

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 razdoblje 2022-2025. godina**

Sarajevo, prosinac 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. OPSEG 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 FINANCIRANJA.....	9
6.1. Vanjski izvori financiranja	9
6.2. Unutarnji izvori financiranja	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. Uspostava i sprovedba strategije za upravljanje dugom u naporu da se pribavi potrebna količina sredstava po niskoj cijeni u srednjem do dugom roku, zahtijeva dosljednost u ocjeni troškova i rizika u tom kontekstu.

Zakonom o zaduživanju dugu i jamstvima BiH definirana je priprema Srednjoročne strategije upravljanja dugom BiH, a koja će obuhvatiti i dug entiteta i Brčko distrikta. U tom pogledu, Vijeće ministara BiH je na 101. sjednici, održanoj 12.05.2017. godine, kao proceduralni akt usvojilo Kalendar razmjene podataka potrebnih za pripremu Srednjoročne strategije upravljanja dugom BiH (Kalendar), koji definira rokove i aktivnosti svih učesnika u pripremi Srednjoročne strategije upravljanja dugom BiH. Sukladno Kalendaru, Srednjoročna strategija upravljanja dugom BiH se priprema na temelju 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 temelju svojih bruto finansijskih potreba i izvora financiranja i makroekonomskih pokazatelja, pri čemu se koriste isti scenariji šoka i zajedničke početne projekcije, u smislu kamatnih stopa na vanjski dug i valutnog tečaja, dok se koriste različite projekcije kretanja kamatnih stopa na unutarnji dug entiteta.

Srednjoročna strategija upravljanja dugom BiH se revidira na godišnjoj razini i daje širu sliku portfelja duga BiH kroz analizu trenutnog duga, varijacije zaduženosti na šokove, te definira srednjoročne ciljeve upravljanja dugom i daje smjernice donositeljima odluka o zaduživanju.

Sukladno navedenom, Srednjoročna strategija upravljanja dugom BiH za razdoblje 2022-2025. godina (Strategija BiH) prezentira strukturu duga, procjenu stanja zaduženosti, te definira srednjoročne ciljeve upravljanja dugom i smjernice za dostizanje postavljenih ciljeva.

1. Pravni okvir

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

Dug entiteta i DB reguliran je kroz sljedeći pravni okvir:

- Zakon o zaduživanju, dugu i jamstvima Republike Srpske („Službeni glasnik Republike Srpske“, br. 71/12 i 52/14, 114/17, 131/20, 28/21 i 90/21);

- Zakon o proračunskom sustavu 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 uvjetima i načinu izmirenja obveza po temelju računa stare devizne štednje emisijom obveznica u Republici Srpskoj („Službeni glasnik Republike Srpske“, broj: 1/08);
- Zakon o dugu, zaduživanju i jamstvima u Federaciji Bosne i Hercegovine („Službene novine Federacije Bosne i Hercegovine“, br. 86/07, 24/09, 44/10 i 30/16);
- Zakon o uvjetima i postupku verifikacije općih obveza Republike Srpske („Službeni glasnik Republike Srpske“, broj: 109/12);
- Zakon o ostvarivanju prava na naknadu materijalne i nematerijalne štete nastale u razdoblju ratnih dejstava od 20. svibnja 1992. do 19. lipnja 1996. godine („Službeni glasnik Republike Srpske“, br. 103/05, 1/09, 49/09 i 118/09);
- Zakon o izmirenju obveza po temelju 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 obveza po temelju 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 unutarnjem dugu Brčko distrikta Bosne i Hercegovine („Službeni glasnik Brčko distrikta BiH“, br. 27/04 i 19/07);
- Zakon o utvrđivanju i načinu izmirenja unutarnjih obveza 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 unutarnjem 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 osiguranje financijskih sredstava za financiranje potreba države, entiteta i DB uz prihvatljivu razinu troškova financiranja i rizika. Dodatni cilj predstavlja razvoj domaćeg tržišta vrijednosnih papira.

3. Opseg 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 izravnu ili neizravnu obvezu Institucija BiH, entiteta i DB, a što predstavlja 11.840,5 mil KM, odnosno 92,1% javne zaduženosti BiH.

¹ Preostali dio javnog zaduženja se ne servisira iz proračuna Institucija BiH, entiteta i DB zbog čega nije uključen u Strategiju BiH.

Sukladno navedenom, Strategija BiH obuhvata:

- Vanjski državni dug, tj. dug čiji je zajmoprimatelj Ministarstvo financija i trezora BiH u ime Bosne i Hercegovine, a koji je alociran na Institucije BiH, entitete i DB, te vanjski dug entiteta i DB,
- Unutarnji dug Bosne i Hercegovine, tj. unutarnji dug entiteta i DB, a koji predstavlja njihovu izravnu ili neizravnu obvezu.

Strategija BiH ne opsega:

- Izdata vanjska državna jamstva,
- Izdata unutarnja jamstva entiteta,
- Vanjski dug jedinica lokalne samouprave i javnih poduzeća nastao izravnim zaduženjem jedinica lokalne samouprave i javnih poduzeća i koji predstavlja izravnu obvezu istih,
- Unutarnji dug entiteta nastao izravnim zaduženjem općina, gradova, kantona, javnih poduzeća 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 tablici.

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

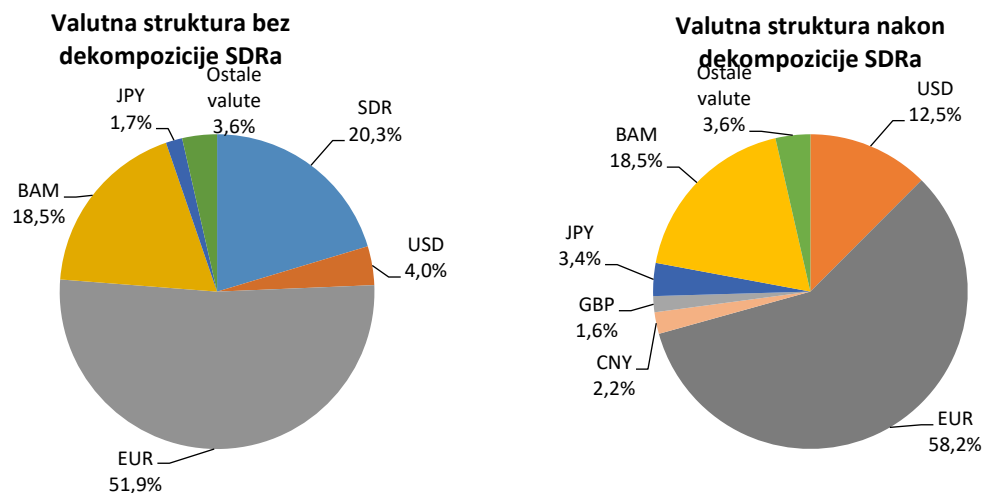
Opis	Dug (u mil KM)				Ukupno	Nominalni iznos duga kao % BDP ²
	Federacija BiH	Republika Srpska	Distrikt Brčko	Institucije BiH		
Vanjski dug	5.402,0	4.134,8	49,4	63,5	9.649,7	24,1%
Unutarnji dug	754,3	1.435,6	1,1	0,0	2.191,0	5,5%
Ukupni dug	6.156,3	5.570,4	50,5	63,5	11.840,7	29,6%

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

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;

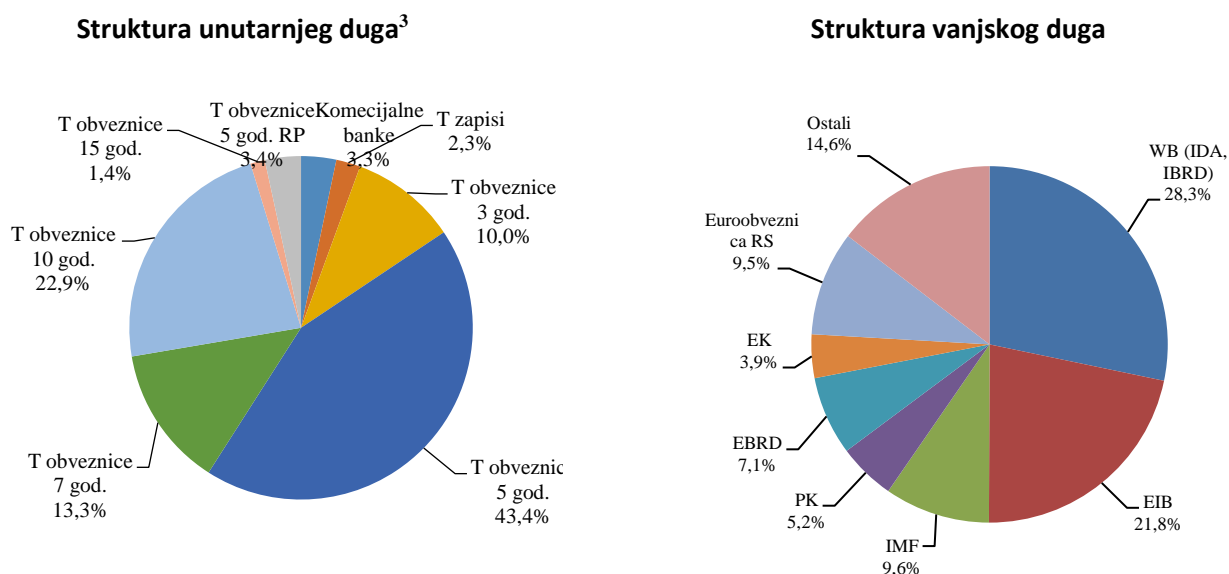
u ukupnom dugu 29,6%. Valutna struktura ukupnog duga BiH obuhvaćenog Strategijom BiH data je u Slici 1., uključujući i valutnu strukturu nakon dekompozicije SDR valute.

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



Vanjski dug uglavnom čine obveze prema multilateralnim kreditorima (75,8%), dok unutarnji dug čine: trezorske obveznice (T-obveznice), trezorski zapisi (T-zapisi), krediti od komercijalnih banaka u zemlji, te obveznice emitirane za izmirenje obveza nastalih na temelju stare devizne štednje i ratnih potraživanja. T-obveznice su ročnosti od 3 do 15 godina. Struktura vanjskog duga prema kreditorima i unutarnjeg 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 karakterizira relativno niska prosječna ponderirana kamatna stopa (Tablica 2.). Ponderirana prosječna kamatna stopa ukupnog duga je 1,8%, vanjskog duga je 1,6%, a unutarnjeg 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.

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

BOSNA I HERCEGOVINA				
Indikatori troškova i rizika		Vanjski dug	Unutarnji 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 ponderirana kamatna stopa (%)	1,6	2,4	1,8
Rizik refinanciranja	ATM (godine)	6,7	3,6	6,1
	Dospijeće duga u slijedećoj godini (% ukupnog)	6,9	22,3	9,8
	Dospijeće duga u slijedećoj godini (% BDP)	1,7	1,2	2,9
Kamatni rizik	ATR (godine)	4,6	3,6	4,4
	Dug koji se refiksira u slijedećoj 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

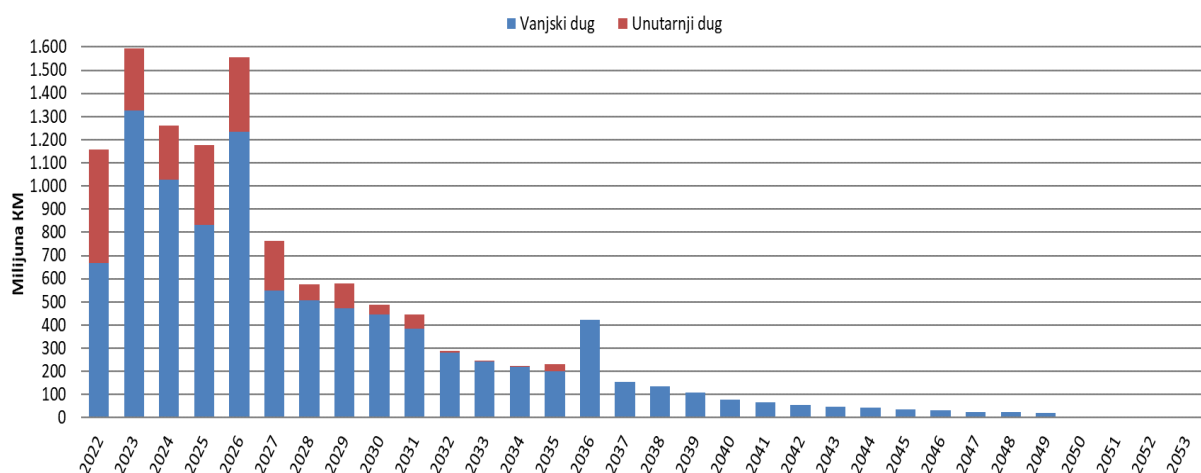
ATM=prosječno vrijeme do dospelja, ATR=prosječno vrijeme refiksiranja

Rizik refinanciranja je umjeren. Profil otplate ukupnog duga (Slika 3.) ukazuje na značajan servis vanjskog duga u 2023. godini, s obzirom da tada dospelja kredit Europske komisije Makrofinancijska 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 uzrokovanu pandemijom Covid-19 u iznosu od 87,44 mil SDR. Prosječno vrijeme do dospelja (ATM) za unutarnji 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 zajmove sa fiksnim kamatnim stopama. 39,6% vanjskog duga i 23,0% unutarnjeg duga imaju kamatnu stopu koja se refiksira u roku od godinu dana. Rezultat ovako visokog postotka vanjskog duga koji se refiksira u roku od godinu dana je značajno učešće varijabilne kamatne stope u portfelju 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 tečajeva izloženo 29,6% ukupnog duga iako je udio 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 26.4.2016. godine od strane Vijeća ministara BiH, te provođenje Strategije BiH možemo promatrati kroz uporedni pregled indikatora troškova i duga, prikazanih u slijedećoj tablici.

Tablica 3. BiH: Uporedni pregled indikatora troškova i rizika duga u razdoblju 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 ponderirana kamatna stopa (%)		1,9	1,9	1,9	1,9	1,9	1,8	1,8
Rizik refinanciranja	Dospijeće duga u slijedećoj godini (% ukupnog)	11,2	13,3	14,6	10,9	9,6	11,2	9,8
	Dospijeće duga u slijedećoj 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 unutarnji 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 slijedećoj 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, prvenstveno zbog povećanja iznosa BDP-a. Prosječna ponderirana kamatna stopa od 1,8% ostala je nepromijenjena u odnosu na 2020. godinu.

Rizik refinanciranja u 2021. godini je manji u odnosu na prethodnu godinu obzirom da je došlo do značajnog smanjenja dospjeća duga u slijedećoj godini. Prosječno vrijeme do dospjeća duga za vanjski dug ostalo je na istoj razini 6,7, dok za unutarnji i ukupni dug se neznatno povećalo.

Također, 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 najvišoj razini u odnosu na podatke u prethodnom razdoblju. Međutim, izloženost vanjskog duga promjenama valutnih tečajeva je na najnižoj razini. Naime, učešće vanjskog duga u neEUR valutama u ukupnom i vanjskom dugu je smanjeno zbog većeg zaduživanja u valuti EUR u 2021. godini. Također, 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 Tablici 4..

Tablica 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
Proračunski prihodi ⁵ (u mil. KM)	8.640	9.477	10.733	11.135	11.378
Proračunski 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 razdoblje 2021-2025.godine su projekcije Direkcije za ekonomsko planiranje BiH iz rujna 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 financiranja

6.1. Vanjski izvori financiranja

Potencijalni vanjski izvori financiranja predviđeni Strategijom BiH su navedeni u Tablici 5.

Tablica 5.: Vanjski izvori financiranja

Naziv kreditora	Kamatna stopa	Grace razdoblje	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, refinanciranja 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 refinanciranja
SAUDIJSKI FOND	Fiksna	5	25	SAR	Valutni rizik
KUVAJTSKI FOND	Fiksna	5	25	KWD	Valutni rizik
EUROOBVEZNICA	Fiksna	4	5	EUR	Rizik refinanciranja
OSTALI KREDITORI	Fiksna ili varijabilna	0-5	10-18	EUR	Rizik refinanciranja 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. Unutarnji izvori financiranja

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 utjecaj rasta kamatnih stopa na unutarnji i vanjski dug i deprecijacije valutnih tečajeva⁷. Troškovi su izračunati na osnovu tokova koji se generiraju sukladno osnovnom scenariju, dok se rizik mjeri kao povećanje troškova otplate duga zbog šokova koji utječu na valutne tečajeve, povećanje kamatnih stopa i povećanje duga u odnosu na BDP.

U nastavku se daje kratak opis usvojenih strategija entiteta i DB za naredno srednjoročno razdoblje.

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 Proračunom Federacije BiH za 2023. godinu, Dokumentom okvirnog proračuna Federacije BiH u razdoblju 2023-2025. godina i PJI-a za razdoblje 2023-2025. godine. Financiranje razvojnih projekata do kraja 2025. godine procijenjeno je na 799,38 mil. KM. U kontekstu procjene troškova i rizika za vanjske zajmove namijenjene realizaciji PJI Federacije BiH primijenjeni su kreditni uvjeti sukladno generalnim uvjetima poslovanja kreditora uz preferiranu valutu EUR. Više detalja o navedenoj strategiji nalazi se u Poglavlju II u dijelu B. Strategija upravljanja dugom Federacije Bosne i Hercegovine.

Strategija diverzifikacije izvora financiranja, instrumenata i baze investitora je usvojena strategija Vlade Republike Srpske⁹. Ova strategija se bazira na financiranju proračunske potrošnje putem emisije srednjoročnih vrijedonosnih papira, sa „bullet“ i amortizacijskom otplatom, najvećim dijelom na međunarodnom financijskom tržištu i u manjoj mjeri na domaćem financijskom tržištu. Za financiranje investicijskih projekata koriste se vanjski izvori financiranja, kao rezultat maksimiziranja pristupa koncesijskim izvorima (WB, EIB, EBRD, KfW itd.), što doprinosi smanjenju rizika refinanciranja i minimalno mogućeg troška. Prosječni udjel financiranja iz domaćih izvora je smanjen u korist financiranja 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 investicijske projekte od ključnog značaja za podsticanje ekonomskog rasta i razvoja Distrikta Brčko iz razloga što takva strategija osigurava prihvatljivu razinu troškova i rizika financiranja, kao i iz razloga što su uvjeti 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 postotak 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 refinanciranja 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 udjela varijabilne kamatne stope u portfelju ukupnog duga (77,0%) u odnosu na

⁷ Deprecijacija KM u odnosu na USD

⁸ Identificirana 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 Identificirana 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. Također, 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 ponderiranom 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 tečajeva izloženo je svega 21,1% ukupnog duga s obzirom da je 78,9% ukupnog duga u EUR valuti. Institucije BiH u posmatranom razdoblju ne planiraju nova zaduženja osim povlačenja po već postojećim ugovorenim kreditima, a u slučaju potrebe za novim vanjskim financiranjem primjenjivat će se smjernice definirane Strategijom BiH.

7.2. Analiza troškova i rizika Strategije BiH

U Tablici 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.

Tablica 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 ponderirana kamatna stopa (%)		1,8	3,8
Rizik refinanciranja	Dospijeće duga u slijedećoj godini (% ukupnog)	9,8	14,3
	Dospijeće duga u slijedećoj godini (% BDP)	2,9	3,7
	ATM vanjski dug (godine)	6,7	6,7
	ATM unutarnji 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 slijedećoj 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

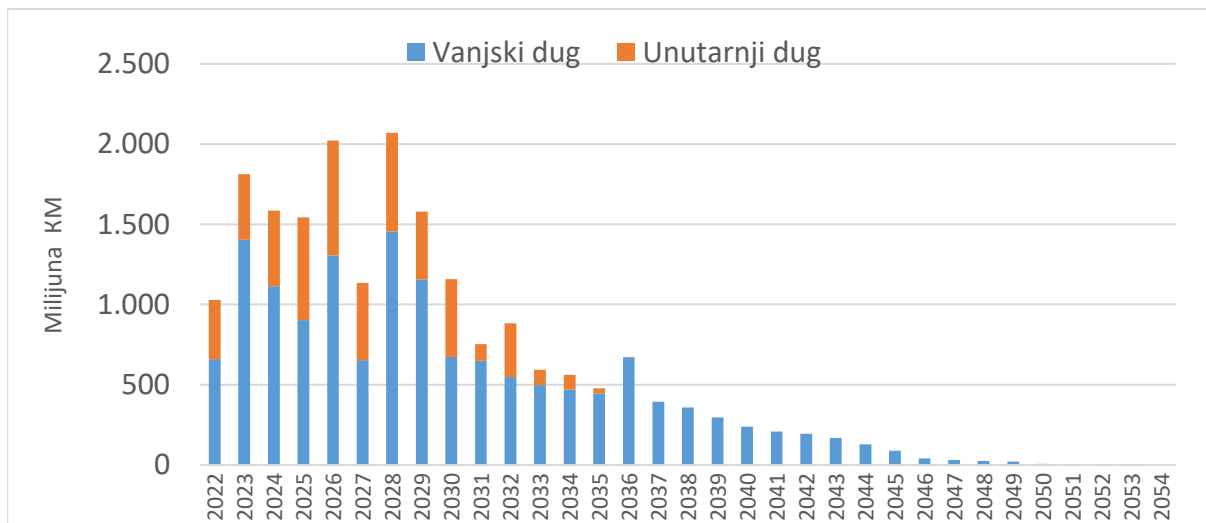
Nominalni iznos duga na kraju 2025. godine (14.124,1 miliona KM) povećava se za 19,3% u odnosu na stanje duga na kraju 2021. godine (11.840,4 miliona KM). Navedeno povećanje nastaje u većoj mjeri usljed financiranja investicijsko razvojnih projekata koje entiteti i BD planiraju realizirati, te u manjoj mjeri usljed zaduživanja za financiranje proračunskog deficita. Zbog većeg rasta BDP-a, odnos duga i BDP-a i odnos sadašnje vrijednosti duga i BDP-a će se smanjiti.

Prosječna ponderirana 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 utjecalo povećanje varijabilne kamatne stope, kao i fiksne kamatne stope na nove zajmove.

Izloženost riziku refinanciranja na kraju 2025. godine je povećana u odnosu na kraj 2021. godine obzirom da su dug koji dospijeva u narednoj godini kao postotak ukupnog duga i dug koji dospijeva u narednoj godini kao postotak BDP-a povećani, prije svega, zbog otplate Euroobveznice RS u iznosu od 300 miliona EUR koja dospijeva na naplatu 2026. godine. Prosječno vrijeme do dospijea vanjskog, unutarnjeg i ukupnog duga je na približno istoj razini.

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

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



8. Smjernice

Prema odabranoj strategiji troškovi financiranja su veći zbog inflacije i događanja u svijetu, uz manji valutni i kamatni rizik i uz prihvatljivi razina rizika refinanciranja u odnosu na trenutačno stanje. U cilju ostvarenja navedenog poželjno je nove vanjske zajmove ugovarati sa dužim rokom dospijeca i dužem grace razdoblju, fiksnim kamatnim stopama i u valuti EUR gdje god uvjeti kreditora to omogućavaju, uz uvažavanje troška financiranja. 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 odabir promjenljive kamatne stope).
- Kod novog vanjskog zaduživanja, gdje je moguće birati rok otplate i grace razdoblje, preferirati vanjska zaduživanja sa dužim grace razdobljem i dužim rokom otplate.
- Prilikom planiranja zaduživanja voditi računa da se održi ravnomjerna struktura otplate po godinama u cilju minimiziranja rizika refinanciranja.
- U cilju smanjenja valutnog rizika kod novog vanjskog zaduživanja, gdje je moguće izabrati valutu, treba preferirati valutu EUR.

Smjernice za unutarnji i vanjski dug entiteta i DB su definirane 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 jamstvima Republike Srpske i Zakonom o zaduživanju, dugu i jamstvima BiH. Sukladno odredbama Zakona o zaduživanju, dugu i jamstvima Republike Srpske, pod zaduživanjem se podrazumijeva realizacija ugovorenih kredita i zajmova, emitiranje vrijedonosnih papira i izdavanje jamstava u tijeku fiskalne godine. Također, ovim Zakonom je uređen način i postupak zaduživanja, izdavanje garancija i emisija vrijedonosnih papira Republike Srpske, jedinica lokalne samouprave i fondova socijalne sigurnosti, osiguranje sredstava za otplatu duga, vođenje evidencije o dugu, jamstvima i vrijedonosnim papirima, kao i druga pitanja koja se odnose na dug, jamstva i vrijedonosne papire 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 inozemnom tržištu, te sukladno tome, u domaćoj i stranoj valuti.

Zakonom o zaduživanju, dugu i jamstvima 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 jamstvima Republike Srpske, javni dug, odnosno njegova granica je utvrđena i općim fiskalnim pravilima koja su definirana Zakonom o fiskalnoj odgovornosti u Republici Srpskoj. Sukladno pomenutom Zakonom, pod općim fiskalnim pravilima se podrazumijevaju pravilo o dugu i pravilo konsolidiranog proračunskog 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 konsolidirani proračunski 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 jamstva Republike Srpske:

- Zakon o zaduživanju, dugu i jamstvima Republike Srpske ("Službeni glasnik Republike Srpske", br. 71/12, 52/14, 114/17, 131/20, 28/21 i 90/21);
- Zakon o proračunskom sustavu Republike Srpske ("Službeni glasnik Republike Srpske", br. 121/12, 52/14, 103/15 i 15/16);
- Zakon o unutaršnjem dugu Republike Srpske ("Službeni glasnik Republike Srpske", br. 1/12, 28/13, 59/13 i 44/14);
- Zakon o uvjetima i postupku verifikacije općih obveza Republike Srpske ("Službeni glasnik Republike Srpske", broj 109/12);

- Zakon o ostvarivanju prava na naknadu materijalne i nematerijalne štete nastale u razdoblju ratnih dejstava od 20. svibnja 1992. do 19. lipnja 1996. godine ("Službeni glasnik Republike Srpske", br. 103/05, 1/09, 49/09 i 118/09);
- Zakon o izmirenju obveza na temelju računa stare devizne štednje ("Službeni glasnik Bosne i Hercegovine", br. 28/06, 76/06, 72/07, 97/11 i 100/13);
- Zakon o uvjetima i načinu izmirenja obveza na temelju 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, opseg i pretpostavke

Srednjoročna strategija upravljanja dugom Republike Srpske 2022-2025 (u daljnjem tekstu: Strategija) se naslanja na temeljne ciljeve i provjerene metode unaprijeđenja održivosti duga i ublažavanja povezanih rizika definiranih 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 sprovede u tijeku promatranog srednjoročnog razdoblja. Implementacijom, u Strategiji navedenih mjera i aktivnosti, osigurat će se željena struktura portfelja duga imajući u vidu preferencije troškova i rizika Vlade Republike Srpske.

Redovito usvajanje i objavljivanje implementacije Strategije upravljanja dugom, uz ciljeve temeljene na analizi troškova i rizika, uvažavajući trogodišnje makroekonomske i tržišne prilike i ograničenja predstavlja jednu od nužnih poluga za aktivno upravljanje dugom. Sukladno tome, **srednjoročna Strategija upravljanja dugom se redovito godišnje usvaja, njena implementacija se prati, te se o njenom izvršenju godišnje izvješćuje Vlada Republike Srpske.** Istovremeno, u cilju transparentnosti upravljanja dugom, Strategija se po njenom usvajanju redovito objavljuje na web stranici Ministarstva financija, kako bi se sa ovim dokumentom upoznala i sva ostala zainteresirana javnost.

Strategija obuhvata duga koji predstavlja izravnu ili neizravnu obvezu Republike Srpske¹¹, uz određene izuzetke.

Podaci o vanjskom dugu uključuju:

- 1) dug Republike Srpske (izuzev dijela duga prema Pariškom klubu kreditora - Njemačka, za koji nisu utvrđeni uvjeti otplate);
- 2) dug jedinica lokalne samouprave nastao na temelju neizravnog zaduženja Republike Srpske;
- 3) dug javnih poduzeća i Investiciono razvojne banke Republike Srpske nastao na temelju neizravnog zaduženja Republike Srpske.

Podaci o unutarnjem dugu uključuju:

- 1) dug Republike Srpske (verificirani unutarnji dug regulisan Zakonom o unutarnjem dugu Republike Srpske, trezorski zapisi¹², srednjoročne obveznice, krediti i aktivirano jamstvo);

¹¹ U skladu sa Zakonom o zaduživanju, dugu i jamstvima Republike Srpske („Službeni glasnik Republike Srpske“ br. 71/12, 52/14, 114/17, 131/20, 28/21 i 90/21), neizravni dug Republike Srpske je dug nastao u ime i za račun dužnika (jedinice lokalne samouprave, fondovi socijalne sigurnosti, Investicijsko-razvojna banka i fondovi kojima ona upravlja, javna poduzeća 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 obveza po osnovu trezorskih zapisa, jer su svi emitirani trezorski zapisi izmireni zaključno sa 31.12.2021. godine.

- 2) dug fondova socijalne sigurnosti nastao na temelju neizravnog zaduženja Republike Srpske.

Dug (vanjski i unutarnji) nastao izravnim zaduženjem jedinica lokalne samouprave, fondova socijalne sigurnosti, javnih poduzeća i Investiciono razvojne banke Republike Srpske nije obuhvaćen Strategijom, jer isti ne predstavlja ni izravnu niti neizravnu obvezu Republike Srpske, te njime Ministarstvo financija Republike Srpske, u ime Vlade Republike Srpske, ne može ni da upravlja. Detaljan pregled obuhvata Strategije dat je u Pravitku 1.

Cilj zaduživanja i upravljanja dugom je osiguranje financijskih sredstava potrebnih za izvršenje proračuna Republike Srpske, financiranje odobrenih investicijskih projekata, te refinanciranje promatranog duga uz najniže troškove financiranja i prihvatljivu razinu rizika.

Strategija se zasniva na sljedećim pretpostavkama:

- 1) U srednjem roku Vlada Republike Srpske će provoditi fiskalnu konsolidaciju i plan reformi prezentiran Programom ekonomskih reformi Republike Srpske za razdoblje 2023-2025. godine (u daljnjem tekstu: PER RS 2023-2025), kako bi se osigurala dugoročna fiskalna održivost (sukladno Zakonu o fiskalnoj odgovornosti);
- 2) Na projekcijama makroekonomskih pokazatelja i fiskalnog okvira (tablice 1 i 2), sadržanim u PER RS 2023-2025¹³ i u Revidiranom Dokumentu okvirnog proračuna Republike Srpske za razdoblje 2023-2025. godine (u daljnjem tekstu: Revidirani DOB RS 2023-2025);
- 3) Sva nova zaduženja u kojima se kao zajmoprimateelj pojavljuje Republika Srpska, odnosno Bosna i Hercegovina, bit će ugovorena sukladno procedurama propisanim Zakonom o zaduživanju, dugu i jamstvima Republike Srpske, odnosno Zakonom o zaduživanju, dugu i jamstvima Bosne i Hercegovine¹⁴, a uz aktivno učešće Ministarstva financija Republike Srpske;
- 4) Sva nova zaduženja u kojima se kao zajmoprimateelj pojavljuje BiH, a Republika Srpska kao supsidijarni zajmoprimateelj bit će ugovorena sukladno procedurama propisanim Zakonom o zaduživanju, dugu i jamstvima BiH, odnosno posredstvom Ministarstva financija i trezora BiH;
- 5) Neće doći do izmjena zakonske legislative kojima bi se omogućilo priznavanje (preuzimanje) duga od drugih razina vlasti;
- 6) Izmirenje verificiranih obveza reguliranih Zakonom o unutarnjem dugu Republike Srpske (u daljnjem tekstu: ZoUD RS) vršit će se sukladno projekcijama uključenim u Revidirani DOB RS 2023-2025;
- 7) Centralna banka Bosne i Hercegovine (u daljnjem tekstu: CB BiH) nastavit će da održava monetarnu stabilnost sukladno aranžmanu valutnog odbora, prema odredbama Zakona o Centralnoj banci, i neće izdavati vrijedonosne papire 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 inozemnom financijskom tržištu Republike Srpske će biti održavana i proširena u srednjem roku;
- 10) Mogućnost novih povećanja referentne kamatne stope Europske centralne banke¹⁶ i Federalnih rezervi Sjedinjenih Američkih država (FED), uzimajući u obzir nekoliko

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 [Aktualni 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. Aktualni 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.

¹⁶ Europska centralna banka; [Saopćenje za javnost od 16.03.2023. godine](#).

uzastopnih povećanja u protekloj godini, kao i aktualna kretanja na međunarodnom tržištu;

11) Zajmodavci će nuditi sredstva po prihvatljivim uvjetima;

12) Ostalim analitičkim pretpostavkama koje su korištene u svrhu kvantitativne analize Strategije prezentiranim u Pravitku 2.

Tablica 1: Pregled makroekonomskih pokazatelja za razdoblje 2018-2022. godine i projekcije za razdoblje 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 plaće 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

Tablica 2: Fiskalni okvir za razdoblje 2022-2025¹⁸

	2022	Proračun 2023	Rev. DOB 2024	Rev. DOB 2025
A. PRORAČUNSKI 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. PRORAČUNSKI 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 Proračunska rezerva	0,0	7,8	9,8	9,6
C. BRUTO PRORAČUNSKI SUFICIT/DEFICIT (A-B)	-140,9	-105,1	-8,5	111,0
D.NETO IZDACI ZA NEFINANCIJSKU IMOVINU	-146,7	-156,1	-138,1	-138,1
E. PRORAČUNSKI SUFICIT/DEFICIT (C+D)	-287,6	-261,2	-146,5	-27,1
F. NETO FINANCIRANJE (G+H+I)	211,0	261,2	146,5	27,1
G. NETO PRIMICI OD FINANCIJSKE IMOVINE	78,1	100,2	109,4	111,8
H. NETO ZADUŽIVANJE	154,0	187,4	59,6	-63,6

¹⁷ Sukladno Uredbi Europskog parlamenta i Vijeća (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 tablici nisu prikazani podaci za prethodne godine.

¹⁸ Proračun Republike Srpske u užem smislu tj. opći fond 01.

Tablica 2: Fiskalni okvir za razdoblje 2022-2025¹⁸

	2022	Proračun 2023	Rev. DOB 2024	Rev. DOB 2025
I. OSTALI NETO PRIMICI	-21,1	-26,4	-22,4	-21,2

Izvor: MF RS

Postojeći portfelj duga

Pregled portfelja

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

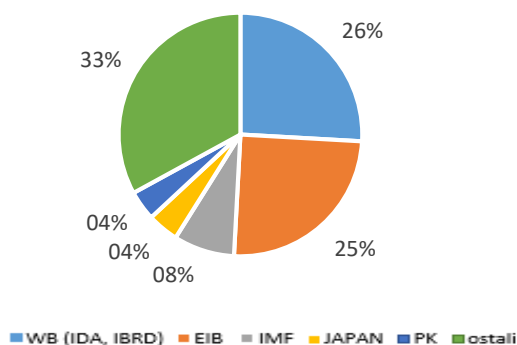
Vanjski dug obuhvaćen Strategijom sastoji se od:

- 1) relevantnog vanjskog duga, tj. zajmova ugovorenih posredstvom Ministarstva financija 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 promatranog duga, te 25,5% BDP-a).
- 2) izravnog vanjskog duga (dug koji je Republika Srpska izravno ugovorila sa vanjskim kreditorima);
Stanje izravnog vanjskog duga sa 31.12.2021. godine iznosi 946,8 miliona KM (548,7 miliona USD, što predstavlja 17,0% ukupnog promatranog 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 razdoblje 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 razdoblje 2022-2025. godine, za pomenute kredite uzeto je da je stanje duga jednako nuli, obzirom da po istim nema više otplata. Usljed toga, vrijednosti pojedinih indikatora troškova i rizika na dan 31.12.2021 godine prikazane u Strategiji razlikuju se od vrijednosti istih indikatora prikazanih u Informaciji o dugu sa stanjem na dan 31.12.2021. godine.

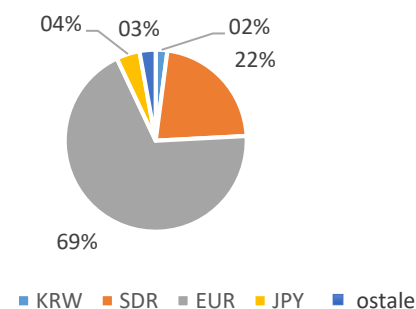
Struktura vanjskog duga po kreditorima



Struktura vanjskog duga prema vrsti kreditora



Struktura vanjskog duga po valutama



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

Unutarnji 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 promatranog duga, te 8,0% BDP-a). Rok dospijeaća obveznica emitiranih sa amortizacijskom otplatom je 5 godina, sa grace razdobljem od jedne godine, dok je rok dospijeaća obveznica emitiranih 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 promatranog duga, te 1,5% BDP-a). Ovi krediti otplaćuju se uz fiksnu ili varijabilnu kamatnu stopu, sa rokom dospijeaća od 6 do 12 godina i grace razdobljem od jedne do tri godine, uz amortizacijsku otplatu.

3) obveznica emitiranih za izmirenje obveza definiranih ZoUD RS i to:

- i) obveznice za izmirenje obveza na temelju ratne štete sa rokom dospijeaća od 13 do 15 godina i grace razdobljem od 3 do 5 godina, uz kamatnu stopu od 1,5% i amortizacijsku otplatu;
- ii) obveznice za izmirenje obveza na temelju stare devizne štednje sa rokom dospijeaća od 5 godina, bez grace razdoblja, uz kamatnu stopu od 2,5% i amortizacionu otplatu;
- iii) obveznice za izmirenje obveza prema dobavljačima i na temelju izvršnih sudskih odluka, sa rokom dospijeaća od 15 godina i grace razdobljem od 5 godina, uz kamatnu stopu od 1,5% i amortizacijsku 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 promatranog duga, te 1,6% BDP-a).

4) Verificiranog duga po neizmirenim vansudskim poravnanjima sklopljenim na temelju ratne štete, koji se izmiruje emisijom obveznica, i to sa rokom dospijeaća od 13 godina i grace razdobljem od 3 godine, uz kamatnu stopu od 1,5% i amortizacijsku otplatu;

Stanje duga po ovim obvezama, na dan 31.12.2021. godine, iznosi 15,2 miliona KM (8,8 miliona USD, što predstavlja 0,3% ukupnog promatranog duga, te 0,1% BDP-a).

5) gotovinskih isplata (prema akcionom planu) za izmirenje obveza na ime izvršnih sudskih odluka na temelju ratne štete i općih obveza, u skladu sa ZoUD RS, gotovinskih isplata na temelju stare devizne štednje, te obveza za refundacije poreza općinama i fondovima na temelju 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 promatranog duga, te 0,3% BDP-a).

Rashodi za razdoblje 2023-2025. godine planirani u Revidiranom DOB-u RS 2023-2025 uvećani su za procijenjeni iznos dospijeaća obveza po planiranim emisijama i novčanim isplatama (na temelju procijenjene dinamike verifikacije ratne štete, stare devizne štednje i općih obveza u pomenutom razdoblju), što se odražava na potrebe za financiranjem.

Najvažniji indikatori troškova i rizika postojećeg portfelja prikazani su tablicom 3, dok su tablicom 4 prikazane vrijednosti indikatora troškova i rizika u razdoblju 2017-2021. godine.

Tablica 3: Indikatori troškova i rizika postojećeg portfelja²⁰

	Vanjski dug	Unutarnji dug	Ukupan dug
Iznos (u milijunima KM)	4.134,8	1.435,6	5.570,4
Iznos (u milijunima 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 ponderirana kamatna stopa ²¹ , u % (WAIR)	2,1	3,0	2,3
Rizik refinanciranja			
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

Tablica 4: Vrijednosti indikatora troškova i rizika na kraju godine u razdoblju 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 ponderirana kamatna stopa, u % (WAIR)	2,2	2,3	2,3	2,1	2,3
Rizik refinanciranja					
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 unutarnjeg 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 Ponderirana 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.

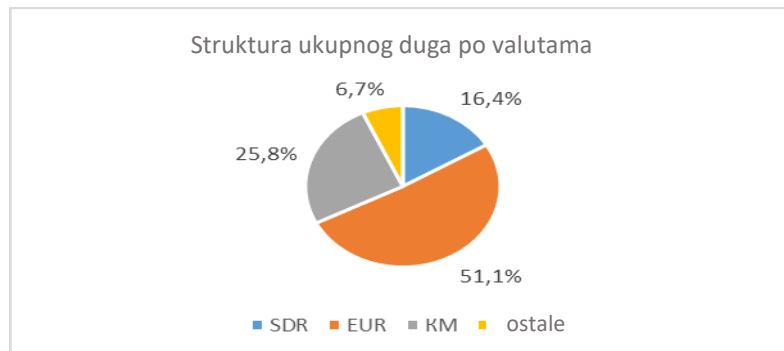
²² Pod terminom „Kratkoročni vanjski dug“ se za potrebe izrade MTDS promatra vanjski dug koji ima dospelje u narednoj godini, iako isti de facto i de iure nije kratkoročni dug.

²³ Pod terminom „Kratkoročni vanjski dug“ se za potrebe izrade MTDS promatra 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 kojom se rukovalo pri zaduživanju u prošlosti, a to je maksimiziranje vanjskog financiranja po koncesijskim uvjetima. Stoga portfelj duga karakterizira veliki broj kredita vanjskog duga sa relativno dugim rokom dospeljeća i niskom prosječnom kamatnom stopom.

Uopćeno gledajući, postojeći portfelj karakterizira nisku razinu troškova. Ponderirana prosječna kamatna stopa ukupnog duga je 2,3%, vanjskog duga 2,1%, a unutarnjeg duga 3,0%. Ovo je u najvećoj mjeri rezultat vanjskih koncesijskih zajmova, te niske kamatne stope koju nose obveznice za izmirenje obveza unutarnjeg duga, definiranih ZoUD RS.

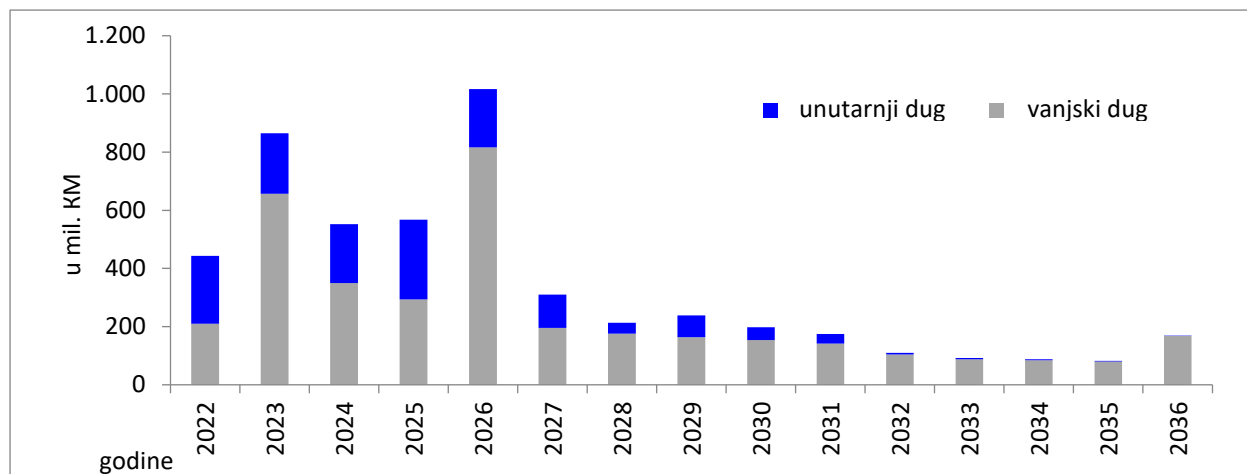
Valutni rizik je umjeren. Od ukupnog portfelja, 51,1% denominirano u euru, dok je 25,8% denominirano u konvertibilnim markama. S obzirom na važeći aranžman valutnog odbora, kojim je domaća valuta vezana za EUR, samo je 23,2% ukupnog portfelja izloženo valutnom riziku (tj. 18,1% ukoliko se SDR dekomponuje na sastavne valute i isključi dio zasnovan na EUR-u). U USD je denominirano 1,2% portfelja (tj. 8,1% ukoliko se SDR dekomponuje na sastavne valute), što nosi određenu razinu rizika, imajući u vidu fluktuacije USD u proteklom, kao i procjene za naredno razdoblje.



Rizik refinanciranja i refiksiranja je umjeren. Od ukupnog portfelja, 80,4% je ugovoreno sa fiksnim uvjetima. Prosječno vrijeme do dospeljeća ukupnog portfelja je 6,0 godina. Prosječno vrijeme do dospeljeća vanjskog duga je 6,8 godina, što je rezultat dugoročnih koncesijskih zajmova, a prosječno vrijeme do dospeljeća unutarnjeg duga je 3,5 godine. Grafikonom 1. predstavljen je profil otplate postojećeg duga u razdoblju od narednih 15 godina, iz kojeg je vidljiv značajan skok u otplati duga u 2023. godini, te u 2026. godini, kao rezultat dospeljeća obveza na temelju vanjskog duga (15,9% ukupnog promatranog vanjskog duga dospeljeva u 2023. godini, dok 19,7% ukupnog promatranog vanjskog duga dospeljeva u 2026. godini) i to najvećim dijelom na temelju obveznica emitiranih 2018. godine i 2021. godine, kao i usljed početka otplate RFI²⁴ kredita Međunarodnog monetarnog fonda 2023. godine, više tranši kredita Europske investicijske banke, te jednokratne otplate prve tranše kredita Europske 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 niskoj razini predstavlja izazov za Republiku Srpsku, uzimajući u obzir promjenu u strukturi izvora financiranja. Postojeći portfelj duga karakteriziraju relativno povoljni indikatori troškova i rizika, zahvaljujući značajnoj zastupljenosti koncesijskih izvora financiranja, te obveznica za izmirenje obveza na temelju unutarnjeg duga sa niskim troškovima i dugim rokom dospeljeća. S obzirom da će u budućnosti koncesijski izvori financiranja biti manje dostupni, bit će potrebno veće oslanjanje na komercijalne vanjske i domaće izvore, vodeći računa o tome da porast razina troškova i rizika bude prihvatljiv. Također, treba imati u vidu i aktualnu situaciju na međunarodnom financijskom 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 financijskom tržištu u vidu rasta kamatnih stopa i deviznih tečajeva.

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

U 2021. godini upravljanje dugom vršeno je sukladno smjernicama definiranim Strategijom upravljanja dugom za razdoblje 2020-2023. godine (u daljnjem tekstu: Strategija 2020-2023), koju je Vlada Republike Srpske usvojila u veljači 2021. godine.

U svrhu ispunjenja osnovnog cilja upravljanja dugom, definiranog dokumentom Strategija 2020-2023. godine, tj. osiguranja potrebnih financijskih sredstava putem zaduživanja, u 2021. godini investicijski projekti su financirani iz vanjskih koncesijskih izvora, dok je financiranje proračunske potrošnje osigurano najvećim dijelom putem emisije vrijedonosnih papira na međunarodnom tržištu (80,2%), te putem vanjskih kredita (13,7%), dok je manji dio financiranja proračunske potrošnje (6,1%) osiguran iz domaćih izvora, tj. putem vrijedonosnih papira emitiranih na domaćem tržištu.

Od ukupnog financiranja (za potrebe proračunske potrošnje i investicijskih projekata) u 2021. godini, putem vanjskih instrumenata realizirano je 94,7% (od čega su fiksni 89,7%, te u valuti EUR 99,1%), a udio fiksnih instrumenata u ukupnom financiranju iznosilo je 90,3%. U pogledu

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

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

U narednoj tablici prikazana je struktura financiranja proračunske potrošnje u 2021. godini planirana Strategijom 2020-2023. godine, te realizirano financiranje u 2021. godini, po instrumentima.

Tablica 5: Struktura financiranja proračunske potrošnje planirana strategijom i realizirano financiranje u 2021. godini, po instrumentima

Instrumenti	Planirano	Realizirano
Vanjski varijabilni EUR	11,1%	1,2%
Vanjski fiksni EUR	0,0%	12,5%
Euroobveznice	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 financiranja proračunske potrošnje u 2021. godini realizirano je 86,5%, pri čemu realizacija vanjskih komercijalnih fiksnih instrumenata iznosi 85,7%, realizacija unutarnjih fiksnih instrumenata 66,2%, a realizacija vanjskih koncesijskih varijabilnih instrumenata iznosi 9,2%²⁵ (sve denominirano u EUR-u), jer su isti zamijenjeni vanjskim koncesijskim fiksnim instrumentima.

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

Narednom tablicom prikazana je struktura financiranja investicijskih projekata u 2021. godini planirana Strategijom 2020-2023. godine, te realizirano financiranje u 2021. godini, po instrumentima.

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

Tablica 6: Struktura financiranja investicijskih projekata planirana strategijom i realizirano financiranje u 2021. godini, po instrumentima

Instrumenti	Planirano	Realizirano
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 financiranje investicijskih projekata, u 2021. godini realizirano je 60,0%, pri čemu realizacija vanjskih instrumenata sa varijabilnom kamatnom stopom (denominiranih u EUR-u) iznosi 59,1%, a vanjskih instrumenata sa fiksnom kamatnom stopom 61,5% (denominiranih u EUR-u 105,3%, a u drugoj stranoj valuti osim EUR 21,0%). U 2021. godini, mogućnost odabira uvjeta otplate prilikom povlačenja tranši postojala je kod četiri tranše, realizirane na temelju tri ranije odobrena kredita (što predstavlja 2,8% vanjskog financiranja, tj. 2,7% ukupnog financiranja), te je kod sve četiri povučene tranše sa pomenutom mogućnosti odabrana fiksna kamatna stopa, a ponderirana prosječna kamatna stopa iznosi 1,1%.

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

Narednom tablicom prikazane su ciljne vrijednosti indikatora strukture duga i vrijednosti istih u razdoblju 2015-2021. godine (na kraju razdoblja).

Tablica 7: Identificirani indikatori strukture duga i njihove vrijednosti u razdoblju 2015-2021. godine

Cilj	Indikator	ciljne vrijednosti	Vrijednosti				
			2017	2018	2019	2020	2021
Upravljanje valutnim rizikom							
	Vanjski dug, isključujući dug u EUR (% ukupnog promatranog duga)	≤ 35	26,5	25,9	24,5	25,5	23,2
Rast učešća unutarnjeg duga							
	Unutarnji dug (% ukupnog promatranog duga)	≥ 20	35,9	28,8	30,1	33,0	25,8
Upravljanje rizikom refinanciranja							
	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 integriranog razvoja koridora rijeka Sava i Drina uz korištenje višefaznog programskog pristupa, Kredit Svjetske banke (WB IBRD) za Projekat "Hitna pomoć poduzećima", te kredit Međunarodnog fonda za razvoj poljoprivrede (IFAD) za „Projekat razvoja seoskog poduzetništva i poljoprivrede“.

Tablica 7: Identificirani indikatori strukture duga i njihove vrijednosti u razdoblju 2015-2021. godine

Cilj	Indikator	ciljne vrijednosti	Vrijednosti				
			2017	2018	2019	2020	2021
	Dug po fiksnim uvjetima (% ukupnog promatranog duga)	≥ 60	71,9	78,6	81,3	79,1	80,4
Upravljanje troškovima duga							
	Ponderirana 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 razdoblju, vidimo da učešće vanjskog duga isključujući dug u EUR ima propadajući 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 unutarnjeg duga u ukupnom dugu do 2017. godine ima rastući trend, dok u 2018. godini opada (usljed zamjene domaćih instrumenata financiranja vanjskih instrumentima, i to najvećim dijelom u vidu obveznica emitiranih na međunarodnom financijskom tržištu), a zatim u 2019. i 2020. godini ponovo raste, ali je i dalje ispod razine koja je zabilježena 2017. godine. U 2021. godini dolazi do ponovnog pada učešća unutarnjeg duga u ukupnom dugu, a kao posljedica emisije obveznica na međunarodnom financijskom tržištu.

Prosječno vrijeme do dospelja 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 grace razdoblje od 3 godine). Pad indikatora prosječno vrijeme do dospelja je nastavljen i u 2021. godini i dostigao je najnižu vrijednost u cijelom posmatranom razdoblju. 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 uvjetima u ukupnom dugu imalo je rastući trend u cijelom posmatranom razdoblju osim u 2020. godini kada je vrijednost ovog indikatora smanjena, a što je najvećim dijelom posljedica kreditnog zaduženja kod Međunarodnog monetarnog fonda - RFI. Ponderirana prosječna kamatna stopa tijekom promatranog razdoblja je imala volatilan trend, s tim da promjene nisu bile značajne.

Izvori financiranja

Strategija se u promatranom srednjoročnom razdoblju temelji na financiranju, uglavnom, putem emisija vrijedonosnih papira na domaćem i međunarodnom financijskom tržištu. Koncesijski izvori financiranja će, shodno dostignutom stupnju razvitka Republike Srpske, u promatranom razdoblju, biti dostupni u manjem obimu. Osim toga, važno je istaći da je dobijanje koncesijskih sredstava za financiranje proračunske potrošnje najčešće uvjetovano

²⁷ Isto kao pod 20.

ispunjavanjem ciljeva postavljenih na razini Bosne i Hercegovine što može biti ograničavajući faktor.

Narednom tablicom prikazani su vanjski izvori financiranja predviđeni Strategijom.

Tablica 8: Vanjski izvori financiranja

Naziv kreditora	Kamatna stopa	Rok otplate	Grace razdoblje	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 refinanciranja
Euroobveznice	fiksna	5	4	EUR	rizik refinanciranja
Ostali kreditori ²⁸	varijabilna/fiksna	10-18	0-3	EUR	rizik refiksiranja za varijabilnu kamatu

Izvor: MF RS

Unutarnji izvori financiranja koriste se za financiranje proračunske potrošnje. Investitori u domaće vrijedonosne papire, tj. obveznice i trezorske zapise, su investitori pretežno sa sjedištem u Bosni i Hercegovini. Investitori su, prije svega, domaće banke, zatim osiguravajuća društva, fondovi i drugi. Potrebno je imati u vidu da limiti banaka u smislu njihove izloženosti prema javnom sektoru mogu predstavljati potencijalno ograničenje financiranja, uzimajući u obzir projicirani proračunski deficit u razdoblju 2023-2025. godine i ukupne potrebe za zaduživanjem u razdoblju 2022-2025. godine. Trgovanje obveznicama i trezorskim zapisima na sekundarnom tržištu je omogućeno, ali se isto prakticira u ograničenom opsegu. Najčešći vid sekundarnog prometa je vezan za trgovanje obveznicama ratne štete, stare devizne štednje i općih obveza. Razvoj sekundarnog tržišta vrijednosnih papira svakako predstavlja jedan od preduvjeta za privlačenje investitora. Osim pomenutih vrijedonosnih papira, Republika Srpska ima mogućnost korištenja kredita domaćih banaka kao instrumenta financiranja, ukoliko se ocijeni da su u određenom momentu krediti povoljniji instrument u odnosu na obveznice.

Prilikom odabira tržišta na kome će se vršiti zaduživanje, valute zaduživanja i instrumenata financiranja u narednom razdoblju će se uzimati u obzir stanje i trend razvoja domaćeg i međunarodnog financijskog tržišta (razina kamatnih stopa, premije rizika, krivulje prinosa i sl.) i prihvatljiva razina izloženosti rizicima.

Politika upravljanja dugom će se voditi ostvarivanjem, prije svega srednjoročno identificiranim ciljeva, uz napomenu da će se odluke o kratkoročnim i dugoročnim zaduživanjima donositi godišnje sukladno odredbama Zakona o zaduživanju, dugu i jamstvima Republike Srpske. U ovisnosti od promjene osnovnih fiskalnih agregata i nepredviđenih okolnosti²⁹ moguća je korekcija plana zaduživanja tijekom 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 osiguranje finansijskih sredstava potrebnih za izvršenje proračuna Republike Srpske, financiranje odobrenih investicijskih projekata, te refinanciranje promatranog duga, uz najniže troškove financiranja i prihvatljivu razinu rizika.

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

- 1) Kontinuirana promidžba i prisustvo na domaćem i međunarodnom finansijskom tržištu putem emisija vrijedonosnih papira i drugih instrumenata, što bi, u uvjetima nepredvidivih globalnih šokova, doprinijelo smanjenju troškova zaduživanja u srednjem i dugom roku;
- 2) osigurati portfelj duga sukladno sa ranije identificiranim indikatorima strukture duga - profil dospeljeća duga, struktura kamatnih stopa, troškovi zaduživanja, stanje unutarnjeg 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 razdoblju (2022-2025), prethodno pomenuti ciljevi će biti ostvareni kroz strategiju *diverzifikacije izvora financiranja, instrumenata i baze investitora.*

Ova strategija se bazira na financiranju proračunske potrošnje putem emisije srednjoročnih vrijedonosnih papira, sa „bullet“ i amortizacijskom otplatom, najvećim dijelom na međunarodnom finansijskom tržištu i u manjoj mjeri na domaćem finansijskom tržištu. Za financiranje investicijskih projekata koriste se vanjski izvori financiranja, kao rezultat maksimalnog iskorištavanja pristupa koncesijskim izvorima (WB, EIB, EBRD, KfW itd.), što doprinosi smanjenju rizika refinanciranja i minimalno mogućeg troška. Prosječno učešće financiranja iz domaćih izvora je smanjeno u korist financiranja iz vanjskih izvora.

Ova strategija omogućava unapređenje pozicije Republike Srpske u pogledu budućih izvora financiranja, i to kroz prisustvo na međunarodnom finansijskom tržištu, razvoj domaćeg finansijskog tržišta korištenjem kratkoročnih³⁰ i srednjoročnih instrumenata, uz prihvatljiv rast troškova i razina rizika, a koji je ublažen nastavkom korištenja dostupne podrške multilateralnih kreditora.

U narednoj tablici prikazani su stilizirani instrumenti financiranja portfelja duga, učešće u bruto financiranju za razdoblje 2022-2025. godine, te procijenjeno učešće istih u portfelju duga na kraju 2025. godine.

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

Tablica 9: Instrumenti financiranja portfelja duga, učešće istih u bruto financiranju za razdoblje 2022-2025. godine, te procijenjeno učešće istih u portfelju duga na kraju 2025. godine

Naziv instrumenta	Rok otplate	Grace razdoblje	% portfelja na kraju 2021. godine	% bruto potreba za financiranjem				% portfelja na kraju 2025. godine	
				prosjeak tijekom razdoblja a	2022	2023	2024		2025
Vanjski var. USD (koncesijski)	18	4	1,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,2
Vanjski var. EUR (koncesijski)	15	3	12,1	11,3	18,1	11,6	7,9	5,4	13,7
Vanjski fiksni USD (koncesijski)	20	5	16,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	8,3
Vanjski fiksni EUR (koncesijski)	20	5	22,5	17,7	34,0	11,1	3,5	27,4	24,3
IMF var. USD (koncesijski)	5	3	6,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,5
Euroobveznice 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 razdoblje od 2022-2025. godine prikazani su narednom tablicom.

Tablica 10: Indikatori troškova i rizika strategije u razdoblju 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 ponderirana kamatna stopa, u % (WAIR) ³¹	2,3	2,3	2,9	4,0	4,6
Rizik refinanciranja					
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 unutarnjeg 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 ponderirane kamatne stope za razdoblje 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.

Tablica 10: Indikatori troškova i rizika strategije u razdoblju 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 promatranog četvorogodišnjeg razdoblja, u odnosu na stanje na kraju 2021. godine, bit će pogoršani indikatori troškova zaduživanja (iznos kamate u odnosu na BDP i prosječna ponderirana kamatna stopa), indikatori rizika refinanciranja (učešće duga koji dospijeva 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 financiranja, te projiciranog proračunskog deficita i potreba za zaduživanjem za razdoblje 2022-2025. godine. Također, treba imati u vidu i aktualnu situaciju tj. poremećaje na međunarodnom financijskom tržištu u vidu rasta kamatnih stopa i deviznih tečajeva. S druge strane, na kraju promatranog četvorogodišnjeg razdoblja smanjit će se nominalni iznos duga u odnosu na BDP, te će se poboljšati indikator rizika refinanciranja u vidu prosječnog vremena do dospelja unutarnjeg 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 financiranje potreba, te indikator valutnog rizika u vidu učešća vanjskog duga isključujući dug u EUR u ukupnom dugu).

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

Tablica 11: Indikatori troškova i rizika ostvareni u razdoblju 2017- 2021. godine, te procijenjene vrijednosti indikatora za razdoblje 2022 - 2025. godine prema različitim scenarijima o kretanju deviznog tečaja 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 postotnih poena u 2023. godini.

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

Tablica 11: Indikatori troškova i rizika ostvareni u razdoblju 2017- 2021. godine, te procijenjene vrijednosti indikatora za razdoblje 2022 - 2025. godine prema različitim scenarijima o kretanju deviznog tečaja 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 na temelju ekstremnog šoka deprecijacije domaće valute u odnosu na strane (scenarij 1 - deprecijacija tečaja KM/USD od trideset postotnih poena u 2023. godini), dok najveće pogoršanje vrijednosti iznosa kamate u odnosu na BDP i prihode nastaje na temelju ekstremnog šoka na vrijednosti kamatnih stopa (scenarij 2 - kamatne stope u 2023. godini su veće za četiri postotna poena na srednjoročne domaće i dugoročne vanjske instrumente i za dva postotna poena na kratkoročne domaće instrumente).

Pri implementaciji strategije, aktivnosti zaduživanja će se vršiti sukladno najboljim praksama, i to:

- 1) aktivnosti na domaćem i međunarodnom financijskom tržištu će se obavljati profesionalno, transparentno, svrsishodno i pravodobno, a ugovorene obveze će se uredno izvršavati;
- 2) odabir uvjeta zaduživanja će biti usmjeren (po redoslijedu prioriteta) na refinanciranje duga, osiguranje sredstava za financiranje izvršenja proračuna, usklađenost sa odredbama Zakona o fiskalnoj odgovornosti i ostvarenje identificiranim indikatora duga;
- 3) prilikom planiranja zaduživanja naglasak će biti na razvoju i proširenju dugoročnih mogućnosti zaduživanja na financijskom tržištu;
- 4) bit će osigurani najpovoljniji uvjeti zaduživanja, imajući u vidu izradu i po potrebi revidiranje srednjoročnog plana zaduživanja i kalendara aukcija zasnovanog na gotovinskom tijeku kako bi se osigurao stabilan obrazac ukupnih gotovinskih priliva u proračun na mjesečnoj razini.

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

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

- 1) razvoj i održavanje suradnje sa partnerima i investitorima na domaćem i inozemnom tržištu;
- 2) izrada i po potrebi revidiranje srednjoročnog plana zaduživanja i kalendara aukcija zasnovanog na gotovinskom tijeku kako bi se osigurao stabilan obrazac ukupnih gotovinskih priliva u proračun na mjesečnoj razini;
- 3) objavljivanje kalendara aukcija na kvartalnoj osnovi, u skladu sa mogućnostima, osiguranje informacija o planiranim aukcijama u dužem vremenskom razdoblju, 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 daljnji razvoj domaćeg tržišta vrijedonosnih papira;
- 5) praćenje kretanja portfelja duga u odnosu na identifikovane indikatore duga i godišnje izvješćivanje o vrijednostima istih, u cilju aktivnog upravljanja strukturom portfelja i postizanja optimalnih vrijednosti indikatora duga;
- 6) ispitivanje mogućnosti i harmonizacija praksi i procedura na domaćem tržištu vrijedonosnih papira 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) produljenje prosječne ročnosti duga koji se emitira u vidu vrijedonosnih papira, koliko je to moguće imajući u vidu situaciju na domaćem i međunarodnom tržištu,
- 2) produljenje prosječne ročnosti unutarnjeg duga,
- 3) smanjenje učešća vanjskog duga denominiranog u drugoj valuti osim „EUR“,
- 4) ravnomjerna raspodjela obveza otplate duga po godinama u narednom dugoročnom razdoblju.

Sukladno utvrđenim ciljevima i načelima upravljanja dugom, a imajući u vidu strukturu duga, promjenu u strukturi financiranja, kao i situaciju na finansijskim tržištima, bit će zadržani ranije identificirani indikatori strukture duga i njihove vrijednosti, predstavljeni u tablici 7, osim za prosječnu ponderiranu kamatnu stopu, čija vrijednost se mijenja na ≤ 5 , imajući u vidu aktualna kretanja na međunarodnom finansijskom tržištu u pogledu kontinuiranog rasta kamatnih stopa i prognoza za daljnji rast u narednom razdoblju.

Prilog 1. Ukupan dug i opseg 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.	Izravan 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.	Izravan vanjski dug	XX ⁴⁰	0,4%	23,8	13,8 \$	0,2%
1.1.3.	Javnih poduzeća 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.	Izravan vanjski dug	✓✓	0,5%	31,5	18,3 \$	0,3%
1.2.	Unutarnji 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.	verificirani unutarnji dug		4,0%	248,8	144,2 \$	2,0%
1.2.1.1.1.	Emitovane obveznice za izmirenje obveza definiranih ZoUD RS (SDŠ, RŠ, OO)	✓	3,1%	194,1	112,5 \$	1,6%
1.2.1.1.2.	Planirane emisije obveznica za izmirenje verificiranih obveza definiranih 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.	Izravno zaduženje	XX	3,1%	193,5	112,1 \$	1,5%
1.2.3.2.	Neizravno zaduženje	✓	0,0%	1,3	0,7 \$	0,0%
2	Jamstva (a+b+c)			784,6	454,7 \$	6,3%
a	Aktivirana jamstva RS	✓✓✓ ⁴¹	0,0%	1,4	0,8 \$	0,0%
b	Neaktivirana jamstva RS obuhvaćena ukupnim dugom ⁴²	XX	3,0%	185,0	107,2 \$	1,5%
c	Neaktivirana jamstva 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 tečaju USD/KM = 1,725631, prema tečajnoj listi CB BiH broj 259 od 31.12.2021. godine.

³⁷ Izravna obveza sa jasnom obvezom otplate.

³⁸ Neizravna obveza, ali nije utvrđen način otplate.

³⁹ Neizravna obveza sa jasnom obvezom otplate.

⁴⁰ Nije izravna niti neizravna obveza.

⁴¹ Izdata jamstva koja su aktivirana i konvertirana u dug Republike Srpske.

⁴² Jamstva RS izdata za izravna zaduženja jedinica lokalne samouprave i fondova socijalne sigurnosti koja nisu aktivirana.

⁴³ Jamstva RS izdata za izravna zaduženja javnih poduzeća i javnog sektora koja nisu aktivirana.

⁴⁴ Dug nastao izravnim zaduženjem jedinica lokalne samouprave, fondova socijalne sigurnosti, javnih poduzeća i Investicijsko razvojne banke Republike Srpske nije obuhvaćen Strategijom, jer isti ne predstavlja ni izravnu niti neizravnu obvezu Republike Srpske, te dio duga prema Pariškom klubu kreditora - Njemačka, za koji nisu utvrđeni uvjeti 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 generirani prema osnovnom i alternativnim scenarijima uz primjenu valutnih šokova i šokova kamatne stope. Troškovi su izračunati na temelju profila otplate duga prema osnovnom scenariju, a rizik je mjeran porastom u otplati duga kao rezultatom šokova kamatne stope i deviznih tečajeva.

Osnovni scenarij se bazira na najvjerojatnijim tržišnim uvjetima. Narednom tablicom prikazane su projekcije kamatnih stopa instrumenata i deviznog tečaja u razdoblju 2022-2025. godine, koje su korištene u osnovnom scenariju.

Tablica: Projekcija kamatnih stopa instrumenata financiranja i deviznog tečaja u razdoblju 2022-2025. godine

	2022	2023	2024	2025
Stilizirani instrumenti				
Vanjski var. USD (koncesijski)	4,39%	6,68%	6,75%	6,82%
Vanjski var. EUR (koncesijski)	1,98%	3,83%	4,04%	4,24%
Vanjski fiksni USD (koncesijski)	3,03%	5,32%	5,39%	5,46%
Vanjski fiksni EUR (koncesijski)	2,84%	4,69%	4,90%	5,10%
IMF var. USD (koncesijski)	3,67%	3,74%	3,81%	3,88%
Euroobveznice 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%
Tečaj				
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 tečaja:** deprecijacija tečaja KM/USD u iznosu od trideset postotnih poena u 2023. godini, u odnosu na polaznu pretpostavku o vrijednosti deviznog tečaja za tu godinu;
- **Šok kamatne stope:** u odnosu na osnovni scenarij kretanja kamatnih stopa, kamatne stope u 2023. godini su veće za četiri postotna poena na srednjoročne domaće i dugoročne vanjske instrumente i za dva postotna poena na kratkoročne domaće instrumente;
- **Kombinirani šok:** deprecijacija tečaja KM/USD od dvadeset postotnih 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 postotna poena na srednjoročne domaće i dugoročne vanjske instrumente i jednog postotnog poena na kratkoročne domaće instrumente.

B) STRATEGIJA UPRAVLJANJA DUGOM FEDERACIJE BiH

1. CILJEVI I OPSEG STRATEGIJE UPRAVLJANJA DUGOM

1.1. Ciljevi upravljanja dugom

Ciljevi upravljanja dugom Vlade Federacije BiH su:

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

1.2. Opseg Strategije

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

Tablica 1. Portfelj duga na dan 31.12.2022. godine, obuhvaćen Strategijom

Vrsta duga	Uključen (✓)/ Isključen (x)	Iznos (mil.KM)
<i>Vanjski dug FBiH, od čega:</i>		5.410,49
– Relevantni vanjski dug FBiH	✓	5.352,96
– Izravni vanjski dug FBiH	✓	57,53
<i>Unutarnji 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. Portfelj duga Vlade Federacije BiH

Portfelj 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 unutarnjeg duga u iznosu od 678,69 mil.KM (370,12 mil. USD ili 11,15% ukupnog duga).

⁴⁵ Tečajna 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

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

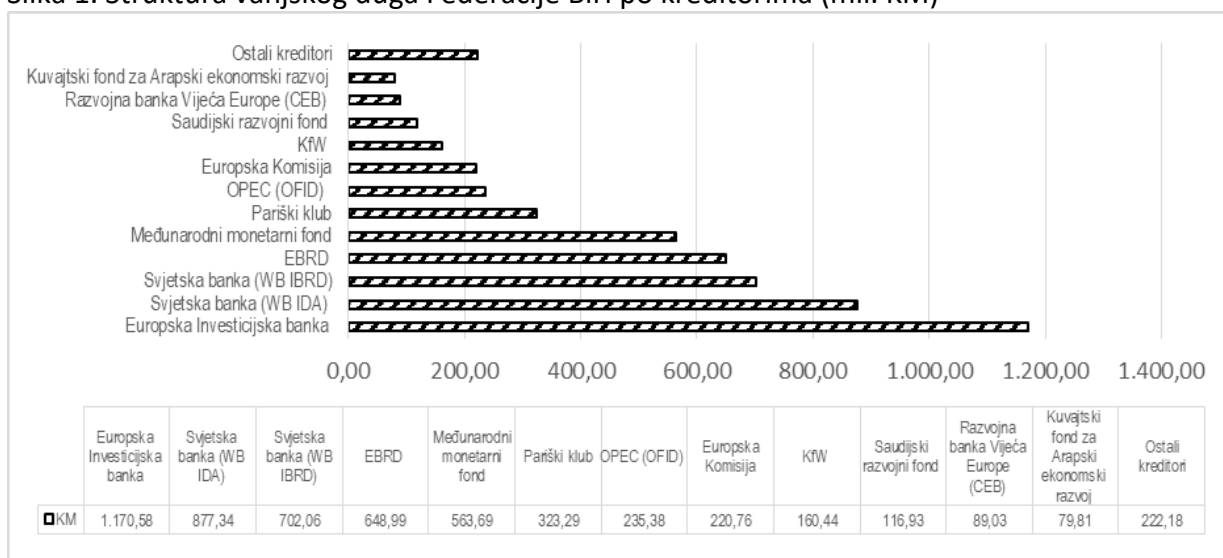
Opis	Vanjski dug	Unutarnji dug	Ukupni dug
Iznos (u mil. KM)	5.410,49	678,69	6.089,18
Iznos (u mil. USD)	2.950,58	370,12	3.320,70
Nominalni dug kao % BDP-a FBiH	18,43%	2,31%	20,74%

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 uvjeta i koncesijskih kamatnih stopa, najvećim dijelom ugovoren sa međunarodnim finansijskim institucijama i bilateralnim kreditorima.

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

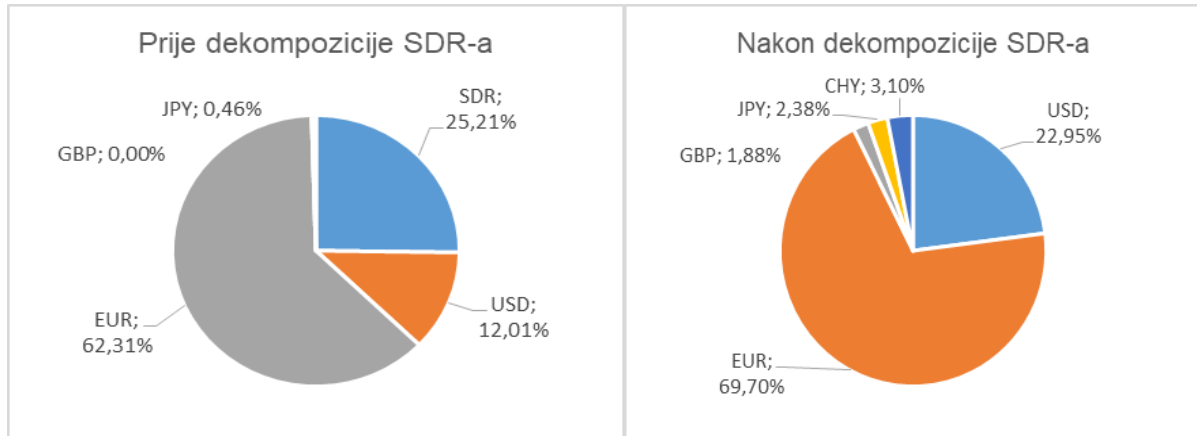


2.1.2. Valutna struktura vanjskog duga Federacije BiH

Valutna struktura vanjskog duga Federacije BiH definirana je dostupnim izvorima financiranja. Najzastupljenija valuta u portfelju 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

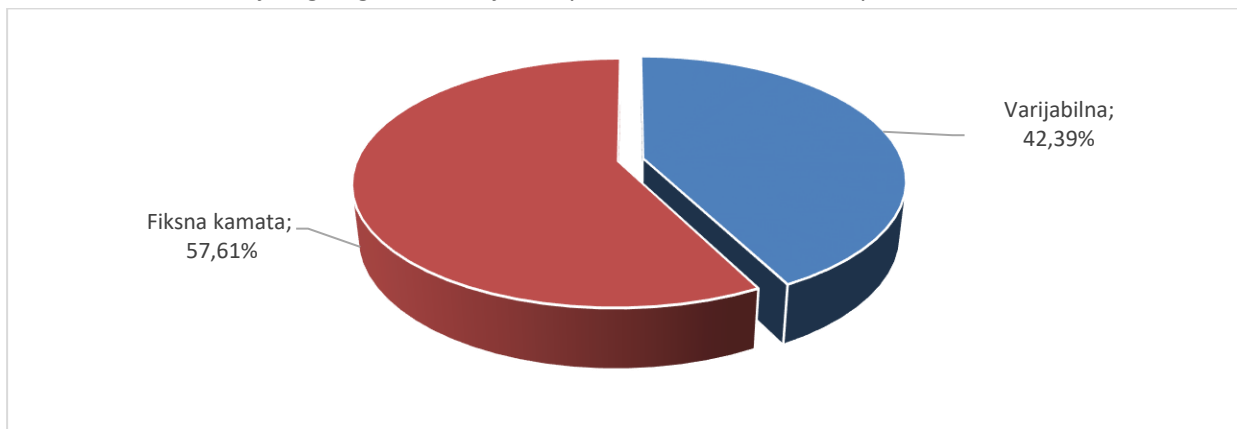


Dekompozicijom SDR-a, učešće EUR valute raste na 69,70%, a USD na 22,95% ukupnog vanjskog duga.

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 unutarnjeg duga Federacije BiH na dan 31.12.2022. godine

Unutarnji dug koji je uključen u Strategiju sastoji se od duga koji je nastao u skladu sa zakonom⁴⁸ u obliku vrijednosnih papira i unutarnjeg duga nastalog emisijom tržišnih vrijednosnih papira. Unutarnji dug ugovoren je u domaćoj valuti (KM) i sa fiksnim kamatnim stopama.

⁴⁸ Zakon o utvrđivanju i načinu izmirenja unutarnjih 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)

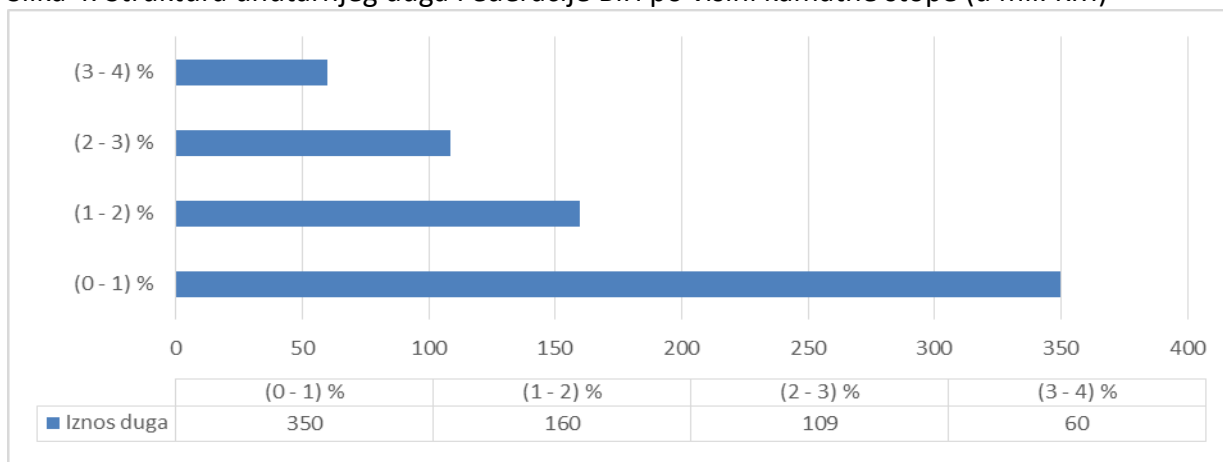
Tablica 3. Unutarnji dug Federacije BiH uključen u Strategiju

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

3.1.

2.2.1. Kamatna struktura unutarnjeg duga Federacije BiH

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



3. RIZICI PORTFELJA DUGA FEDERACIJE BiH

3.1. Karakteristike troškova i rizika portfelja duga Federacije BiH

Prosječna ponderirana kamatna stopa ukupnog portfelja duga Federacije BiH relativno je niska i iznosi 1,8%, što je rezultat odnosa obveznica emitiranih za izmirenje obveza na temelju 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 ponderirana kamatna stopa za vanjski dug također iznosi 1,8%.

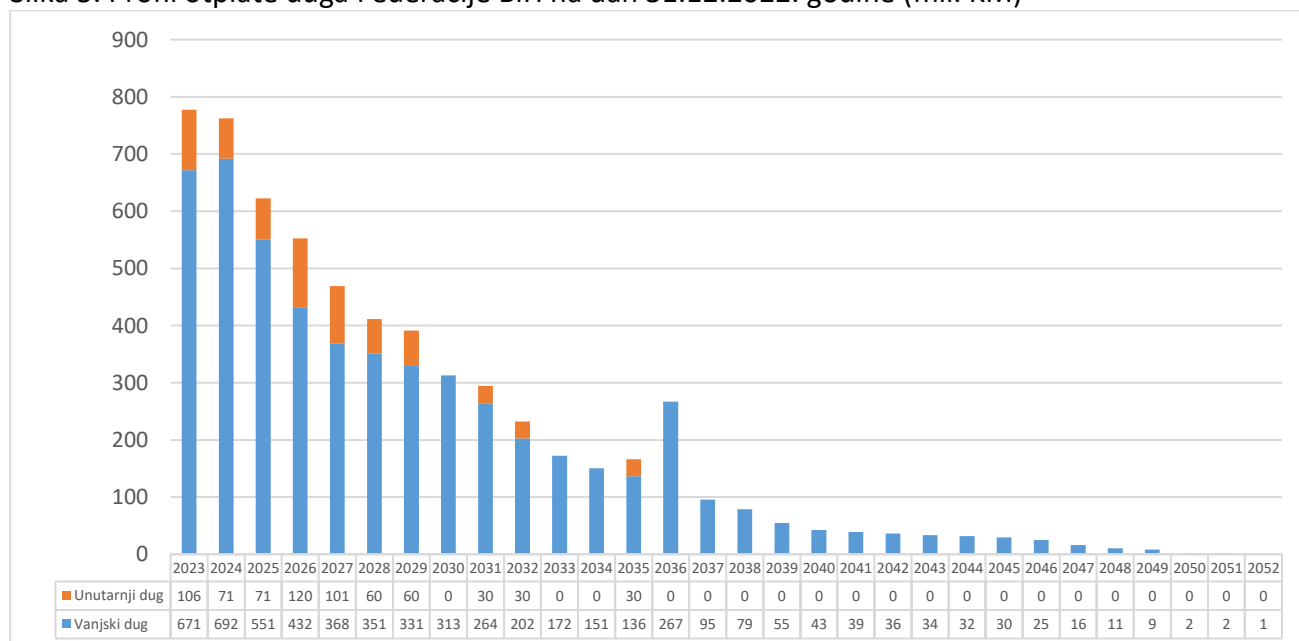
Tablica 5. Usporedni prikaz indikatora rizika portfelja duga Federacije BiH na dan 31.12.2022. godine u odnosu na indikatore na kraju 2021. godine

Indikatori rizika		Vanjski dug		Unutarnji dug		Ukupni dug	
		2021.	2022.	2021.	2022.	2021.	2022.
Iznos duga (milijuni KM)		5.406,6	5.410,5	754,3	678,7	6.160,9	6.089,2
Iznos duga (milijuni 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 ponderirana kamata (%)	1,2	1,8	1,2	1,3	1,2	1,8
Rizik refinanciranja	Prosječno vrijeme dospijeća (godine)	6,6	6,4	3,6	4,2	6,2	6,2
	Dospijeće duga u slijedećoj godini (% ukupnog)	8,2	12,4	33,9	15,6	11,5	12,8
	Dospijeće duga u slijedećoj 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 slijedećoj 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

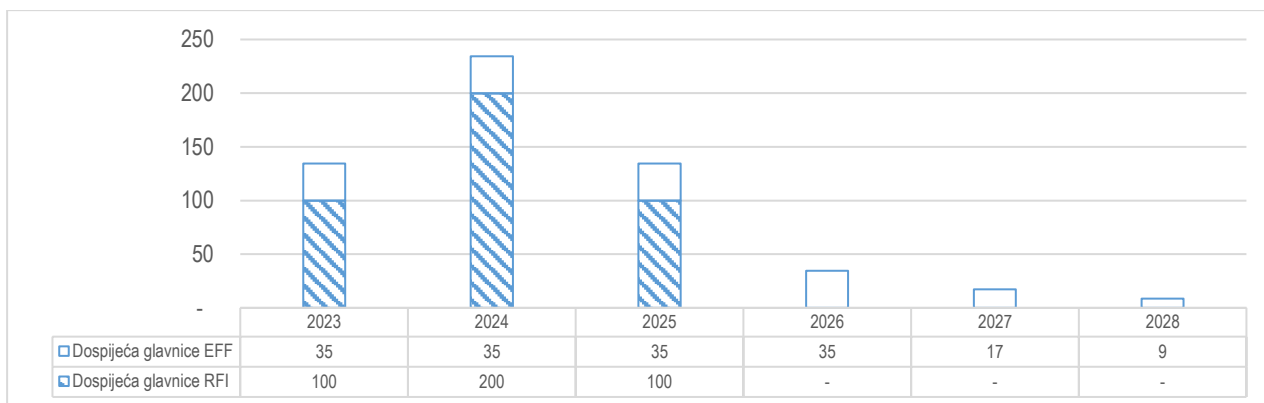
3.2. Rizik refinanciranja

Rizik refinanciranja je značajan i za unutarnji i za vanjski dug i koncentriran je na kratki i srednji rok. Prosječno vrijeme dospijeća (ATM) za unutarnji dug iznosi 4,2 godina, a za vanjski dug 6,4 godine. Prosječno vrijeme dospijeća ukupnog duga iznosi 6,2 godina. Prosječno vrijeme dospijeća unutarnjeg duga se polako produljuje zbog uspješnih emisija tržišnih obveznica na deset i petnaest godina kako bi se kompenziralo dospijeće obveznica emitiranih 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

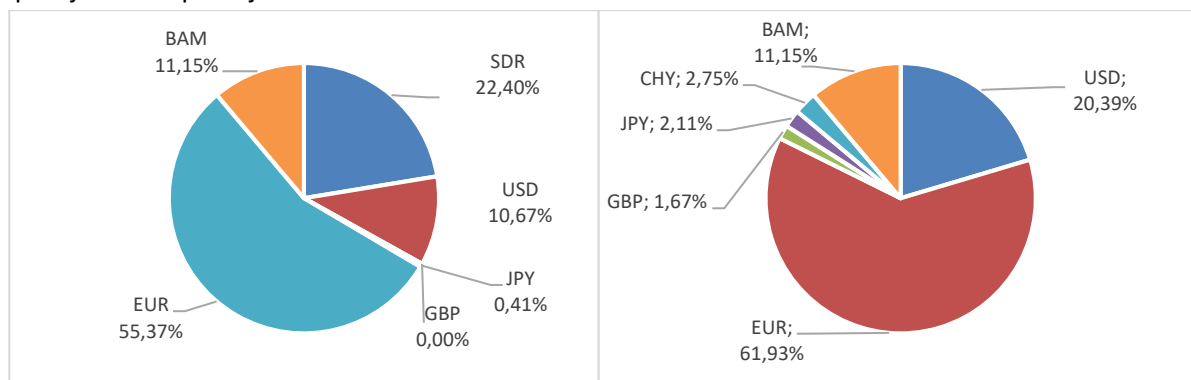
Učešće portfelja duga koji se refiksira unutar jedne godine iznosi 45,2% i rezultat je činjenice da je oko 38% vanjskog duga ugovoreno sa varijabilnom kamatnom stopom, kao i zbog kraćih rokova dospeljeća tržišnih vrijednosnih papira emitiranih na domaćem tržištu.

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

3.4. Valutni rizik portfelja duga Federacije BiH

Najzastupljenije valute u portfelju 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 portfelja vanjskog duga Federacije BiH je relativno velik. Nešto preko 35% vanjskog duga je osjetljivo na promjene deviznih tečajeva 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 gospodarska aktivnost na globalnoj razini. 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, Redovno ekonomsko izvješće, Br. 23, proljeće 2023

Prema indeksu potrošačkih cijena inflacija je na razini regije iznosila 11,8% u 2022. godini što predstavlja najvišu razinu 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 uvjetom sprovođenja strukturalnih 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 rashodnom pristupu u visini od 37,5 mlrd. KM, odnosno realni rast od 4%. Analiza komponenti BDP-a ukazuje na znatan rast domaće potrošnje na godišnjoj razini 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 naredne srednjoročna razdoblja 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 financija temelje se na projekcijama Direkcije za ekonomsko planiranje pri Vijeću ministara BiH iz ožujka 2023. godine i projekcijama međunarodnih institucija (MMF-a i Svjetske banke iz travnja, Europske komisije iz veljače 2023. godine)

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

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.

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 tijekom nastupajućeg razdoblja ograničiti rast javne potrošnje i preusmjeriti sredstva na investicijsku potrošnju, te bi se stoga i struktura rasta budućeg BDP-a mogla promijeniti. U tom slučaju investicije bi uz unaprijeđenje 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 financiranja na vanjskom tržištu značajno utječe globalni kreditni rejting države prikazan u tablici 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)

Tablica 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

Tablica 7. Makroekonomski rizici i implikacije po strategiju upravljanja dugom

<i>Realni sektor</i>		
- Rast	Srednja do visoka	Slaba vanjska potražnja ili veća financijska 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 financijske potrebe. Potencijalne obveze, bilo iz bankarskog sektora ili državnih poduzeća, mogle bi dovesti do povećanja bruto financijskih potreba i troškova financiranja i pogoršanja fiskalne bilance, što bi moglo rezultirati većim domaćim i vanjskim zaduženjem.
<i>Platna bilanca</i>		
- Vanjska potražnja/tečaj 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/tečaj valuta	Srednja do mala	Na rast cijena najveći utjecaj će imati rast cijena energenata, te rast cijena hrane, pića i režija. Veća inflacija bi mogla povećati troškove servisiranja duga.
<i>Financijski sustav</i>		
- Sveukupno stanje	Srednja	Stopa adekvatnosti kapitala bankarskog sustava je znatno viša od zakonskog minimuma i predstavlja zadovoljavajuću kapitaliziranost ukupnog sustava za postojeću razinu izloženosti rizicima i jak osnov za očuvanje njegove sigurnosti i stabilnosti.

5. IZVORI FINANCIRANJA

5.1. Vanjski izvori financiranja

Vanjska financijska sredstva koja Federaciji BiH stoje na raspolaganju i planira ih angažirati u razdoblju 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 financijskih institucija, a procjene ukazuju da bi se većina planiranih potreba moglo zadovoljiti financiranjem iz ovih izvora.

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

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

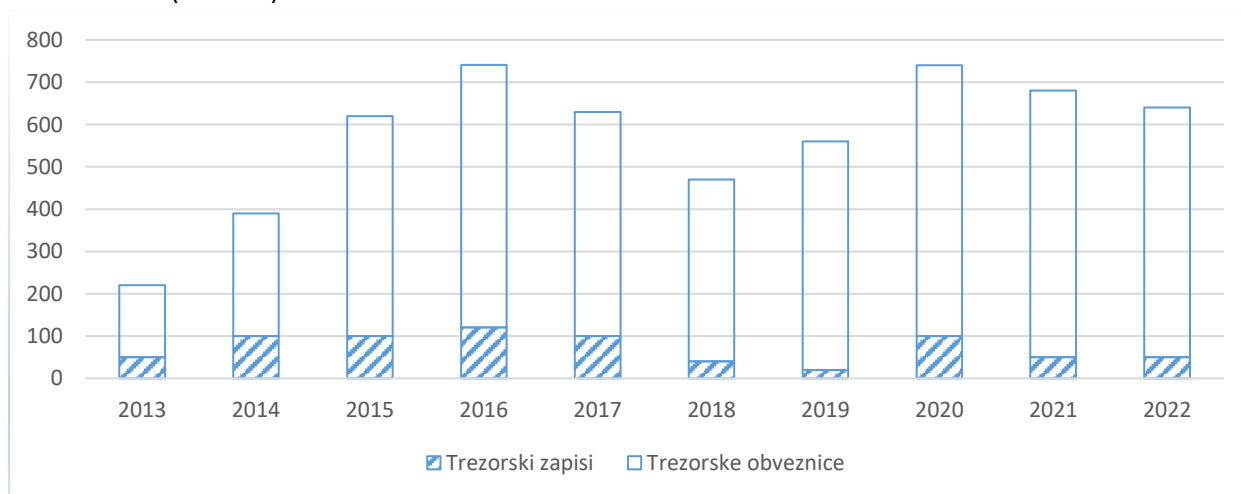
Tablica 8: Pregled ugovorenih i planiranih vanjskih izvora financiranja u razdoblju 2023 – 2025. godina

Kreditor	Kamatna stopa	Grace	Rok otplate	Valuta	Financiranje mil. USD	%	Rizici
		razdoblje					
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 refinanciranja i valutni rizik
KfW	Fiksna ili varijabilna	2,5 - 10	12-20	EUR	15,99	1,68%	Rizik refinanciranja
Ostala sredstva	Fiksna ili varijabilna	3-5	10-15	EUR	1,77	0,19%	Rizik refinanciranja i refiksiranja za varijabilnu
UKUPNO					953.60	100,00%	

5.2. Domaći izvori financiranja

Domaće tržište vrijednosnih papira je relativno malo i nerazvijeno, ali ima trend rasta prilagođavajući se financijskim 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 unutarnjeg duga Federacije BiH na temelju tržišnih vrijednosnih papira u razdoblju 2013 – 2022. (mil. KM)



U namjeri da osigura daljnji razvoj domaćeg tržišta vrijednosnih papira i transparentnost zaduživanja, vodeći pri tom računa o svojim financijskim 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 zadovoljavajućoj razini kao i aukcijama trezorskih zapisa u slučaju pojave deficita jedinstvenog računa uzrokovano neusklađenošću gotovinskih tokova.

Broj emisija i visina ponude trezorskih zapisa (ročnosti tri, šest, devet i dvanaest mjeseci) će varirati ovisno 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 sukladno godišnjim indikativnim kalendarom aukcija, koji Ministarstvo financija objavljuje na svojoj web stranici, osim u slučaju kada zbog zadovoljavajuće likvidnosti jedinstvenog računa trezora Ministarstvo financija otkaže najavljene aukcije.

Tablica 9. Struktura, troškovi i rizici domaćih izvora financiranja

<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 refinanciranja</i>	<i>Rizici zavise od ostvarene ročnosti, a uključuju rizik refinanciranja, a u slučaju varijabilnih stopa i rizik refiksiranja</i>

6. PRETPOSTAVKE CIJENA I OPISI SCENARIJA ŠOKA

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

6.1. Scenarij nepredviđenih događaja (šok scenarij)

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

Šok valutnog (deviznog) tečaja 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) tečaja: 30% deprecijacije tečaja 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 izravnanju krivulje prinosa;
- Kombinirani šok: 20% deprecijacije tečaja 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 studenog 2022. godine uzimajući u obzir i prosječne vrijednosti u 2022. godini. Za projekcije varijabilnih kamatnih stopa, šestomjesečni LIBOR⁵³ i EURIBOR⁵⁴ korišteni su trenutačni 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 tijekom razdoblja 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 temelju jednostavnih očekivanja na bazi kamatnih stopa postojećeg portfelja unutarnjeg duga Federacije BiH.

Tablica 10. Procijenjene visine kamata na instrumente vanjskog duga u razdoblju 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%

⁵³ London Interbank Offered Rate

⁵⁴ Euro Interbank Offered Rate

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

	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 Europske centralne banke iz studenog 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 istoj razini u 2024. godini.

Slične procjene je objavio i MMF-a (World Economic Outlook iz listopada 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 uvjeti kredita u portfelju sveli na sličan instrument (razlika postoji u valuti, godinama dospijeća, kamatnoj stopi i „grace“ razdoblju)

Tablica 13. Stilizirani instrumenti portfelja 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

Tablica 14. Usporedba trenutanih indikatora rizika portfelja duga i rizika strategije

Indikatori rizika		Portfelj 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
Ponderirana prosječna kamata (%)		1,3	1,8	3,0
Rizik refinanciranja	ATM Vanjski dug (godine)	6,6	6,4	7,5
	ATM Unutarnji 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 sukladno Proračunu Federacije BiH za 2023. godinu, Dokumentu okvirnog proračuna Federacije BiH u razdoblju 2023-2025. godina i PJI-a za razdoblje 2023-2025. godine. Financiranje razvojnih projekta do kraja 2025. godine procijenjeno je na 799,38 mil. KM. U kontekstu procjene troškova i rizika za vanjske zajmove namijenjene realizaciji PJI Federacije BiH primijenjeni su kreditni uvjeti sukladno generalnim uvjetima poslovanja kreditora uz preferiranu valutu EUR.

Strategija 2 (S2): bazira se na dosadašnjem zaduživanju Federacije BiH sukladno Proračunu Federacije BiH za 2023. godinu, Dokumentu okvirnog proračuna Federacije BiH u razdoblju 2023-2025. godina i PJI-a za razdoblje 2023-2025. godine s pretpostavkom kreditnih uvjeta koji podrazumijevaju zajmove sa većinski ugovorenom promjenjivom kamatnom stopom uz preferiranu valutu EUR.

Strategija 3 (S3): bazira se na dosadašnjem zaduživanju Federacije BiH sukladno Proračunu Federacije BiH za 2023. godinu, Dokumentu okvirnog proračuna Federacije BiH u razdoblju 2023-2025. godina i PJI-a za razdoblje 2023-2025. godine s pretpostavkom kreditnih uvjeta

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

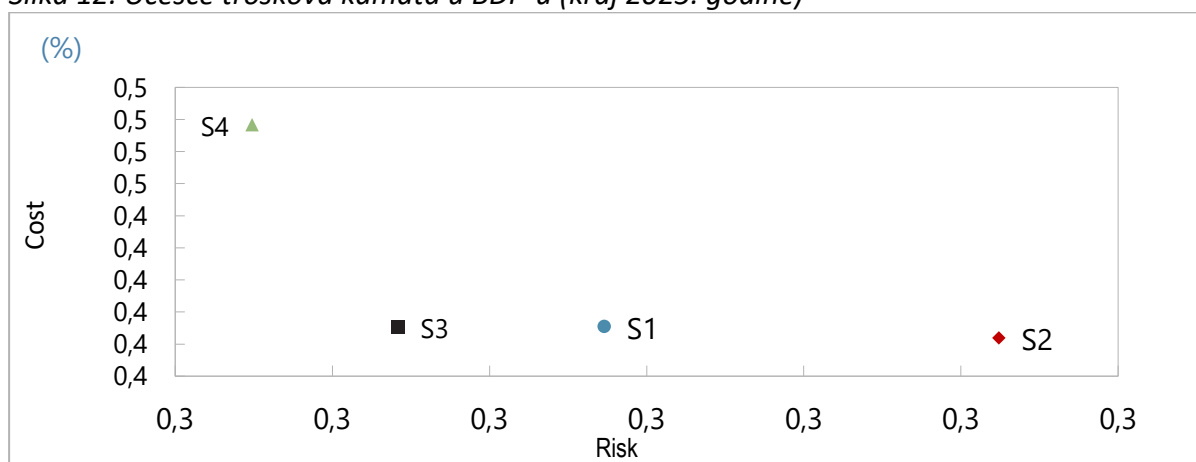
Strategija 4 (S4): bazira se na dosadašnjem zaduživanju Federacije BiH sukladno Proračunu Federacije BiH za 2023. godinu, Dokumentu okvirnog proračuna Federacije BiH u razdoblju 2023-2025. godina i PJI-a za razdoblje 2023-2025. godine s pretpostavkom zamjene svih domaćih instrumenata sa izdavanjem desetogodišnjih i petnaestogodišnjih euroobveznica na razini 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 tečaja odražavaju se na odnos dug/BDP. Udio do sada plaćene kamate u BDP-u daje procjenu potencijalnog utjecaja svake strategije na proračun. Rizik date strategije je razlika između njenih troškova u scenariju šoka u odnosu na osnovni (bazni) scenarij.

Trošak servisiranja duga u izravnoj je korelaciji sa promjenama kamatnih stopa. Dug sa visokim kamatnim stopama generira tijekom vremena veće troškove duga, odnosno povećava potrebe za refinanciranjem. 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 uvjetima 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 uvjeti 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 portfelja duga za sve četiri testirane strategije, u pogledu omjera dug/BDP predstavlja valutni rizik u slučaju nagle promjene deviznog tečaja odnosno aprecijacije USD u odnosu na KM i EUR (šok od 30% u 2. godini).

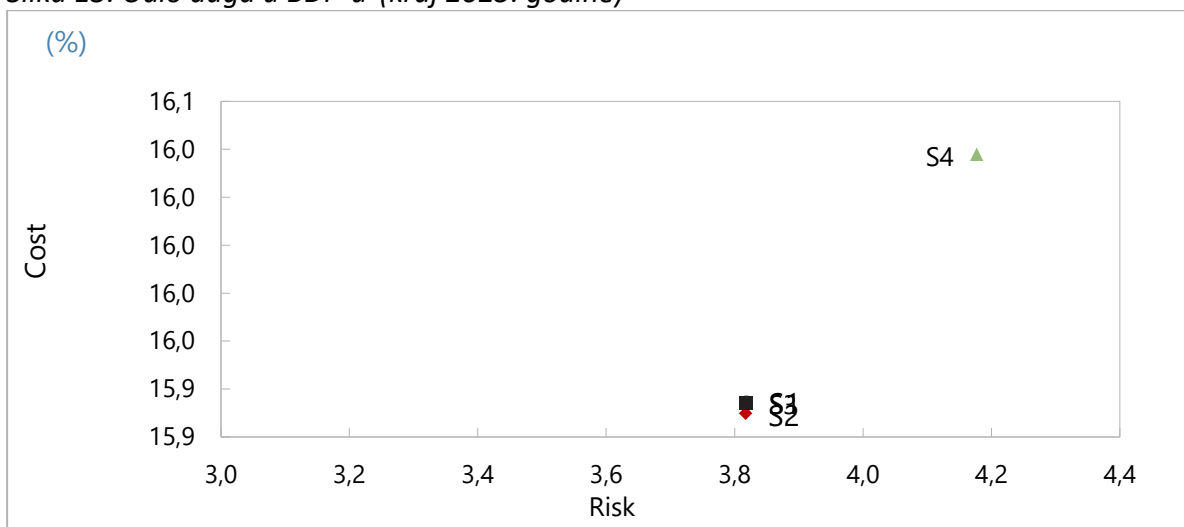
Portfelj koji ima veće učešće neeurskih valuta u stanju neotplaćenog vanjskog duga izložen je većem riziku kada je u pitanju aprecijacija stranih valuta u odnosu na domaću. Strategija S4 je najosjetljivija strategija na promjene deviznih tečajeva, zbog niskog udjela domaćeg zaduživanja i značajnijeg 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 tečaja 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. Udio 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 refinanciranja, kamatni rizik i valutni rizik.

Tablica 15. Indikatori rizika po strategijama na kraju 2025. godine

Indikatori rizika		Početni portfelj	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 refinanciranja	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 portfelja (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
	Prosječno dospijeće vanjski dug (godine)	6,42	7,54	7,33	7,65	8,26
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
	Trezorski zapisi (% ukupnog duga)	0,79	4,33	4,32	4,36	0,00
Devizni rizik	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 trenutačnog portfelja duga, možemo zaključiti sljedeće:

Troškovi duga – Prosječna ponderirana 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 refinanciranja – Iznos duga koji dospijeva u 2025. godini je približno isti u svim strategijama, ali je veći u relativnom iznosu u odnosu početni portfelj 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 portfelja duga).

Prosječno vrijeme do dospjeća (ATM) bi se povećalo u svim analiziranim strategijama i bilo bi sukladno 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 portfelja 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 trenutačno vrijeme refiksiranja od 4,24 godine. Učešće duga sa fiksnim kamatnim stopama u preferiranoj strategiji bi se povećalo u odnosu na početni portfelj

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 razdoblju 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 proračuna, zadovolji tražnja i poveća likvidnost vladinih vrijednosnih papira, u narednom razdoblju 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 portfelja duga

Smjernice za poželjnu strukturu portfelja duga su sljedeće:

- Održavanje udjela duga u KM i EUR valuti iznad 60% ukupnog portfelja duga;
- Održavanje udjela duga s fiksnom kamatnom stopom preko 50% ukupnog portfelja duga;
- Vrijeme prosječnog dospijeaća ukupnog portfelja 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 refinanciranja;
- Radi smanjenja valutnog rizika maksimalno koristiti zaduživanje u EUR i KM;
- U cilju smanjenja rizika refinanciranja duga: učešće portfelja duga koji dospijeva unutar 12 mjeseci/jedne godine će iznositi maksimalno 15% ukupnog neotplaćenog duga;
- Kako bi produžili prosječno dospijeaće portfelja duga iznad 6,5 godina, buduća zaduženja ugovarati sa dužim grace razdobljem i dužim rokom otplate. Prosječno ponderisano dospijeaće portfelja duga produžiti na najmanje 6,5 godina.

7.3. Kvantitativni ciljevi

Na temelju trenutnog makroekonomskog okvira praćenjem preferirane strategije zaduživanja na kraju 2025. godine očekivani indikatori rizika portfelja 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 na temelju 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 financiranja, prvenstveno koncesijskih izvora financiranja.

C) SREDNJOROČNA STRATEGIJA UPRAVLJANJA DUGOM BRČKO DISTRIKTA

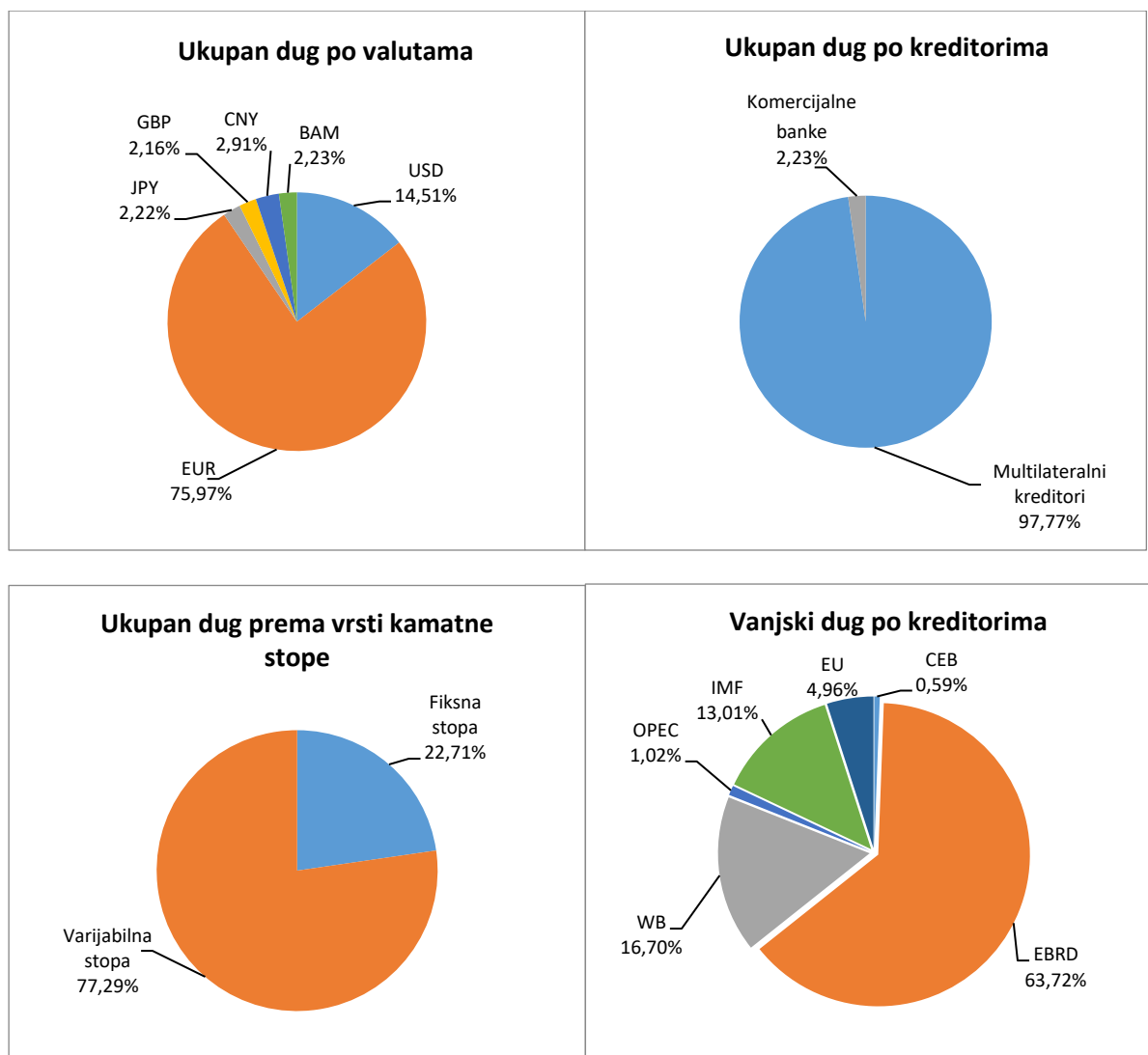
Javni dug Brčko distrikta Bosne i Hercegovine (Distrikt) sa 31.12.2021.godine izražen u američkim dolarima(USD) iznosio je 29,25 miliona USD ili 5,16 posto BDP-a Distrikta (BDP 2021 iznosio je 979 mil.KM), od čega je vanjski dug iznosio 28,6 miliona USD (5,04 posto BDP-a Distrikta), a domaći dug 0,7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

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

U valutnoj strukturi javnog duga Distrikta najveći postotak 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 2021. godine



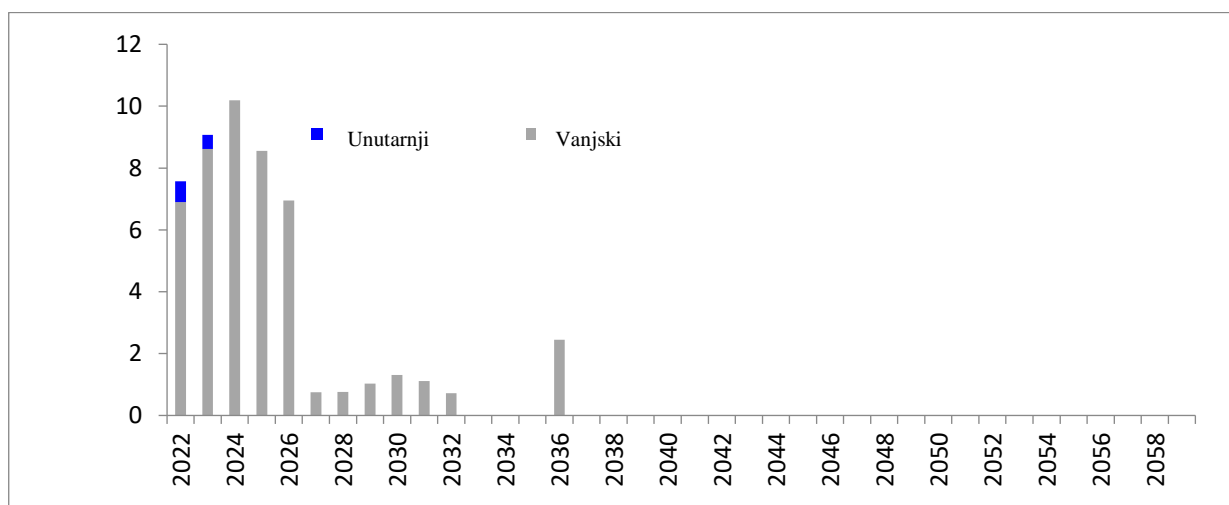
Ukupan javni dug Distrikta karakterizira niska ponderirana prosječna kamatna stopa (Tablica 1), koja za ukupan dug iznosi 1,5%, odnosno za vanjski dug 1,5% a unutarnji 4%. Ovo je rezultat visokog udjela vanjskog zaduživanja i niskih referentnih kamatnih stopa. Prosječno vrijeme do dospijeća je relativno kratko, za unutarnji 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 refinanciranja potrebno je prilikom novog zaduživanja produžiti ročnost ukupnog duga.

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

Valutni rizik postojećeg portfelja 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.

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

Indikatori troškova i rizika		Vanjski dug	Unutarnji 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 ponderirana kamata (%)	1,5	4,0	1,5
Rizik Refinanciranja	ATM (godine)	3,7	0,9	3,7
	Dospijeće duga u slijedećoj godini (% ukupnog duga)	14,0	59,3	15,0
	Dospijeće duga u slijedećoj godini (% BDP)	0,7	0,1	0,8
Kamatni rizik	ATR (Godine)	2,2	0,5	2,1
	Dug koji se refiksira u slijedećoj 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 financije DB

MAKROEKONOMSKI OKVIR

Distrikt ima uravnotežen tekući proračun, tako da je cjelokupno zaduživanje u svrhu financiranja kapitalnih izdataka. Lokalne vlasti su procijenile ukupne potrebe za investicijskim zaduživanjem za svaku godinu na osnovu projekata koji su u tijeku (Projekat rekonstrukcija „Luka“ Brčko) i planiranog kapitalnog projekta „Izgradnja glavnog transportnog cjevovoda „Plazulje - Potočari“Brčko. (Tablica 2)

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

Tablica 2. Distrikt Brčko: Glavni ekonomski indikatori, 2022-2025

	2022	2023	2024	2025
U milijunima 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 FINANCIRANJA

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

Tablica 3. Distrikt Brčko: Sadašnji i potencijalni izvori financiranja

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

Izvor: Direkcija za financije DB

ANALIZA SCENARIJA

Alternativne strategije zaduživanja

Strateški cilj Vladinog upravljanja dugom DB u razdoblju 2022-2025 je osiguranje takvih izvora financiranja (zaduživanja) čija je namjena isključivo financiranje investicijskih projekata od ključnog značaja za poticanje ekonomskog rasta i razvoja DB, a koji osiguravaju prihvatljiva razina troškova i rizika financiranja.

Sukladno postojećem cilju 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).

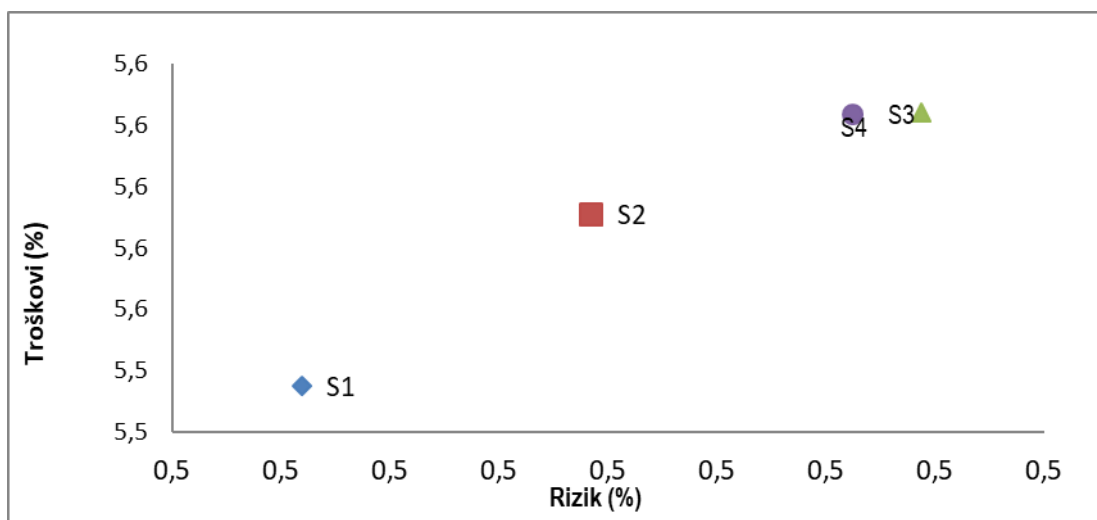
Analiza rizika i troškova alternativnih strategija zaduživanja

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 razdoblju.

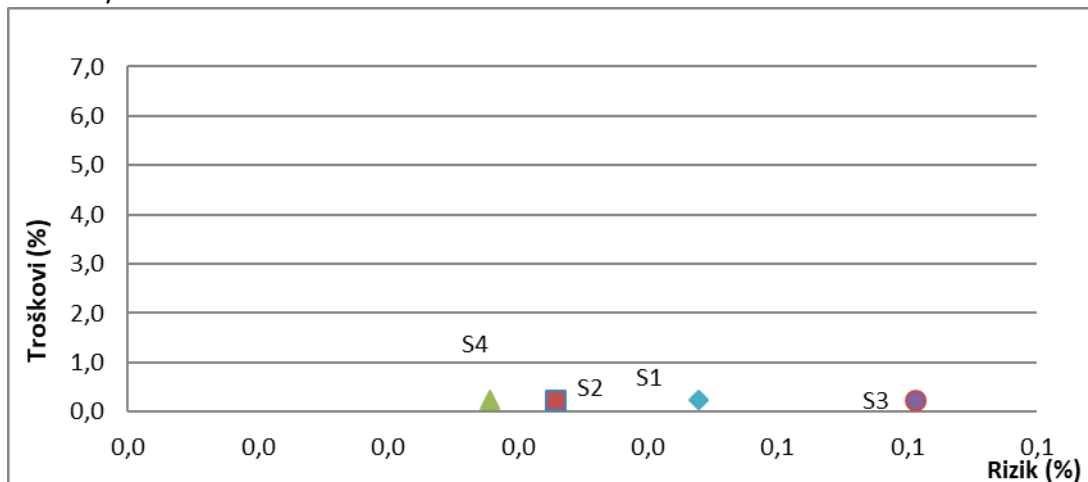
Prema ovoj strategiji do kraja 2025.godine postotak nominalnog duga u projektovanom BDP Distrikta bi iznosio 5,5 % u poređenju sa sadašnjih 5,2 % koliko je iznosio na kraju 2021.godine (Tablica 4). Iznos kamate u odnosu na BDP za 2021. godinu pokazuje povećanje za 0,1 %. Rizik refinanciranja u strategiji S2 je najniži obzirom da je prosječno vrijeme do dospelja duga (ATM) produženo s 3,7 na 7,2 godina. Oko 69,3 posto duga koji treba da se refiksira u roku od godinu dana je rezultat velikog udjela varijabilne kamatne stope u portfoliju ukupnog duga (77%) u odnosu na 23 posto 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 posto.

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

Dug/BDP



Kamata/BDP



Izvor: Direkcija za financije DB

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

Indikatori troškova i rizika		2021	na kraju 2025. godine			
		Trenutačno	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 ponderirana stopa (%)		1,5	3,8	3,9	4,0	4,0
Rizik refinanciranja	Dospijeće duga u slijedećoj god.(% ukupnog)	15,0	11,9	11,3	14,1	11,4
	Dospijeće duga u slijedećoj 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 unutarnji 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 slijedećoj 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 financije DB

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

U milijunima 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
Unutarnji 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 investicijske projekte od ključnog značaja za ubrzaniji ekonomski rast i razvoj Distrikta Brčko, kao i iz razloga što su uvjeti zaduživanja kod domaćih komercijalnih banaka još uvijek nepovoljni i što za sada na postoji zakonski okvir koji omogućava emisiju trezorskih dugoročnih obveznica.

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