelu predstavljena su četiri moguće strategije finansiranja potreba Vlade Federacije BiH tako da je svaka od strategija testirana na iznenadne promjene u pogledu kamatnih stopa i deviznih kurseva u svrhu procijene troškova i rizika na navedene promjene. Pretpostavke visine kamatnih stopa i procijenjeno kretanje vrijednosti deviznih kurseva za vanjski dug u periodu 2023 – 2025. godina preuzeti su od Ministarstva finansija i trezora BiH.

6.1. Scenarij nepredviđenih događaja (šok scenarij)

Scenariji su testirani na utjecaj šokova, odvojeno kamatni i valutni šok te kombinovani kamatno-valutni šok na temelju postojećeg stanja duga.

Šok valutnog (deviznog) kursa podrazumijeva sljedeće:

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

Šok kamatnih stopa podrazumijeva sljedeće:

- manji šok: povećanje kamatnih stopa u drugoj godini za 2% na sve domaće i vanjske instrumente i na kratkoročne domaće instrumente povećanje za 1%. 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 šoka:

- 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;
- Kombinovani šok: 20% deprecijacije kursa KM/USD u kombinaciji sa šokom za 1% na kratkoročne domaće instrumente i 2% na sve dugoročne domaće i vanjske instrumente u drugoj godini.

Pretpostavke o budućim kretanjima promjenjivih kamatnih stopa na vanjski dug zasnovane su na postojećim krivuljama prinosa za Eurozonu i SAD iz polovine novembra 2022. godine uzimajući u obzir i prosječne vrijednosti u 2022. godini. Za projekcije varijabilnih kamatnih stopa, šestomjesečni LIBOR⁵³ i EURIBOR⁵⁴ korišteni su trenutni podaci o ovim kamatnim stopama uz pretpostavku da će razlika između vrijednosti šestomjesečnog EURIBOR (LIBOR) i prinosa na njemačke jednogodišnje obveznice (američke jednogodišnje obveznice) biti jednaka tokom perioda 2023-2025. godina.

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		
	2023	2024	2025
Koncesionalni USD Fiksni	5,23%	5,39%	5,46%
Koncesionalni EUR Fiksni	4,69%	4,90%	5,10%
Koncesionalni USD Varijabilni	5,18%	5,25%	5,32%
Koncesionalni EUR Varijabilni	2,58%	2,79%	2,99%
IMF RFI USD Varijabilni	2,74%	2,81%	2,88%
IMF EFF USD Varijabilni	2,74%	2,81%	2,88%
5Y Eurobond	9,49%	10,06%	10,62%
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

⁵³ London Interbank Offered Rate

⁵⁴ Euro Interbank Offered Rate

	2023	2024	2025
Koncesionalni USD Varijabilni	1,50%	1,50%	1,50%
Koncesionalni EUR Varijabilni	1,25%	1,25%	1,25%
IMF RFI USD Varijabilni	1,00%	1,00%	1,00%
IMF EFF USD Varijabilni	1,00%	1,00%	1,00%

Projekcije Evropske centralne banke iz novembra 2022. godine ukazuju na jačanje USD-a u odnosu na kraj 2021. godine za 7,9% u 2022. godini, 4,0% u 2023. godini u odnosu na 2022. godinu i zadržavanje na istom nivou u 2024. godini.

Slične procjene je objavio i MMF-a (World Economic Outlook iz oktobra 2022. godine) prema kojem je vrijednost USD-a za EUR u 2022. godini u odnosu na 31.12.2021. godine veća za 7,2%, a u 2023. godini za 3,1%.

Uzimajući u obzir sve navedeno prilikom izrade strategije predviđen je porast vrijednost USD u odnosu na EUR za 2023. godinu u iznosu 4%, a za 2024. i 2025. godinu 0%.

Za potrebe izrade različitih scenarija Strategije upravljanja dugom korišteni su prilagođeni instrumenti kako bi se različiti uslovi kredita u portfoliju sveli na sličan instrument (razlika postoji u valuti, godinama dospijeća, kamatnoj stopi i „grace“ periodu)

Tabela 13. Stilizirani instrumenti portfolija duga Federacije BiH

Oznaka instrumenta	Ime ili vrsta instrumenta	Fiksni ili varijabilni	Koncesionalni ili tržišni	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	15	3	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	Tržišni	1	0	Domaća	BAM
BAM_11	2-3y T obveznica	Fiksni	Tržišni	3	2	Domaća	BAM
BAM_12	5-7y T obveznica	Fiksni	Tržišni	6	5	Domaća	BAM
BAM_16	10y T obveznica	Fiksni	Tržišni	10	9	Domaća	BAM
BAM_17	15y T obveznica	Fiksni	Tržišni	15	14	Domaća	BAM
USD_8	5y Eurobond	Fiksni	Tržišni	5	4	Strana	EUR
USD_18	10Y Eurobond	Fiksni	Tržišni	10	9	Strana	EUR
USD_19	15Y Eurobond	Fiksni	Tržišni	15	14	Strana	EUR

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

Indikatori rizika		Portfolio duga		
		2021. godina	2022. godina	Izabrana strategija kraj 2025. godine
Nominalni dug (% BDP-a)		26,8	15,4	15,9
Sadašnja vrijednost (% BDP-a)		22,4	13,2	14,3
Ponderisana prosječna kamata (%)		1,3	1,8	3,0
Rizik refinansiranja	ATM Vanjski dug (godine)	6,6	6,4	7,5
	ATM Unutrašnji dug (godine)	3,6	4,2	2,7
	ATM Ukupni dug (godine)	6,2	6,2	6,4
Kamatni rizik	ATR (godine)	4,2	4,2	4,8
	Dug koji se refiksira u 1 g (% ukupnog duga)	45,8	45,2	38,8
	Dug po fiksnoj kamati (% ukupnog duga)	62,5	62,2	72,0
Valutni rizik	Devizni dug (% ukupnog duga)	87,8	88,9	77,3
	Kratkoročni devizni dug (% rezervi)	3,0	4,1	2,5

6.2. Opis alternativnih strategija upravljanja dugom

Strategija (S1): bazira se na realnom stanju dosadašnjeg zaduživanja Federacije BiH u skladu s Budžetom Federacije BiH za 2023. godinu, Dokumentom okvirnog budžeta Federacije BiH u razdoblju 2023-2025. godina i PJI-a za razdoblje 2023-2025. godine. Finansiranje razvojnih projekta do kraja 2025. godine procijenjeno je na 799,38 mil. KM. U kontekstu procjene troškova i rizika za vanjske kredite namijenjene realizaciji PJI Federacije BiH primijenjeni su kreditni uslovi u skladu sa generalnim uslovima poslovanja kreditora uz preferiranu valutu EUR.

Strategija 2 (S2): bazira se na dosadašnjem zaduživanju Federacije BiH u skladu s Budžetom Federacije BiH za 2023. godinu, Dokumentom okvirnog budžeta Federacije BiH u razdoblju 2023-2025. godina i PJI-a za razdoblje 2023-2025. godine s pretpostavkom kreditnih uslova koji podrazumijevaju kredite sa većinski ugovorenom promjenjivom kamatnom stopom uz preferiranu valutu EUR.

Strategija 3 (S3): bazira se na dosadašnjem zaduživanju Federacije BiH u skladu s Budžetom Federacije BiH za 2023. godinu, Dokumentom okvirnog budžeta Federacije BiH u razdoblju 2023-2025. godina i PJI-a za razdoblje 2023-2025. godine s pretpostavkom kreditnih uslova

koji podrazumijevaju kredite sa većinski ugovorenom fiksnom kamatnom stopom uz preferiranu valutu EUR.

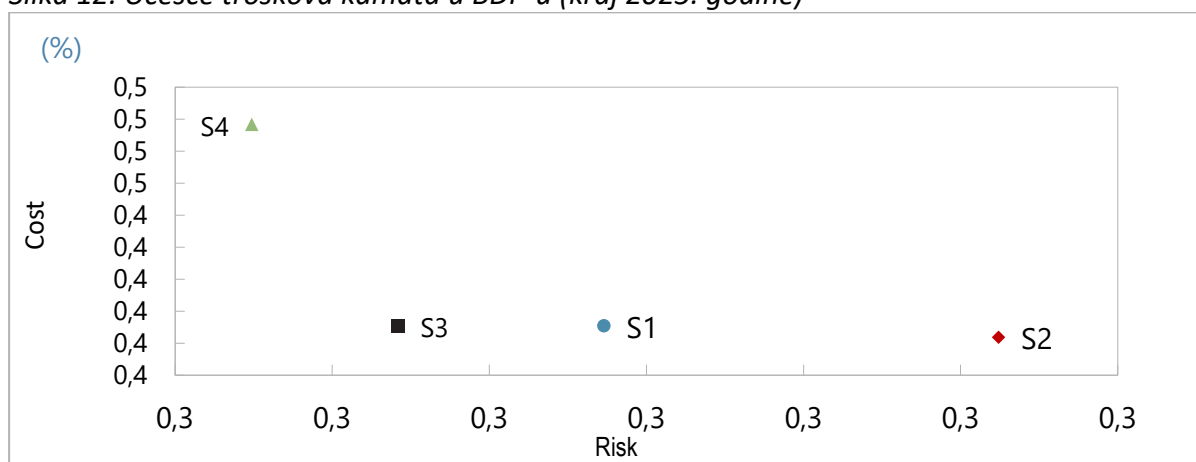
Strategija 4 (S4): bazira se na dosadašnjem zaduživanju Federacije BiH u skladu s Budžetom Federacije BiH za 2023. godinu, Dokumentom okvirnog budžeta Federacije BiH u razdoblju 2023-2025. godina i PJI-a za razdoblje 2023-2025. godine s pretpostavkom zamjene svih domaćih instrumenata sa izdavanjem desetogodišnjih i petnaestogodišnjih euroobveznica na nivou koji je adekvatan izvorima koji su zamijenjeni.

6.3. Analiza troškova i rizika bazne i alternativnih strategija zaduživanja

Utjecaj 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. Učešće do sada plaćene kamate u BDP-u daje procjenu potencijalnog utjecaja svake strategije na budžet. Rizik date strategije je razlika između njenih troškova u 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. Strategija S4 je najmanje rizična, ali ima i najveće troškove (Slika 12.) zbog strukture duga u kojoj dominira vanjsko zaduživanje u EUR-ima kombinacijom desetogodišnjih i petnaestogodišnjih euroobveznica u uslovima tržišnih kamatnih stopa. Strategije S1, S2 i S3 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 prevladavaju promjenjive kamatne stope. Najveći rizik za sve strategije u pogledu omjera kamata/BDP predstavlja ekstremni kamatni šok u 2. godini strategije.

Slika 12. Učešće troškova kamata u BDP-u (kraj 2025. 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).

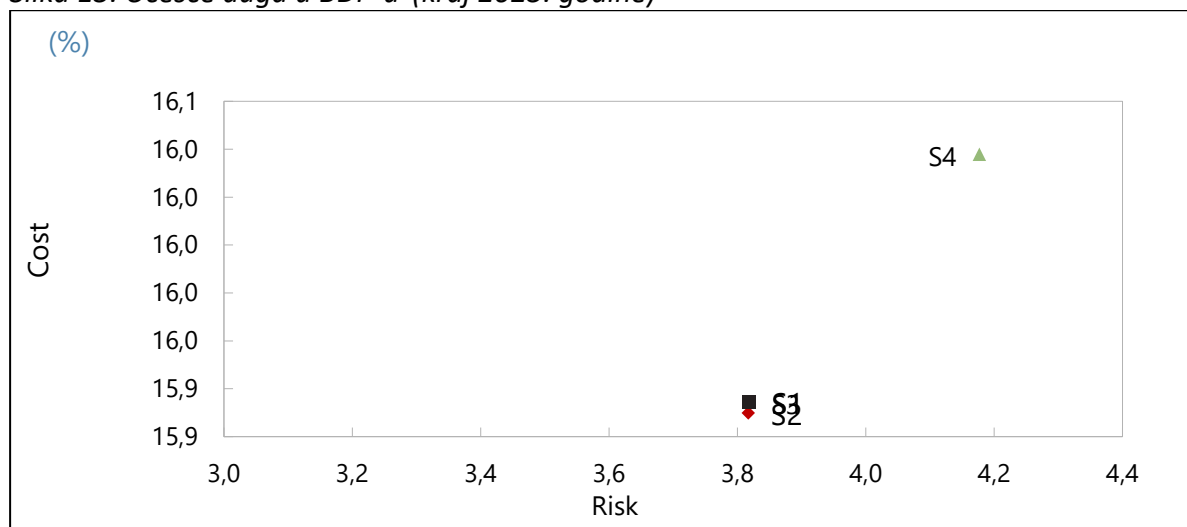
Portfolio koji ima veće učešće neeurskih valuta u stanju neotplaćenog vanjskog duga izložen je većem riziku kada je u pitanju aprecijacija stranih valuta u odnosu na domaću. Strategija S4 je najosjetljivija strategija na promjene deviznih kurseva, zbog niskog učešća domaćeg zaduživanja i značajnijeg vanjskog zaduživanja.

Kao i u slučaju prethodnog indikatora strategije S1, S2 i S3 imaju najmanje troškove i manje su rizične u odnosu na strategije S4 koja je najrizičnija i najskuplja.

Strategija S4 je najosjetljivija na promjene deviznog kursa i ima veće odstupanje baznog scenarija u odnosu na ostale strategije jer ova strategija podrazumijeva izdavanje euroobveznice na vanjskom tržištu kao i zaduživanje u neeurskim valutama (USD i SDR).

U slučaju ekstremnog deviznog šoka (aprecijacija USD u odnosu na BAM u iznosu od 30%) odstupanje šok scenarija od baznog, iznosi od 3,8170%–4,1772%, procijenjenog BDP-a u 2025. godini s tim da je to odstupanje najmanje u Strategiji S2.

Slika 13. Učešće duga u BDP-u (kraj 2025. godine)



6.4. 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 2025. godine

Indikatori rizika		Početni portfolio	S1	S2	S3	S4
		Nominalni dug u % BDP	15,38	15,93	15,93	15,93
Sadašnja vrijednost duga u % BDP	13,16	14,31	14,04	14,31	14,39	
Troškovi kamata u % BDP	0,27	0,41	0,40	0,41	0,47	
Implicitna kamatna stopa (%)	1,78	3,02	2,99	3,02	3,56	
Rizik refinansiranja	Dug koji dospijeva u 1. godini (% ukupnog)	12,75	13,34	13,33	13,37	7,81
	Dug koji dospijeva u 1. godini (% BDP)	2,03	2,12	2,12	2,13	1,25
	Prosječno dospijeće portfolija (godine)	6,18	6,44	6,28	6,52	7,94
	Prosječno dospijeće domaći dug (godine)	4,19	2,70	2,70	2,70	2,82
Kamatni rizik	Prosječno vrijeme refiksiranja (godine)	4,24	4,75	3,99	4,90	6,32
	Refiksiranje duga u 1. godini (godine)	45,23	38,79	45,49	37,43	31,81
	Dug sa fiksnom kamatom (% ukupnog duga)	62,17	72,00	65,29	73,39	73,47
Devizni rizik	Trezorski zapisi (% ukupnog duga)	0,79	4,33	4,32	4,36	0,00
	Devizni dug u % ukupnog duga	88,85	77,29	77,31	77,21	94,09
	Kratkoročni devizni dug u % rezervi	4,09	2,47	2,47	2,47	2,47

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

Troškovi duga – Prosječna ponderisana kamatna stopa u svim analiziranim strategijama se povećava i kreće se u rasponu od 1,78% - 3,56%, s tim da kod preferirane strategije S1 na kraju 2025. godine iznosi 3,02%.

Rizik refinansiranja – Iznos duga koji dospijeva u 2025. godini je približno isti u svim strategijama, ali je veći u relativnom iznosu u odnosu početni portfolio duga iz 2022. godine kada je iznosio 12,75% i ispod je iznosa koji je u smjernicama o zaduživanju naveden kao gornja granica (15% ukupnog portfolija duga).

Prosječno vrijeme do dospjeća (ATM) bi se povećalo u svim analiziranim strategijama i bilo bi u skladu sa definiranim strateškim ciljevima. Najduže prosječno vrijeme do dospjeća bi bilo u strategiji S4 uzimajući u obzir korištene instrumente duga u spomenutoj strategiji. Implementacijom strategije S1 prosječno vrijeme dospjeća portfolija duga na kraju 2025. godine bi iznosilo 6,4 godina.

Kamatni rizik – Prosječno vrijeme refiksiranja se povećava u preferiranoj strategiji i iznosi 4,75 godina, u odnosu na trenutno vrijeme refiksiranja od 4,24 godine. Učešće duga sa fiksnim kamatnim stopama u preferiranoj strategiji bi se povećalo u odnosu na početni portfolio duga

i iznosilo bi 72% kao i učešće trezorskih zapisa koje bi se povećalo na 4,33%. Strategija S4 koja uzima u obzir zaduživanje emisijama euroobveznica po fiksnim kamatnim stopama imaju znatno povoljniji ATR koji iznosi 6,32 godina.

Vlada Federacije BiH je izabrala **Strategiju S1** koju će provoditi u periodu 2023.-2025. iz razloga što su indikatori rizika izabrane strategije S1 na kraju 2025. godine uglavnom u skladu sa smjernicama za upravljanje dugom.

7. 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.

7.1. Sveukupna struktura portfolija duga

Smjernice za poželjnu strukturu portfolija duga su sljedeće:

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

7.2. 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: učešće portfolija duga koji dospijeva unutar 12 mjeseci/jedne godine će iznositi maksimalno 15% ukupnog neotplaćenog duga;
- Kako bi produžili prosječno dospijeaće portfolija duga iznad 6,5 godina, buduća zaduženja ugovarati sa dužim grace periodom i dužim rokom otplate. Prosječno ponderisano dospijeaće portfolija duga produžiti na najmanje 6,5 godina.

7.3. Kvantitativni ciljevi

Na osnovu trenutnog makroekonomskog okvira praćenjem preferirane strategije zaduživanja na kraju 2025. godine očekivani indikatori rizika portfolija duga bili bi sljedeći:

- prosječno vrijeme dospijeaća kredita (ATM) ne bi trebalo biti manje od 6,44 godina;
- prosječno vrijeme refiksiranja kredita (ATR) će iznositi 4,75 godinu;
- učešće servisiranja kamata po osnovu duga u prihodima će iznositi manje od 4%.

Ciljevi definirani ovom Strategijom su osjetljivi na promjene pretpostavki o rastu, fiskalnom deficitu i dostupnosti predviđenih izvora finansiranja, prvenstveno koncesionalnih izvora finansiranja.

C) SREDNJOROČNA STRATEGIJA UPRAVLJANJA DUGOM BRČKO DISTRIKTA

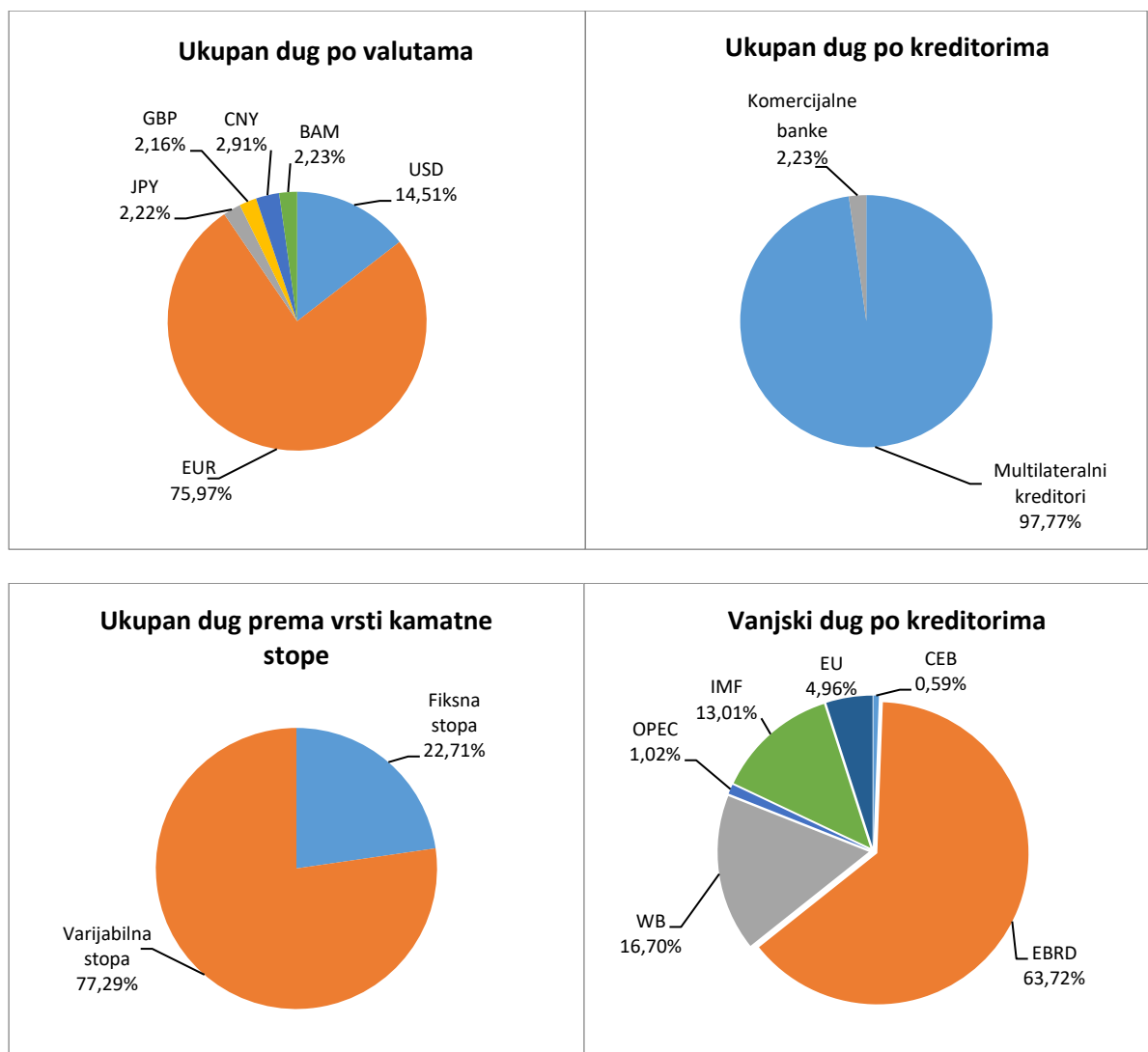
Javni dug Brčko distrikta Bosne i Hercegovine (Distrikt) sa 31.12.2021.godine izražen u američkim dolarima(USD) iznosio je 29,25 miliona USD ili 5,16 procenta BDP-a Distrikta(BDP 2021 iznosio je 979 mil.KM), od čega je vanjski dug iznosio 28,6 miliona USD (5,04 procenta BDP-a Distrikta), a domaći dug 0,7 miliona USD (0,12 procenta BDP-a Distrikta). Udio vanjskog duga u ukupnom dugu je 98 procentata, a domaćeg 2 procenta.

U Direkciji za finansije Brčko distrikta Bosne i Hercegovine (Direkcija za finansije) sa 31.12.2021.godine nije bilo evidentiranih izdatih garancija.

U valutnoj strukturi javnog duga Distrikta najveći procenat se odnosi na valutu EUR 76 %, zatim slijedi USD, Kineski juan,Britanska funta, Japanski jen i BAM.

Oko 98 % ukupnog duga odnosi se na multilateralne kreditore (EBRD,WB,CEB, OPEC-a) i jednog domaćeg kreditora koji čini 2% od ukupnog duga Brčko distrikta BiH.

Slika1. Distrikt Brčko: Struktura postojećeg duga na kraju 2021godine



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 dospijeća je relativno kratko, za unutrašnji dug je 0,9 godine, a za vanjski 3,7 godina. Profil otplate (Slika 2) naginje prema kratkom 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.

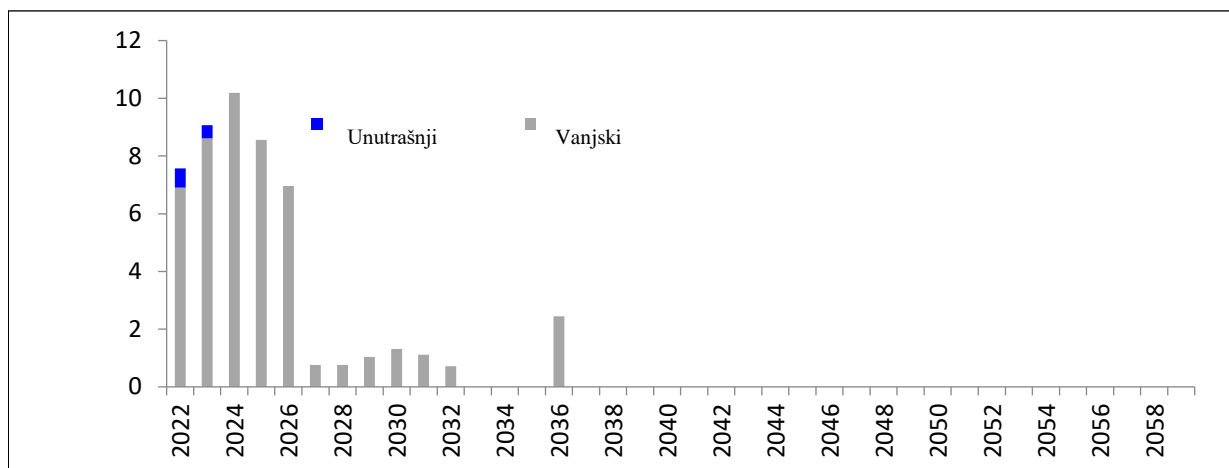
Kamatni rizik za ukupni dug je visok obzirom da se 100% unutrašnjeg i 78% vanjskog duga refiksira u sljedećoj godini, a što je posljedica činjenice da oko 77% od ukupnog portfolia duga čini dug sa varijabilnom kamatnom stopom.

Valutni rizik postojećeg portfolia duga je nizak, iako je učešće vanjskog duga u ukupnom dugu 98%, a što proizilazi iz činjenice da u valutnoj strukturi vanjskog duga visoko učešće ima valuta EUR tako da je valutnom riziku izloženo svega 24 % ukupnog duga.

Tabela 1 . Distrikt Brčko : Indikatori troškova i rizika na kraju 2021.godine

Indikatori troškova i rizika		Vanjski dug	Unutrašnji dug	Ukupan dug
Iznos duga (u milioni KM)		49,4	1,1	50,5
Iznos duga (u milioni USD)		28,6	0,7	29,2
Nominalni dug u % BDP		5,0	0,1	5,2
Sadašnja vrijednost duga u % BDP		4,6	0,1	4,7
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	0,9	3,7
	Dospijeće duga u sljedećoj godini (% ukupnog duga)	14,0	59,3	15,0
	Dospijeće duga u sljedećoj godini (% BDP)	0,7	0,1	0,8
Kamatni rizik	ATR (Godine)	2,2	0,5	2,1
	Dug koji se refiksira u sljedećoj godini (%)	78,1	100,0	78,6
	Dug sa fiksnom kamatnom stopom (% od ukupnog)	23,2	0,0	22,7
Valutni rizik	Vanjski dug (%ukupnog duga)			97,8

Slika 2. Distrikt Brčko: Profil otplate javnog duga na kraju 2021.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 (Projekat rekonstrukcija „Luka“ Brčko) i planiranog kapitalnog projekta „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, 2022-2025

	2022	2023	2024	2025
U milionima KM				
Javni prihodi (uključujući grantove)	248	272	279	288
Primarni rashodi javnog sektora	245	286	283	278
Kamata	1	1	1	1
Ukupni izdaci (Ukupni rashodi - amortizacija + povlačenja novih kredita)	246	287	284	279
BDP-2021.g.(979)	1032	1077	1128	1183
Potrebna zaduženja za investicije	5,23	24,08	16,08	0,00

IZVORI FINANSIRANJA

Glavni vanjski multilateralni kreditori su EBRD, Svjetska banka, IMF, CEB, OPEC. U periodu MTDS-a (2022-2025), u Distriktu Brčko započet će realizacija projekta koji se finasira kreditom kod Evropske banke za obnovu i razvoj – Izgradnja glavnog transportnog cjevovoda „Plazulje-Potočari“.

Tabela 3. Distrikt Brčko: Sadašnji i potencijalni izvori financiranja

Sadašnji izvori financiranja	Potencijalni izvor financiranja
Vanjski - Multilateralni: EBRD, WB, IMF,OPEC,CEB - Bilateralni:	Vanjski - Multilateralni: Evropska Banka za Obnovu i Razvoj
Domaći : - Komercijalne banke	Domaći:

Izvor: Direkcija za finansije DB

ANALIZA SCENARIJA

Alternativne strategije zaduživanja

Strateški cilj Vladinog upravljanja dugom DB u periodu 2022-2025 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).

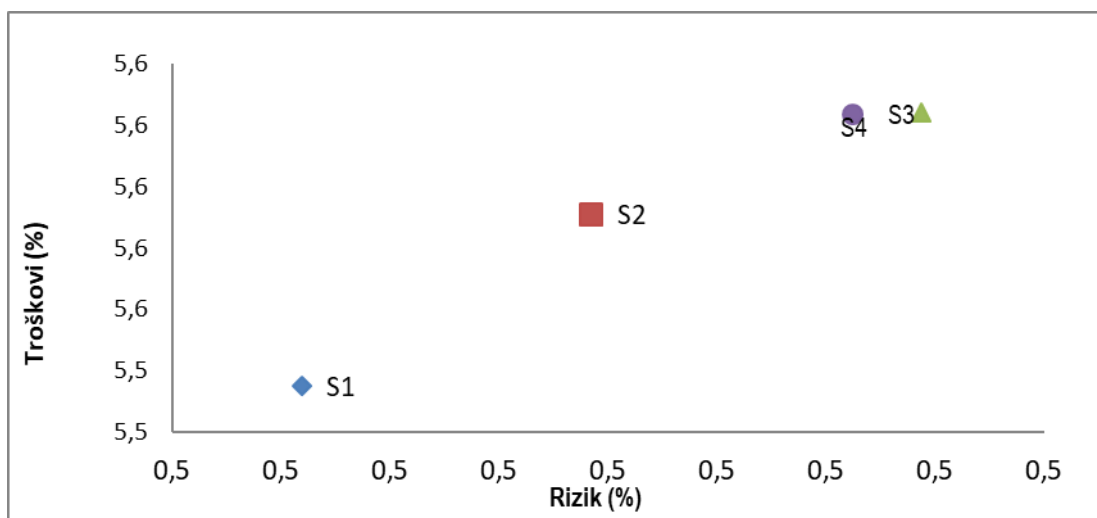
Analiza rizika i troškova alternativnih strategija zaduživanja

Na osnovu izvršene analize indikatora troškova i rizika na kraju 2025.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.

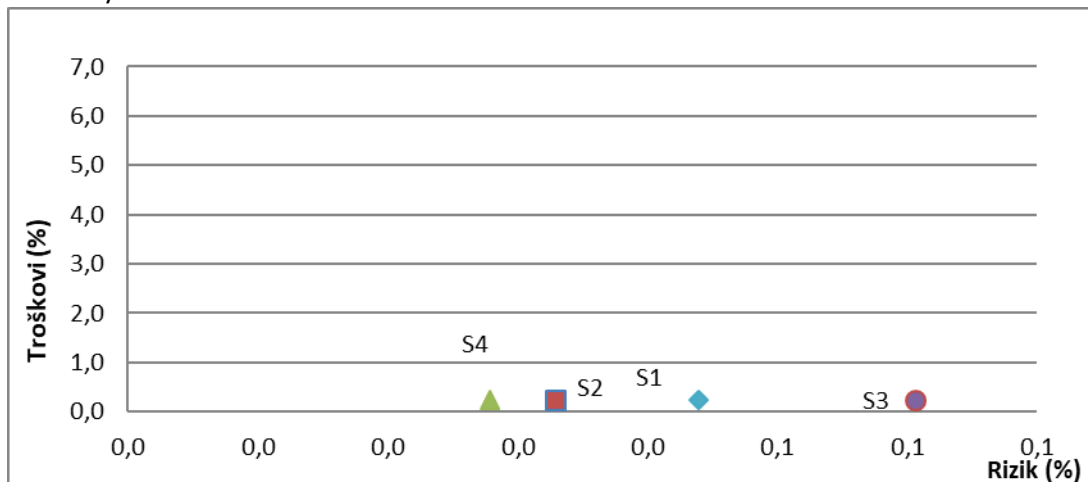
Prema ovoj strategiji do kraja 2025.godine procenat nominalnog duga u projektovanom BDP Distrikta bi iznosio 5,5 % u poređenju sa sadašnjih 5,2 % koliko je iznosio na kraju 2021.godine (Tabela 4). Iznos kamate u odnosu na BDP za 2021godinu pokazuje povećanje za 0,1 % Rizik refinansiranja u strategiji S2 je najniži obzirom da je prosječno vrijeme do dospeljeća duga (ATM) produženo s 3,7 na 7,2 godina. Oko 69,3 procenata duga koji treba da se refiksira u roku od godinu dana je rezultat velikog učešća varijabilne kamatne stope u portfoliu ukupnog duga (77%) u odnosu na 23 procenata duga sa fiksnom kamatnom stopom, a prosječno vrijeme za refiksiranje je povećano s 2,1 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 97,8 procenta na 100 procenata.

Slika 3. Distrikt Brčko: Balans troškova i rizika alternativnih strategija na kraju 2025.

Dug/BDP



Kamata/BDP



Izvor: Direkcija za finansije DB

Tabela 4. Distrikt Brčko: Indikatori rizika i troškova različitih strategija na kraju 2025.god.

Indikatori troškova i rizika		2021	na kraju 2025. godine			
		Trenutno	S1	S2	S3	S4
Nominalni dug u % u BDP		5,2	5,5	5,554	5,566	5,566
Sadašnja vrijednost duga u BDP(%)		4,7	5,4	4,8	5,1	5,1
Iznos kamate u odnosu na BDP		0,1	0,2	0,2	0,2	0,2
Prosječna ponderisana stopa (%)		1,5	3,8	3,9	4,0	4,0
Rizik refinansiranja	Dospijeće duga u sljedećoj god.(% ukupnog)	15,0	11,9	11,3	14,1	11,4
	Dospijeće duga u sledećoj godini (%)	0,8	0,7	0,6	0,8	0,6
	ATM vanjski dug (godine)	3,7	4,1	7,2	7,7	7,4
	ATM unutrašnji dug (godine)	0,9	2,9	-	2,7	4,8
	ATM ukupni dug (godine)	3,7	3,3	7,2	7,1	7,1
Kamatni rizik	ATR (godine)	2,1	2,8	3,4	5,3	4,7
	Dug koji se refiksira u sljedećoj godini (% ukupnog duga)	78,6	23,9	69,3	43,8	52,1
	Dug po fiksnoj kamati (% ukupnog duga)	22,7	77,4	31,9	60,3	49,10
Valutni rizik	Vanjski dug (% ukupnog duga)	97,8	32,6	100,0	88,0	88,1

Izvor: Direkcija za finansije DB

Tabela 5. Distrikt Brčko: Stanje duga po instrumentima alternativnih strategija na kraju 2025.god.

U milionima USD	2021	2025			
		S1	S2	S3	S4
Stanje duga po instrumentima					
Koncesionalni EUR fiksni	2	2	7	13	10
Koncesionalni EUR varijabilni	18	6	23	13	16
Koncesionalni USD fiksni	5	4	4	4	4
Koncesionalni USD varijabilni	0	0	0	0	0
IMF RFI USD varijabilni	4	0	0	0	0
Komercijalni BAM varijabilni	1	2	0	0	1
T-zapisi	0	0	0	0	0
T-obveznice 2-3g fiksni	0	2	0	1	0
T-obveznice 5-7g fiksni	0	19	0	3	2
T-obveznice 10g fiksni	0	0	0	0	1
Vanjski dug	29	11	34	30	30
Unutrašnji dug	1	23	0	4	4
Ukupno dug	29	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.