

Broj: 03-11-552/2022  
Sarajevo, 12.05.2022. godine

**PARLAMENT FEDERACIJE  
BOSNE I HERCEGOVINE**

Bosna i Hercegovina  
Federacija Bosne i Hercegovine  
**PARLAMENT FEDERACIJE  
SARAJEVO**

Primljeno: 13-05-2022			
Org. jed.	Broj	Priloga	Vrijednost
01.02	- 11-	968	22

B  
X  
J

- Predstavnički dom-  
gosp. Mirsad Zaimović, predsjedavajući
- Dom naroda –  
gosp. Tomislav Martinović, predsjedavajući

Poštovani,

U prilogu Vam, radi informiranja, dostavljam Strategiju upravljanja dugom 2022.-2024., koju je Vlada Federacije Bosne i Hercegovine usvojila na 314. sjednici, održanoj 12.05.2022. godine.

S poštovanjem,



**PREMIJER**

Fadil Novalić

Prilog: kao u tekstu



BOSNA I HERCEGOVINA  
FEDERACIJA BOSNE I HERCEGOVINE  
**VLADA**

БОСНА И ХЕРЦЕГОВИНА  
ФЕДЕРАЦИЈА БОСНЕ И ХЕРЦЕГОВИНЕ  
**ВЛАДА**

BOSNIA AND HERZEGOVINA  
FEDERATION OF BOSNIA AND HERZEGOVINA

**GOVERNMENT**

Na osnovu člana 19. stav (4) Zakona o Vladi Federacije Bosne i Hercegovine ("Službene novine Federacije BiH" br. 1/94, 8/95, 58/02, 19/03, 2/06 i 8/06), Vlada Federacije Bosne i Hercegovine na 314. sjednici, održanoj 12.05.2022. godine, donosi:

### ZAKLJUČAK

1. Usvaja se Strategija upravljanja dugom 2022. - 2024.
2. Zadužuje se Federalno ministarstvo finansija da Strategiju upravljanja dugom 2022. - 2024. objavi na svojoj web stranici.
3. Zadužuje se Generalni sekretarijat Vlade Federacije Bosne i Hercegovine da Strategiju upravljanja dugom 2022. - 2024., prosljedi Parlamentu Federacije Bosne i Hercegovine radi informiranja.
4. Ovaj zaključak stupa na snagu danom donošenja.

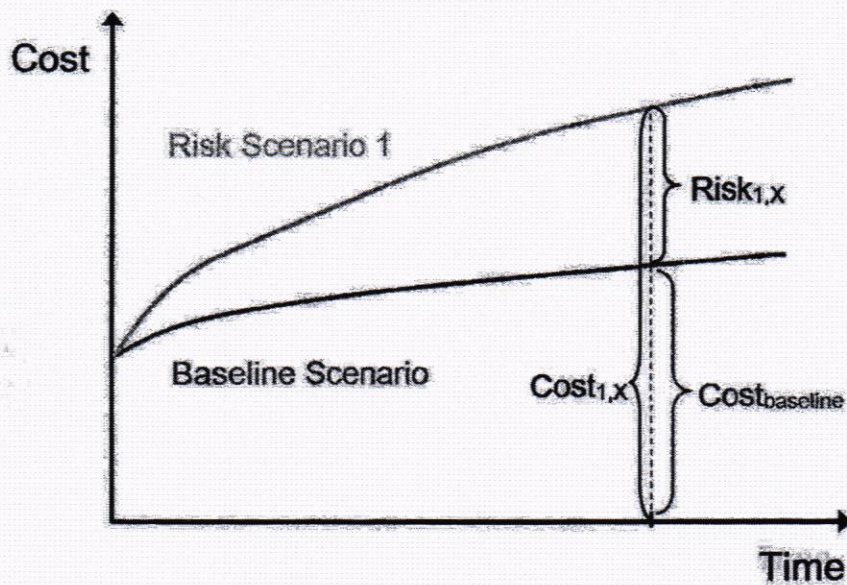
V. broj: 642/2022  
12.05.2022. godine  
Sarajevo



**PREMIJER**  
*Fadil Novalić*  
**Fadil Novalić**



# STRATEGIJA UPRAVLJANJA DUGOM 2022.-2024.



10

10

10

10

ATMOSPHERIC DECONTAMINATION  
 BUREAU  
 DATE 2004



[Faint, illegible text at the bottom of the page, possibly bleed-through from the reverse side.]

## SADRŽAJ

SAŽETAK .....	1
1. PRAVNI I INSTITUCIONALNI OKVIR.....	1
1.1. Pravni okvir.....	1
1.2. Institucionalni okvir.....	1
2. CILJEVI I OBUHVAT STRATEGIJE UPRAVLJANJA DUGOM.....	2
2.1. Ciljevi upravljanja dugom.....	2
2.2. Obuhvat Strategije.....	2
3. PORTFOLIO DUGA VLADE FEDERACIJE BIH .....	2
3.1. Struktura vanjskog duga Federacije BiH na dan 31.12.2021. godine.....	3
3.1.1. Struktura vanjskog duga Federacije BiH po kreditorima.....	3
3.1.2. Valutna struktura vanjskog duga Federacije BiH.....	4
3.1.3. Kamatna struktura vanjskog duga Federacije BiH.....	4
3.2. Struktura unutrašnjeg duga Federacije BiH na dan 31.12.2021. godine.....	5
3.2.1. Kamatna struktura unutrašnjeg duga Federacije BiH.....	5
4. RIZICI PORTFOLIJA DUGA FEDERACIJE BIH.....	5
4.1. Karakteristike troškova i rizika portfolija duga Federacije BiH.....	5
4.2. Rizik refinansiranja.....	6
4.3. Kamatni rizik.....	7
4.4. Valutni rizik portfolija duga Federacije BiH.....	7
4.5. Potencijalne obaveze.....	8
4.5.1. Garancije.....	8
4.5.2. Preuzimanje obaveza krajnjih korisnika.....	8
5. MAKROEKONOMSKI OKVIR.....	8
6. IZVORI FINANSIRANJA.....	11
6.1. Vanjski izvori finansiranja.....	11
6.2. Domaći izvori finansiranja.....	12
7. PRETPOSTAVKE CIJENA I OPISI SCENARIJA ŠOKA.....	14
7.2. Opis alternativnih strategija zaduživanja.....	18
7.3. Analiza troškova i rizika alternativnih strategija zaduživanja.....	19
7.4. Indikatori rizika alternativnih strategija.....	20
8. SMJERNICE ZA UPRAVLJANJE DUGOM.....	21
8.1. Sveukupna struktura portfolija duga.....	21
8.2. Smjernice za zaduživanje.....	22
8.3. Kvantitativne strateške mete.....	22
9. KOMUNIKACIJA SA TRŽIŠTEM.....	22

## SKRAĆENICE

- ATM - Prosječno vrijeme dospjeća (Average Time to Maturity)
- ATR - Prosječno vrijeme refiksiranja (Average Time to Refixing)
- BDP - Bruto domaći proizvod (Gross Domestic Product)
- DOB - Dokument okvirnog budžeta
- EBRD - Evropska banka za obnovu i razvoj (European Bank for Reconstruction and Development)
- EIB - Evropska investicijska banka (European Investment Bank)
- IBRD - Međunarodna banka za obnovu i razvoj (International Bank For Reconstruction and Development)
- IDA - Međunarodna asocijacija za razvoj (International Development Association)
- KfW - Njemačka banka za obnovu i razvoj (KfW Development Bank)
- IMF - Međunarodni monetarni fond (International Monetary Fund)
- WB - Svjetska banka (World Bank)
- EFF - Prošireni aranžman IMF-a (Extended Fund Facility)
- RFI - Instrument brzog finansiranja (Rapid Financing Instrument)



## SAŽETAK

Strategija upravljanja dugom 2022 – 2024. (u daljem tekstu: Strategija) predstavlja sažetak glavnih načela i smjernica za politike upravljanja dugom Federacije BiH u posmatranom periodu i temelji se na postojećem portfoliju duga Federacije BiH, Programu javnih investicija Federacije BiH 2022 – 2024. godina (PJI FBiH 2022 – 2024.) i Dokumentu okvirnog budžeta Federacije BiH 2022 – 2024. godine. Strategija sadrži planove finansiranja potreba Vlade Federacije BiH u naredne tri godine kako na vanjskom tako i na unutrašnjem tržištu, te indikativne mjere i alate potrebne za dostizanje usvojenih strateških ciljeva.

### 1. PRAVNI I INSTITUCIONALNI OKVIR

#### 1.1. Pravni okvir

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

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

#### 1.2. Institucionalni okvir

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

Sektor se sastoji iz tri odsjeka:

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

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

## 2. CILJEVI I OBUHVAT STRATEGIJE UPRAVLJANJA DUGOM

### 2.1. Ciljevi upravljanja dugom

Ciljevi upravljanja dugom Vlade Federacije BiH su:

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

### 2.2. Obuhvat Strategije

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

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

Vrsta duga	Uključen (√)/ Isključen (x)	Iznos (mil.KM)
<i>Vanjski dug FBiH, od čega:</i>		<i>5.402,00</i>
- <i>Relevantni vanjski dug FBiH</i>	√	<i>5.336,83</i>
- <i>Direktni vanjski dug FBiH</i>	√	<i>65,17</i>
<i>Unutrašnji dug FBiH, od čega:</i>		<i>754,27</i>
- <i>Trezorski zapisi FBiH</i>	√	<i>50,00</i>
- <i>Trezorske obveznice FBiH</i>	√	<i>630,00</i>
- <i>Obveznice stare devizne štednje (SDŠ)</i>	√	<i>0,00</i>
- <i>Obveznice za ratna potraživanja (RT)</i>	√	<i>74,27</i>
<b>GARANCJE<sup>1</sup></b>		
- <i>Garancije JP u vlasništvu FBiH</i>	x	<i>1.200,86</i>
- <i>Garancijski fond FBiH</i>	x	<i>100,09</i>
<b>UKUPAN dug obuhvaćen strategijom</b>		<b><i>6.156,28</i></b>

## 3. PORTFOLIO DUGA VLADE FEDERACIJE BIH

Portfolio duga za koji je odgovorna i kojim upravlja Vlada Federacije BiH na dan 31.12.2021. godine iznosi 6.156,28 mil.KM<sup>2</sup> (3.567,55 mil. USD ili 26,82% BDP-a<sup>3</sup> Federacije BiH), a sastoji se od vanjskog duga u iznosu od 5.402,01 mil.KM (3.130,45 mil. USD ili 87,75% ukupnog duga) i unutrašnjeg duga u iznosu od 754,27 mil.KM (437,10 mil. USD ili 12,25% ukupnog duga).

<sup>1</sup> Garancije FBiH nisu uključene u obuhvat strategije jer se u periodu koji je obuhvaćen Strategijom ne očekuje njihovo aktiviranje. FBiH je izdala garanciju za izgradnju bloka 7, Termoelektrane u Tuzli u iznosu od 613,99 mil.EUR. Kredit je postao efektivan, stanje duga po ovoj garanciji je 0 KM s obzirom da do 31.12.2021. godine nije bilo angažovanja sredstava

<sup>2</sup> Kursna lista CBBH broj 259 od 31.12.2021. godine

<sup>3</sup> Procijenjeni iznos BDP-a Federacije u 2021. godini koji se koristi za izračune procijenjen je u visini od 22.956 mil. KM.

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

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

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

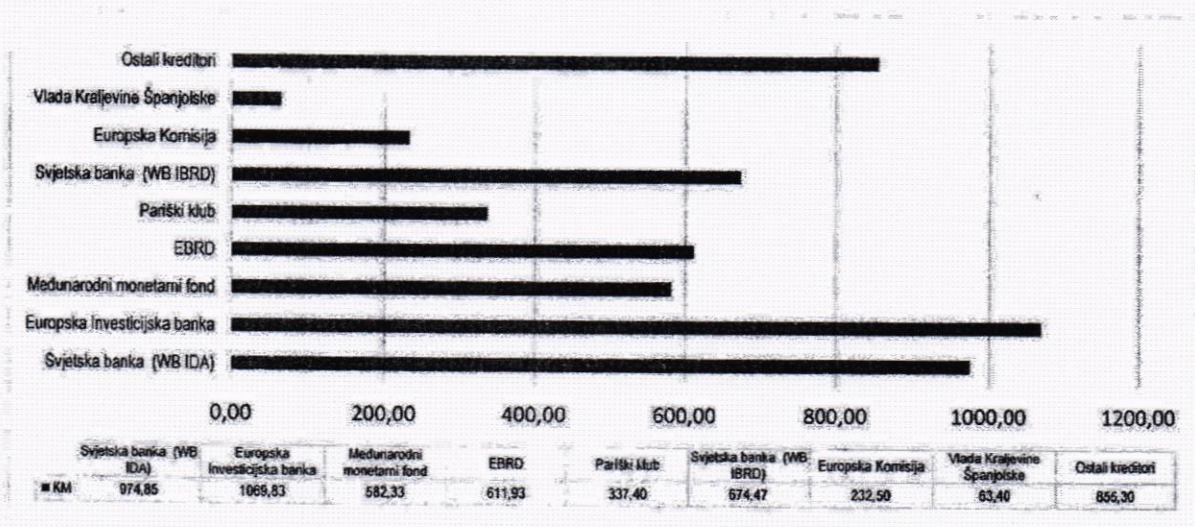
#### 3.1.1. Struktura vanjskog duga Federacije BiH po kreditorima

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

Tabela 3. Pregled vanjskog duga Federacije BiH po kreditorima

Kreditor	u USD	u KM
Svjetska banka (WB IDA)	564.923.897	974.850.189
Evropska investicijska banka	619.964.324	1.069.829.657
Međunarodni monetarni fond	337.458.973	582.329.665
EBRD	354.611.397	611.928.420
Pariški klub	195.521.969	337.398.771
Svjetska banka (WB IBRD)	390.854.459	674.470.570
Evropska komisija	134.732.913	232.499.291
Vlada Kraljevine Španije	36.737.546	63.395.448
Ostali kreditori	495.646.843	855.303.557
<b>Ukupno</b>	<b>3.130.452.321</b>	<b>5.402.005.569</b>

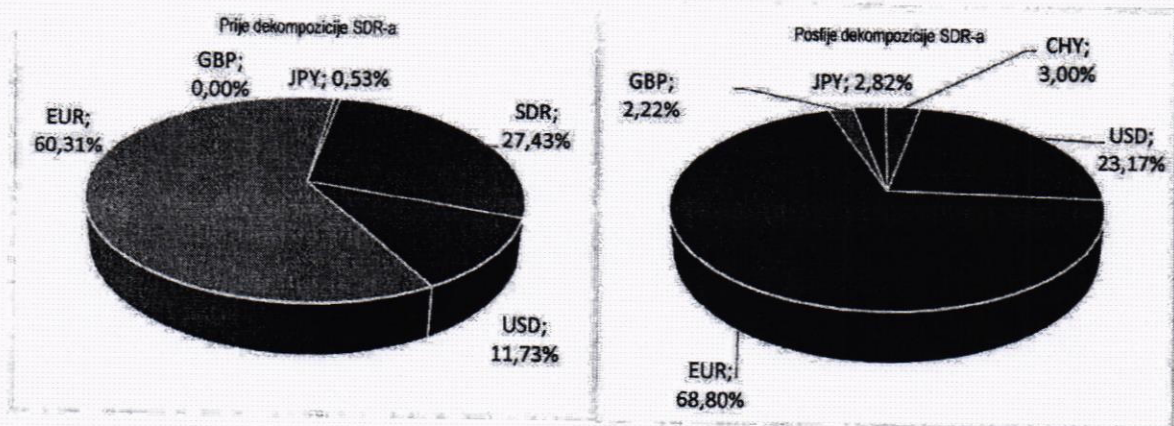
Slika 1. Struktura vanjskog duga Federacije BiH po kreditorima (mil. KM)



### 3.1.2. Valutna struktura vanjskog duga Federacije BiH

Valutna struktura vanjskog duga Federacije BiH definirana je dostupnim izvorima finansiranja. Najzastupljenija valuta u portfoliju duga Federacije BiH je euro (EUR), zatim slijede Specijalna Prava Vučenja (SDR)<sup>4</sup> i američki dolar (USD).

Slika 2. Valutna struktura vanjskog duga Federacije BiH

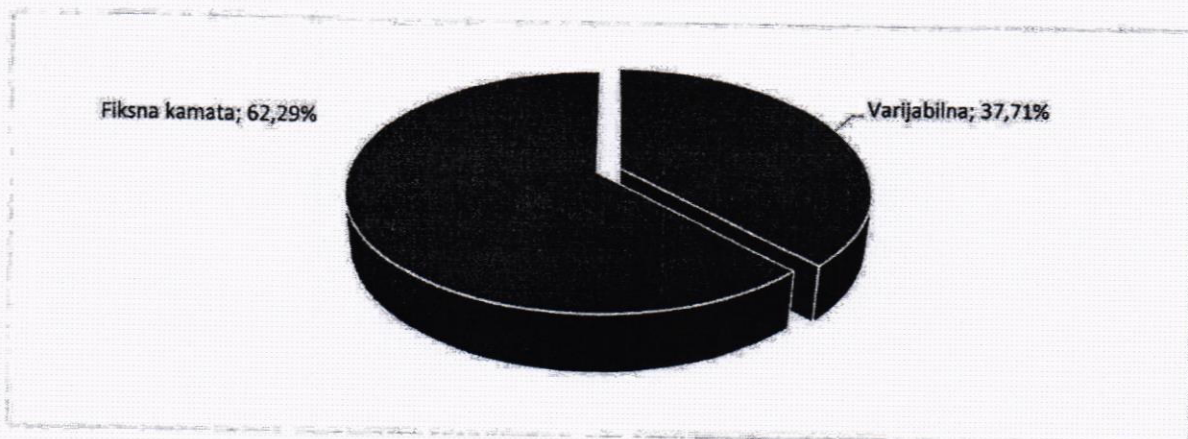


Dekompozicijom SDR-a, učešće EUR valute raste na 68,80%, a USD na 23,17% ukupnog vanjskog duga.

### 3.1.3. Kamatna struktura vanjskog duga Federacije BiH

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

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



<sup>4</sup> SDR – međunarodna obračunska valuta sastavljena iz sljedećih valuta: Kineski Juan (CNY) 1,0174, Euro (EUR) 0,38671, Američki dolar (USD) 0,58252, Britanska Funta (GBP) 0,085946 i Japanski Yen (JPY), 11,90.

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

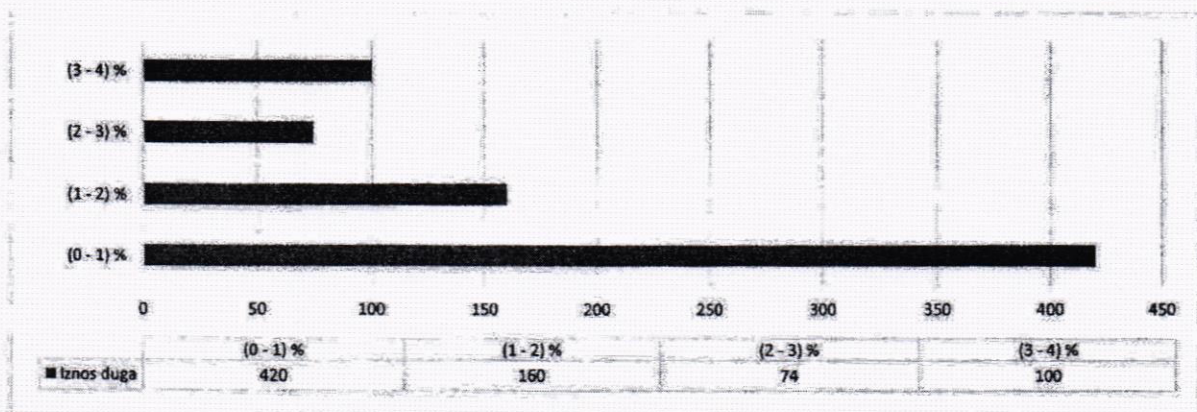
Unutrašnji dug koji je uključen u Strategiju sastoji se od duga koji je nastao u skladu sa zakonom<sup>5</sup> u obliku vrijednosnih papira i unutrašnjeg duga nastalog emisijom tržišnih vrijednosnih papira. Unutrašnji dug ugovoren je u domaćoj valuti (KM) i sa fiksnim kamatnim stopama.

Tabela 4. Unutrašnji dug Federacije BiH uključen u Strategiju

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

#### 3.2.1. Kamatna struktura unutrašnjeg duga Federacije BiH

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



## 4. RIZICI PORTFOLIJA DUGA FEDERACIJE BiH

### 4.1. Karakteristike troškova i rizika portfolija duga Federacije BiH

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

<sup>5</sup> Zakon o utvrđivanju i načinu izmirenja unutrašnjih obaveza Federacije Bosne i Hercegovine ("Službene novine Federacije BiH", br. 66/04, 49/05, 35/06, 31/08, 32/09, 65/09 i 42/11); Zakon o izmirenju obaveza na osnovu računa stare devizne štednje u Federaciji Bosne i Hercegovine ("Službene novine Federacije BiH", br. 62/09, 42/11, 91/13 i 101/16)

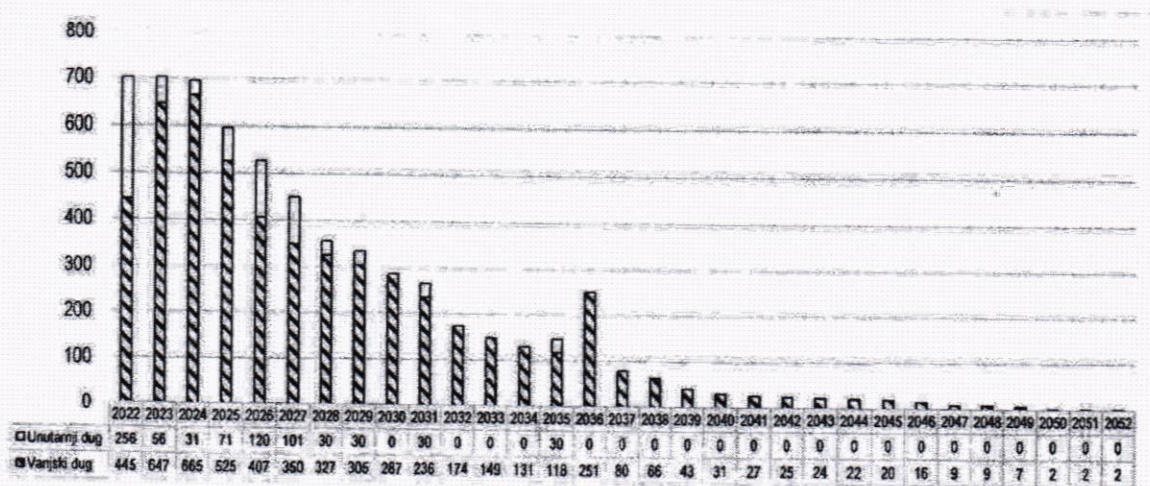
Tabela 5. Usporedni prikaz indikatora rizika portfolija duga Federacije BiH na dan 31.12.2021. godine u odnosu na indikatore na kraju 2020. godine

Indikator rizika		Vanjski dug		Unutrašnji dug		Ukupni dug	
		2020.	2021.	2020.	2021.	2020.	2021.
Iznos duga (milioni KM)		4.982,7	5.406,6	849,9	754,3	5.832,6	6.160,9
Iznos duga (milioni USD)		3.128,7	3.133,1	533,6	437,1	3.662,4	3.570,2
Nominalni dug u % BDP		22,6	23,6	3,8	3,3	26,4	26,8
Sadašnja vrijednost duga u % BDP		18,8	19,1	3,8	3,3	22,7	22,4
Troškovi duga	Kamata kao % BDP	0,3	0,3	0,05	0,04	0,4	0,3
	Prosječna ponderisana kamata (%)	1,4	1,2	1,7	1,2	1,5	1,2
Rizik refinansiranja	Prosječno vrijeme dospeljeća (godine)	6,2	6,6	3,3	3,6	5,8	6,2
	Dospeljeće duga u sljedećoj godini (% ukupnog)	8,9	8,2	27,7	33,9	11,6	11,5
	Dospeljeće duga u sljedećoj godini (% BDP)	2	1,9	1,1	1,1	3,1	3,0
Kamatni rizik	Prosječno vrijeme refiksiranja (godine)	3,3	4,2	3,3	3,6	3,7	4,1
	Dug koji se refiksira u sljedećoj godini (% ukupnog)	49,1	47,5	27,7	33,9	46	45,8
	Dug sa fiksnom kamatnom stopom (% ukupnog)	55,4	57,1	100	100,0	61,9	62,5
Valutni rizik	Devizni dug (% ukupnog duga)					85,4	87,8
	Kratkoročni devizni dug (% rezervi)					3,7	3,0

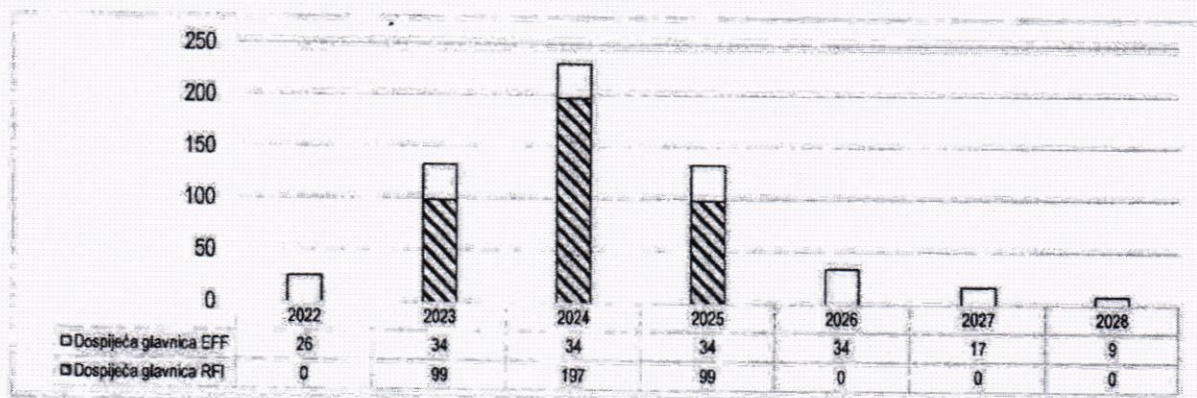
## 4.2 Rizik refinansiranja

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

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



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



#### 4.3. Kamatni rizik

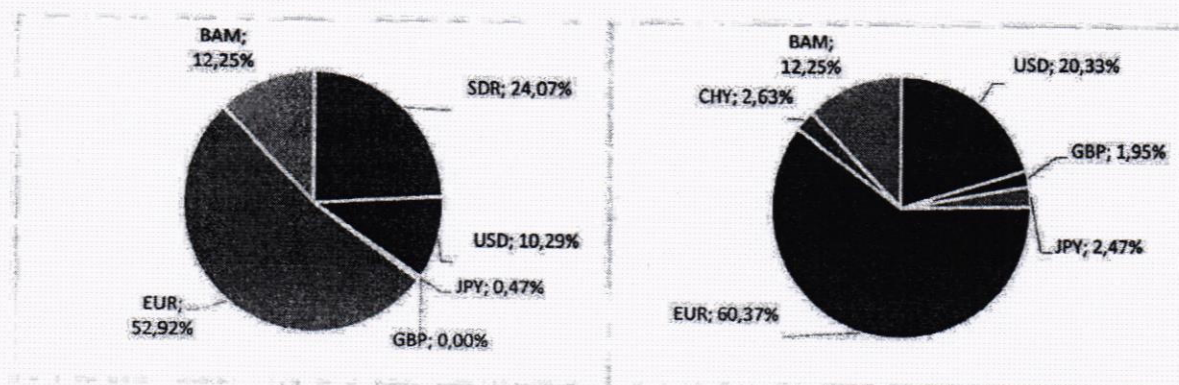
Učešće portfolija duga koji se refiksira unutar jedne godine iznosi 45,8% i rezultat je činjenice da je gotovo pola portfolija vanjskog duga ugovoreno sa varijabilnom kamatnom stopom kao i kraćih rokova dospeljeća tržišnih vrijednosnih papira emitovanih na domaćem tržištu.

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

#### 4.4. Valutni rizik portfolija duga Federacije BiH

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

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



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

#### 4.5. Potencijalne obaveze

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

##### 4.5.1. Garancije

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

U kontekstu mjera na prevenciji posljedica izazvanih pandemijom COVID-19, Vlada Federacije BiH osnovala je Garancijski fond pri Razvojnoj banci Federacije BiH, sa ukupnim garancijskim potencijalom od 500 mil. KM. Ukupna sredstva fonda na 31.12.2021. godine su iznosila 100,09 mil. KM, dok stanje izloženosti fonda prema stanju izdatih garancija iznosi 83,76 mil. KM. Imajući u vidu da sredstva Garancijskog fonda prelaze iznos garantovanih obaveza, obaveze po osnovu garancija nemaju nikakvog utjecaja na budžet Federacije BiH u periodu na koji se odnosi strategija.

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

##### 4.5.2. Preuzimanje obaveza krajnjih korisnika

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

## 5. MAKROEKONOMSKI OKVIR

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

U jesen 2021. godine Direkcija za ekonomsko planiranje (DEP)<sup>6</sup> pri Vijeću ministara BiH je projicirala oporavak ekonomije BiH u 2021. godini sa rastom BDP-a od 3,1%, a u periodu 2022 - 2024. prosječan rast BDP-a bi trebao rasti od 3,5%. Prognozira se da će na ovakav rast ekonomije najveći utjecaj imati poboljšanje ekonomskih kretanja u okruženju, koje predstavljaju najvažniju odrednicu ekonomskog rasta, i za koje se očekuje da će pozitivno utjecati na rast domaće proizvodnje, potrošnje, zaposlenosti i investicija.

Prema zvanično objavljenim rezultatima, u prvom kvartalu 2021. godine u odnosu na isti kvartal prethodne godine, u BiH je ostvaren realan rast od 2,5%, dok je u drugom kvartalu došlo do rasta od 11,6%<sup>7</sup>. Ovakav rast u drugom kvartalu je nastao uslijed rasta svih djelatnosti od kojih

<sup>6</sup> DEP: Dokument okvirnog budžeta, Makroekonomske projekcije 2022.-2024., septembar 2021.

<sup>7</sup> BHAS: Bruto domaći proizvod-rashodni pristup-tromjesečni podaci (lančano povezane vrijednosti u cijenama 2015), od 04.10.2021.



su najveći rast ostvaren kod izvoza roba i usluga od 51,3%, uvoza 38,8%, bruto investicija od 14,9%, te potrošnje domaćinstava od 13,2%.

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

#### Pregled rasta BDP-a u zemljama Zapadnog Balkana

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

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

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

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

Prema zvanično objavljenim rezultatima<sup>8</sup> u 2021. godini dolazi do oporavka ekonomije, odnosno u prvom kvartalu 2021. godine u odnosu isti kvartal prethodne godine ostvaren je rast od 2,2%, a u drugom kvartalu visoki rast od 13,3%. U drugom kvartalu sve oblasti djelatnosti su zabilježili rast, a najznačajniji rast je ostvaren u djelatnosti trgovine, popravak motornih vozila i motocikla, prijevoz i skladištenje i hotelijerstvu i ugostiteljstvu od 32,45, te u izvozno orijentiranoj prerađivačkoj industriji od 23,1%. Značajno je napomenuti da je u prva dva kvartala 2021. godine u odnosu na iste kvartale u 2019. pretpandemijskoj godini ostvaren veći realni BDP u apsolutnom iznosu (2021: IK-5.043.414 i IIK-5.463.284; 2019: IK-4.851.216 i IIK-5.316.536 – u hilj. KM, lančano povezane vrijednosti u cijenama 2015).

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

<sup>8</sup> FZS: Tromjesečni bruto domaći proizvod, II tromjesečje

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

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

Tabela 6. Makroekonomski pokazatelji za Federaciju BiH za period 2022 – 2024. (u mil. KM)<sup>9</sup>

<i>Indikator</i>	<i>2022</i>	<i>2023</i>	<i>2024</i>
<i>Javni prihodi (uključujući grantove) (u mil. KM)</i>	4.044,5	4.373,8	4.544,5
<i>Primarni rashodi javnog sektora (u mil. KM)</i>	4.010,2	3.939,3	4.011,9
<i>Rashodi javnog sektora (u mil. KM)</i>	4.170,1	4.111,5	4.182,5
<i>Izdaci za kamate (u mil. KM)</i>	159,8	172,2	170,6
<i>Devizne rezerve (mil. USD)<sup>10</sup></i>	8.866,32	9.040,17	9.329,92
<i>BDP (Nominalni) (u mil. KM)</i>	24.219	25.216	26.646
<i>Nominalni rast u %</i>	5,5	4,1	5,7
<i>Realni BDP (u mil. KM) (prethodna g. = 100)</i>	23.861	24.795	25.989
<i>Realni rast u %</i>	3,9	2,4	3,1

<sup>9</sup> Dokument okvirnog budžeta Federacije BiH za period 2022. – 2024. godine, Sarajevo, septembar 2020. godine

<sup>10</sup> Izvor: CBBH, preračun izvršen prema kursu USD na dan 31.12.2021. godine

Tabela 7. Makroekonomski rizici i implikacije po strategiju upravljanja dugom

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

## 6. IZVORI FINANSIRANJA

### 6.1. Vanjski izvori finansiranja

Vanjska finansijska sredstva koja Federaciji BiH stoje na raspolaganju i planira ih angažovati u periodu 2022 – 2024. procjenjuju se na 4.986,65 mil.KM<sup>11</sup> (2.889,75 mil. USD<sup>12</sup>). Uzimajući u obzir ciljeve definirane ovom Strategijom, troškove i rizike ugovaranja zajmova, Federacija BiH će nastaviti sa politikom maksimiziranja zaduživanja kod multilateralnih finansijskih institucija, a procjene ukazuju da bi se približno 90,5% planiranih potreba moglo zadovoljiti finansiranjem iz ovih izvora.

<sup>11</sup> Prema podacima jedinica za implementaciju projekata

<sup>12</sup> Preračun izvršen prema kursu USD : KM na dan 31.12.2021. godine (1USD=1,725631 KM)

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

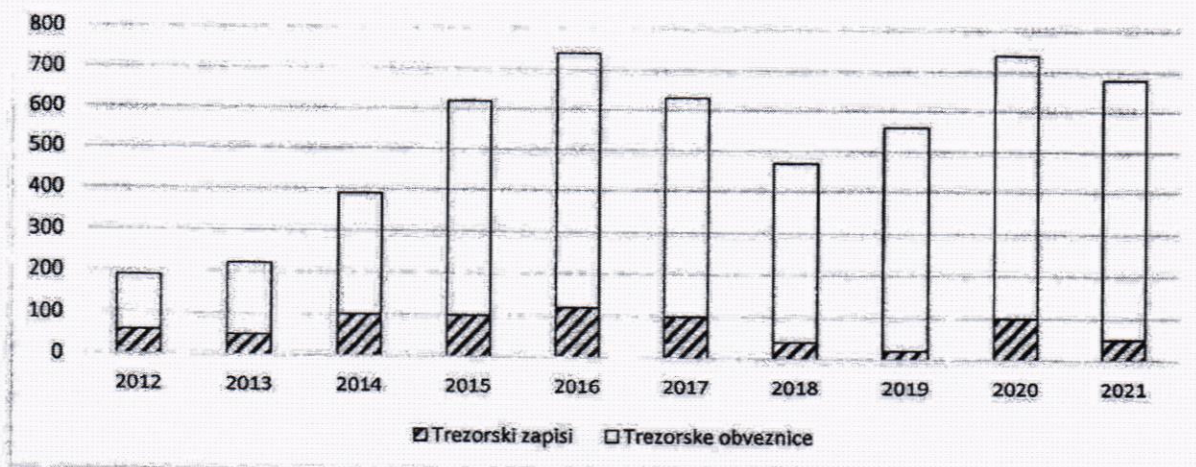
Kreditor	Kamatna stopa	Grace	Rok otplate	Valuta	Finansiranje mil. USD	%	Rizici
		period					
IBRD	Fiksna ili varijabilna	5-10	18-30	EUR	281,01	9,72%	Rizik refiksiranja za varijabilnu
EIB	Fiksna ili varijabilna	4-5	25	EUR	1.260,74	43,63%	Rizik refiksiranja za varijabilnu
EBRD	Fiksna ili varijabilna	3-5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

## 6.2. Domaći izvori finansiranja

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

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

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



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

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

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

Tabela 9. Struktura, troškovi i rizici domaćih izvora finansiranja

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

## 7. PRETPOSTAVKE CIJENA I OPISI SCENARIJA ŠOKA

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

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

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

Za projekcije varijabilnih kamatnih stopa, 6M LIBOR<sup>13</sup> i 6M EURIBOR<sup>14</sup> pretpostavljeno je da će razlika između vrijednosti 6M EURIBOR (6M LIBOR) i prinosa na njemačke jednogodišnje obveznice (američke jednogodišnje obveznice) biti jednaka tokom posmatranog perioda.

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

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

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

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

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

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

<sup>13</sup> London Interbank Offered Rate

<sup>14</sup> Euro Interbank Offered Rate

Bosna i Hercegovina ima kreditni rejting B od S&P<sup>16</sup> i B3 od Moody's<sup>16</sup>. Oba kreditna rejtinga svrstavaju Bosnu i Hercegovinu u skupinu zemalja sa visokim kreditnim rizikom – neinvestitorski rejting, odnosno u grupu zemalja koja može da izmiruje trenutne dugoročne obaveze, ali nepovoljna ekonomska kretanja mogu dovesti do problema u servisiranju njenih obaveza.

Tabela 12: Pregled dugoročnog rejtinga pojedinih zemalja iz šireg okruženja

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

Izvor: Centralna banka Bosne i Hercegovine<sup>17</sup>

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

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

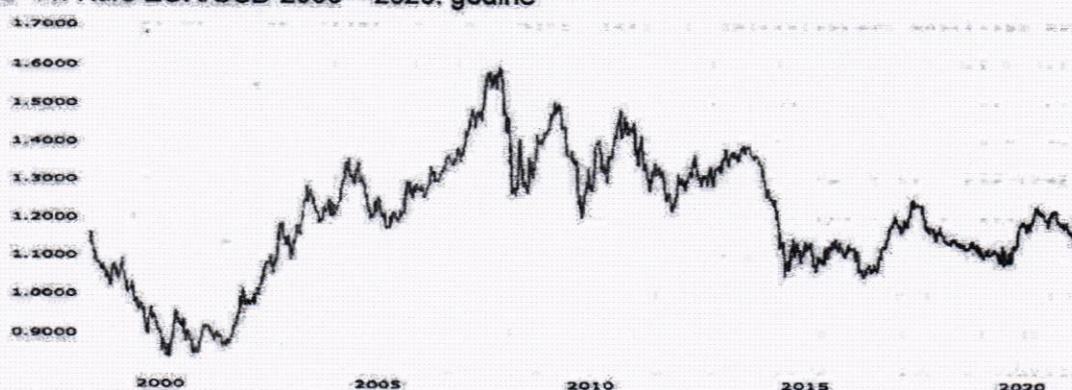
Pretpostavka je da će odnos EUR/USD, odnosno KM/USD u periodu na koji se odnosi strategija ostati na istom nivou kao na kraju 2021. godine odnosno da neće biti niti aprecijacije niti deprecijacije deviznog kursa.

<sup>16</sup> Standard and Poor's – agencija za procjenu kreditnog rejtinga, rejting potvrđen 04.02.2022. godine

<sup>16</sup> Moody's Investors Service - agencija za procjenu kreditnog rejtinga, potvrđen rejting 21.8.2020. godine

<sup>17</sup> Bloomberg, podaci ažurirani 20.01.2022. godine

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



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

### 7.1. Scenarij nepredviđenih događaja (Šok scenarij)

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

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

Šok valutnog (deviznog) kursa:

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

Šok kamatnih stopa:

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

Scenariji šokova:

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



- Kombinovani šok: 20% deprecijacije kursa KM/USD u kombinaciji sa šokom od 1% na kratkoročne domaće i 2% dugoročne instrumente u drugoj godini. Instrumenti u koje su uključeni stara devizna štednja i ratna potraživanja ostaju nepromijenjeni.

Tabela 13. Stilizirani instrumenti portfolija duga Federacije BiH

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

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

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

## 7.2. Opis alternativnih strategija zaduživanja

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

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

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

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

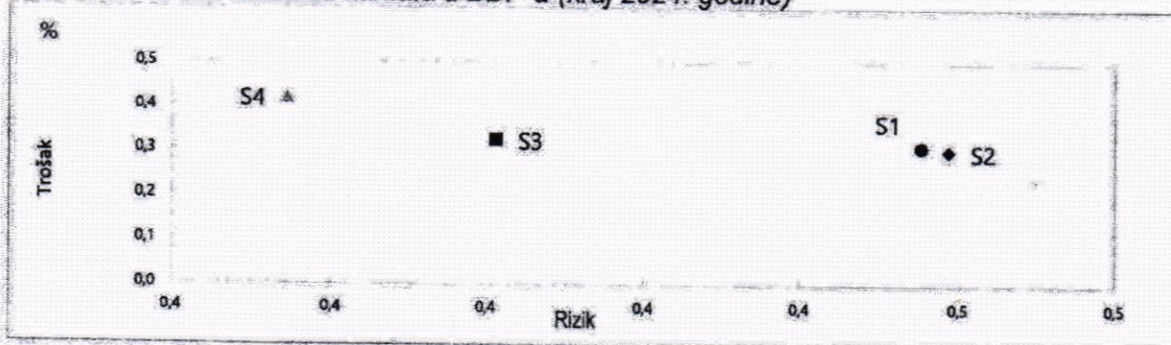
**Strategija 4 (S4):** zaduživanje Federacije BiH u skladu s Budžetom Federacije BiH za 2022. godinu, Dokumentom okvirnog budžeta Federacije BiH u periodu 2022.-2024. godina i PJI-a za period 2022.-2024. godine. Finansiranje razvojnih projekata do 2024. godine procijenjeno je na 1.791,56 mil. KM. Budžetska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

### 7.3. Analiza troškova i rizika alternativnih strategija zaduživanja

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

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

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



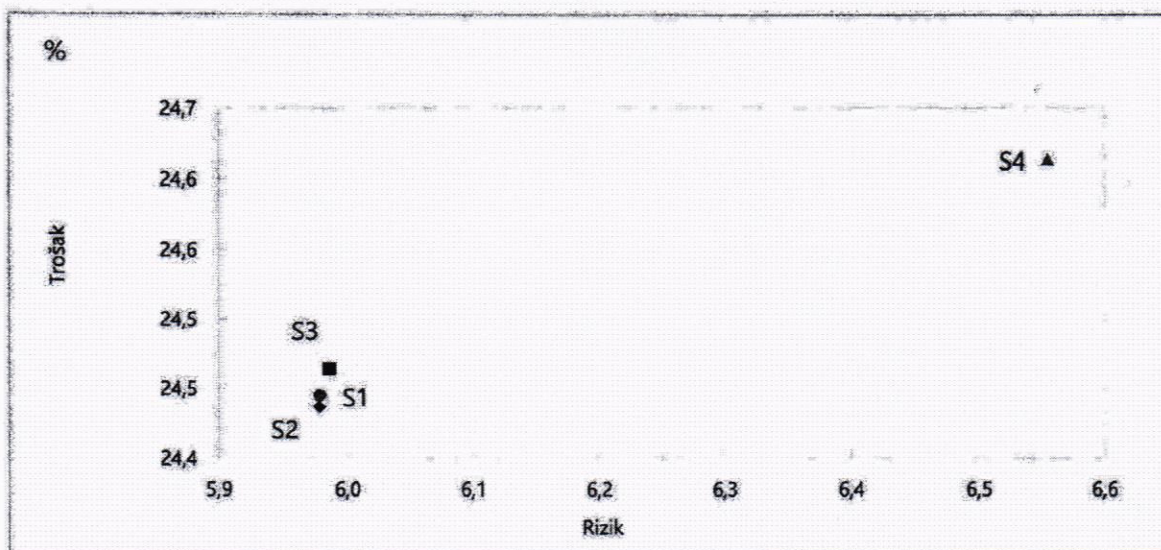
Najveći rizik portfolija duga za sve četiri testirane strategije, u pogledu omjera dug/BDP predstavlja valutni rizik u slučaju nagle promjene deviznog kursa odnosno aprecijacije USD u odnosu na KM i EUR (šok od 30% u 2. godini strategije).

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

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

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

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



#### 7.4. Indikatori rizika alternativnih strategija

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

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

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

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

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

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

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

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

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

## 8. SMJERNICE ZA UPRAVLJANJE DUGOM

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

### 8.1. Sveukupna struktura portfolija duga

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

Smjernice za poželjnu strukturu portfolija duga su sljedeće:

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

## 8.2. Smjernice za zaduživanje

Glavne smjernice za zaduživanje Federacije BiH su sljedeće:

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

## 8.3. Kvantitativne strateške mete

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

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

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

## 9. KOMUNIKACIJA SA TRŽIŠTEM

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

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