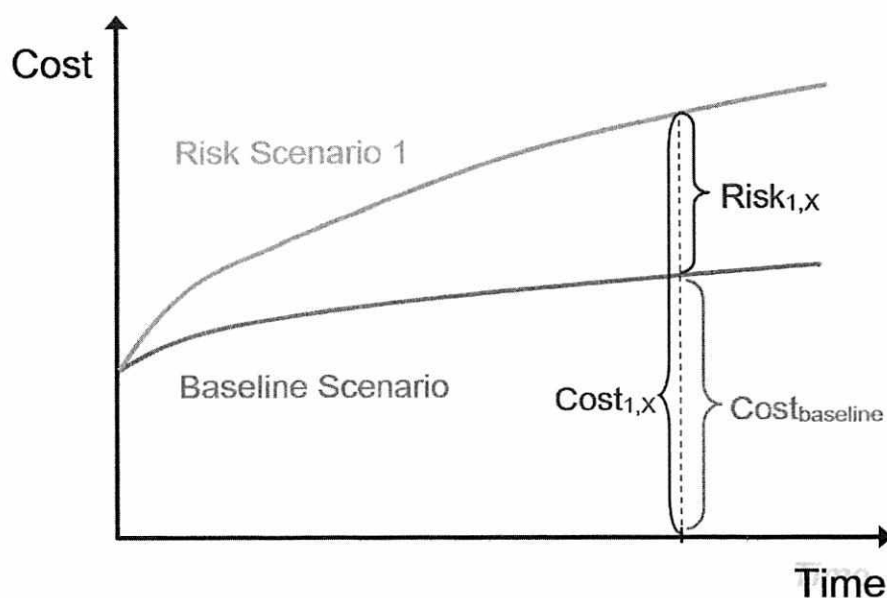


# STRATEGIJA UPRAVLJANJA DUGOM 2023-2025.



# SADRŽAJ

U V O D .....	1
1. CILJEVI I OBUHVAT STRATEGIJE UPRAVLJANJA DUGOM .....	1
1.1. Ciljevi upravljanja dugom.....	1
1.2. Obuhvat Strategije.....	1
2. Portfolio duga Vlade Federacije BiH.....	2
2.1. Struktura vanjskog duga Federacije BiH na dan 31.12.2022. godine .....	2
2.1.1. Struktura vanjskog duga Federacije BiH po kreditorima .....	2
2.1.2. Valutna struktura vanjskog duga Federacije BiH.....	2
2.1.3. Kamatna struktura vanjskog duga Federacije BiH .....	3
2.2. Struktura unutrašnjeg duga Federacije BiH na dan 31.12.2022. godine .....	3
2.2.1. Kamatna struktura unutrašnjeg duga Federacije BiH .....	4
3. RIZICI PORTFOLIJA DUGA FEDERACIJE BiH.....	4
3.1. Karakteristike troškova i rizika portfolija duga Federacije BiH.....	4
3.2. Rizik refinansiranja .....	5
3.3. Kamatni rizik .....	6
3.4. Valutni rizik portfolija duga Federacije BiH .....	6
4. MAKROEKONOMSKI OKVIR .....	7
5. IZVORI FINANSIRANJA .....	9
5.1. Vanjski izvori finansiranja .....	9
5.2. Domaći izvori finansiranja .....	10
6. PRETPOSTAVKE CIJENA I OPISI SCENARIJA ŠOKA .....	11
6.1. Scenarij nepredviđenih događaja (Šok scenarij) .....	11
6.2. Opis alternativnih strategija upravljanja dugom .....	14
6.3. Analiza troškova i rizika bazne i alternativnih strategija zaduživanja .....	15
6.4. Indikatori rizika alternativnih strategija .....	16
7. SMJERNICE ZA UPRAVLJANJE DUGOM .....	17
7.1. Sveukupna struktura portfolija duga .....	17
7.2. Smjernice za zaduživanje.....	17
7.3. Kvantitativni ciljevi .....	18

## SKRAĆENICE

- ATM - Prosječno vrijeme dospijeća (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)

## U V O D

Strategija upravljanja dugom 2023 – 2025. (u daljem tekstu: Strategija) predstavlja sažetak glavnih načela i smjernica za politiku upravljanja dugom Federacije BiH u navedenom periodu i od 2015. godine predstavlja jedan od strateških dokumenata Vlade Federacije u domeni upravljanja dugom. Strategija se temelji na postojećem portfoliju duga Federacije BiH, Programu javnih investicija Federacije BiH 2023 – 2025. godina (PJI FBiH 2023 – 2025.) i Dokumentu okvirnog budžeta Federacije BiH 2023 – 2025. 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. CILJEVI I OBUHVAT STRATEGIJE UPRAVLJANJA DUGOM

#### 1.1. Ciljevi upravljanja dugom

Ciljevi upravljanja dugom Vlade Federacije BiH su:

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

#### 1.2. Obuhvat Strategije

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

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

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

## 2. Portfolio duga Vlade Federacije BiH

Portfolio duga koji je obuhvaćen Strategijom i za koji je odgovorna i kojim upravlja Vlada Federacije BiH na dan 31.12.2022. godine iznosi 6.089,18 mil.KM<sup>1</sup> (3.320,70 mil. USD ili 20,74% BDP-a<sup>2</sup> Federacije BiH), a sastoji se od vanjskog duga u iznosu od 5.410,49 mil.KM (2.950,58 mil. USD ili 88,85% ukupnog duga) i unutrašnjeg duga u iznosu od 678,69 mil.KM (370,12 mil. USD ili 11,15% ukupnog duga).

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

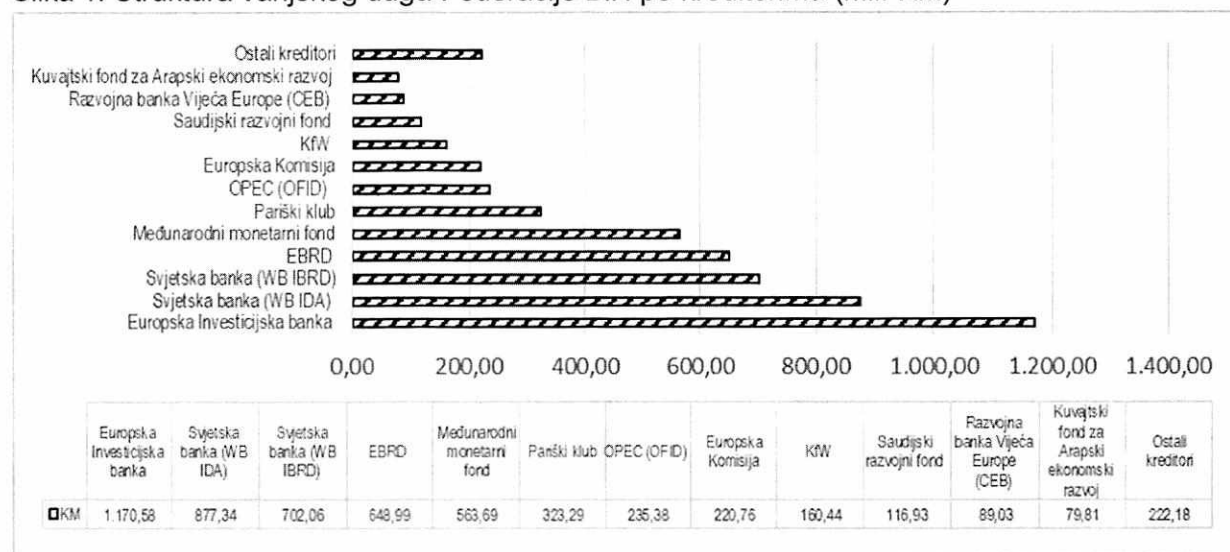
Opis	Vanjski dug	Unutrašnji dug	Ukupni dug
Iznos (u mil. KM)	5.410,49	678,69	6.089,18
Iznos (u mil. USD)	2.950,58	370,12	3.320,70
Nominalni dug kao % BDP-a FBiH	18,43%	2,31%	20,74%

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

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

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

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



#### 2.1.2. Valutna struktura vanjskog duga Federacije BiH

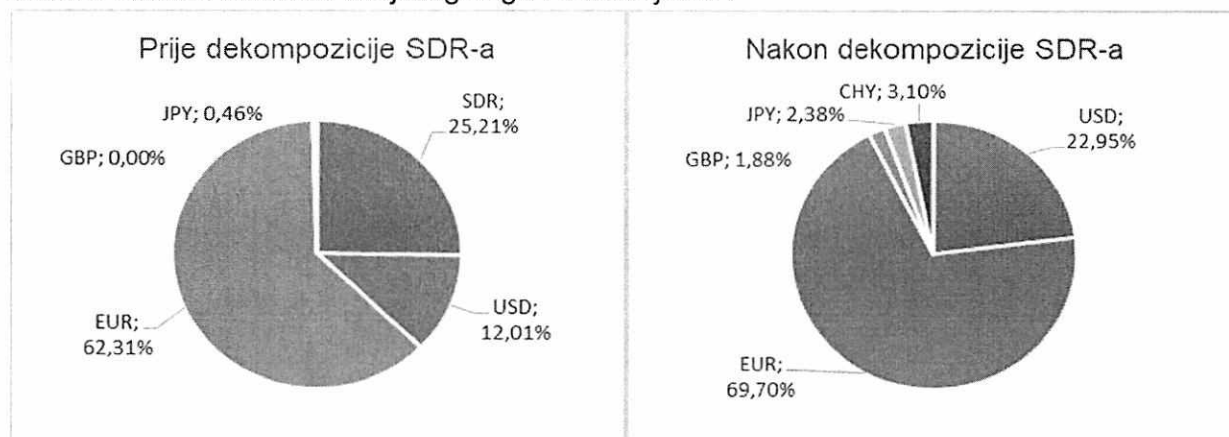
Valutna struktura vanjskog duga Federacije BiH definirana je dostupnim izvorima finansiranja. Najzastupljenija valuta u portfoliju duga Federacije BiH je euro (EUR), zatim slijede Specijalna Prava Vučenja (SDR)<sup>3</sup> i američki dolar (USD).

<sup>1</sup> Kursna lista CBBH broj 259 od 31.12.2022. godine

<sup>2</sup> Iznos BDP-a Federacije u 2022. godini iznosi 29.354 mil. KM, Mjesečni statistički pregled Federacije br. 7/23

<sup>3</sup> SDR – međunarodna obračunska valuta sastavljena od sljedećih valuta: Kineski Juan (CNY) 1,0993, Euro (EUR) 0,37379, Američki dolar (USD) 0,57813, Britanska Funta (GBP) 0,08087 i Japanski Yen (JPY), 13,452.

Slika 2. Valutna struktura vanjskog duga Federacije BiH

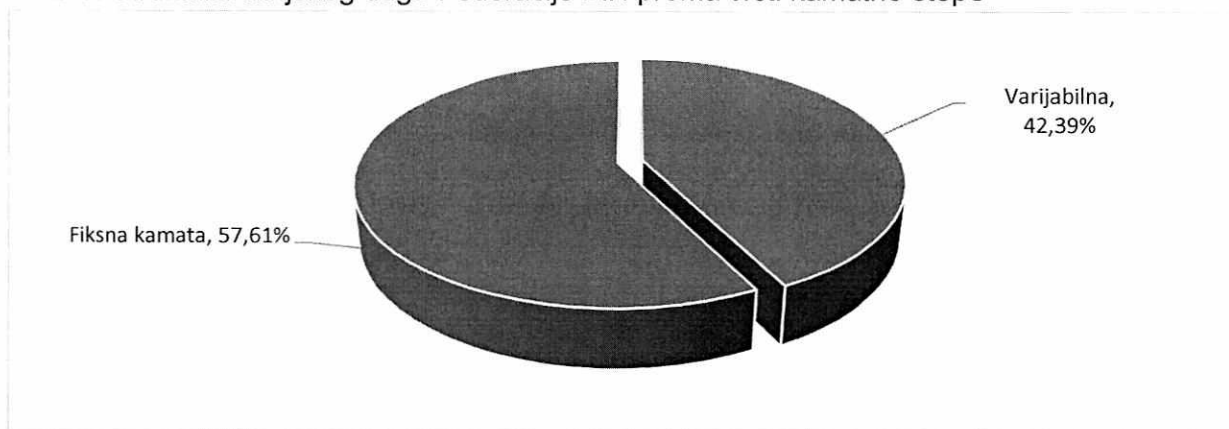


Dekompozicijom SDR-a, učešće EUR valute raste na 69,70%, a USD na 22,95% ukupnog vanjskog duga.

### 2.1.3. Kamatna struktura vanjskog duga Federacije BiH

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

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



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

Unutrašnji dug koji je uključen u Strategiju sastoji se od duga koji je nastao u skladu sa zakonom<sup>4</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.

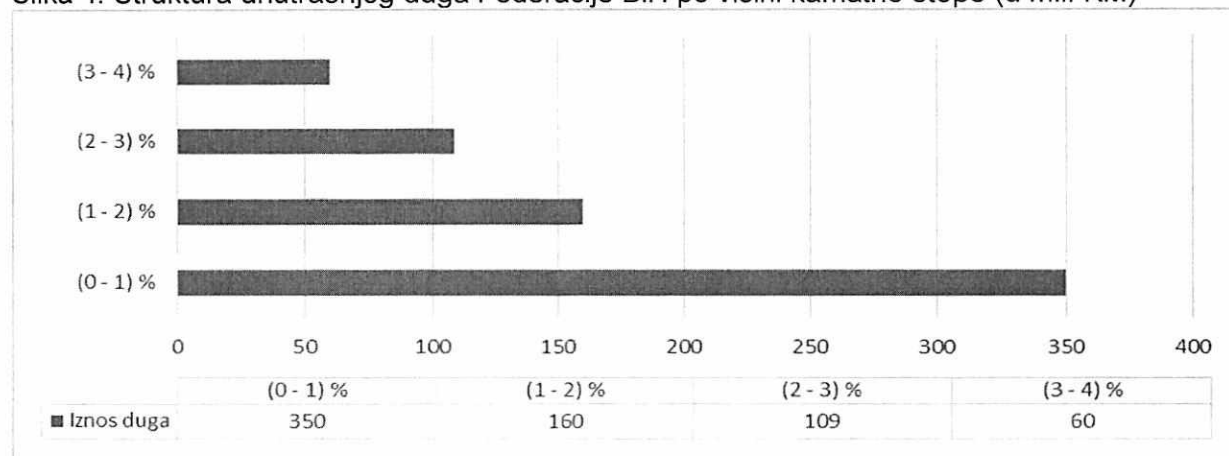
<sup>4</sup> Zakon o utvrđivanju i načinu izmirenja unutrašnjih obaveza Federacije Bosne i Hercegovine ("Službene novine Federacije BiH", br. 66/04, 49/05, 35/06, 31/08, 32/09, 65/09 i 42/11); Zakon o izmirenju obaveza na osnovu računa stare devizne štednje u Federaciji Bosne i Hercegovine ("Službene novine Federacije BiH", br. 62/09, 42/11, 91/13 i 101/16)

Tabela 3. Unutrašnji dug Federacije BiH uključen u Strategiju

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

### 2.2.1. Kamatna struktura unutrašnjeg duga Federacije BiH

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



## 3. RIZICI PORTFOLIJA DUGA FEDERACIJE BiH

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

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

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

Indikatori rizika		Vanjski dug		Unutrašnji dug		Ukupni dug	
		2021.	2022.	2021.	2022.	2021.	2022.
Iznos duga (milioni KM)		5.406,6	5.410,5	754,3	678,7	6.160,9	6.089,2
Iznos duga (milioni USD)		3.133,1	2.950,6	437,1	370,1	3.570,2	3.320,7
Nominalni dug u % BDP		23,6	13,7	3,3	1,7	26,8	15,4
Sadašnja vrijednost duga u % BDP		19,1	11,4	3,3	1,7	22,7	13,2
Troškovi duga	Kamata kao % BDP	0,3	0,3	0,04	0	0,4	0,3
	Prosječna ponderisana kamata (%)	1,2	1,8	1,2	1,3	1,2	1,8
Rizik refinansiranja	Prosječno vrijeme dospeljeća (godine)	6,6	6,4	3,6	4,2	6,2	6,2

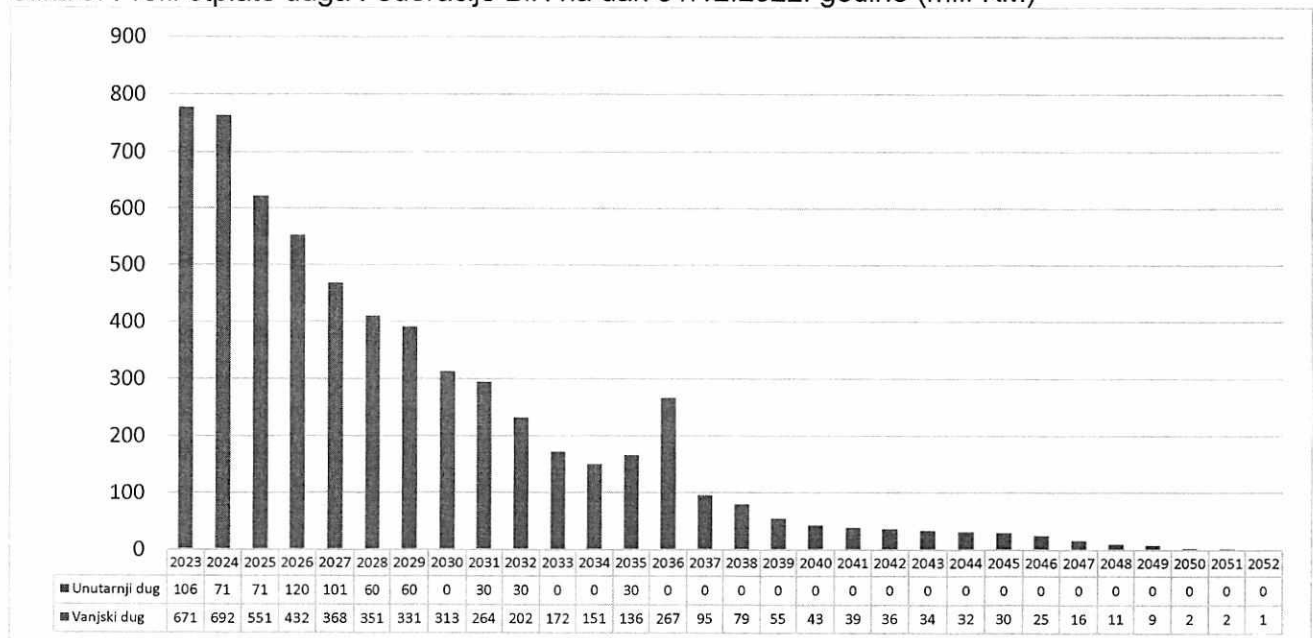


	Dospijeće duga u sljedećoj godini (% ukupnog)	8,2	12,4	33,9	15,6	11,5	12,8
	Dospijeće duga u sljedećoj godini (% BDP)	1,9	1,8	1,1	0,3	3,3	2,0
Kamatni rizik	Prosječno vrijeme refiksiranja (godine)	4,2	4,2	3,6	4,2	4,1	4,2
	Dug koji se refiksira u sljedećoj godini (% ukupnog)	47,5	48,8	33,9	15,6	45,8	45,2
	Dug sa fiksnom kamatnom stopom (% ukupnog)	57,1	57,6	100	100	62,5	62,2
Valutni rizik	Devizni dug (% ukupnog duga)					87,8	88,9
	Kratkoročni devizni dug (% rezervi)					3,0	4,1

### 3.2. Rizik refinansiranja

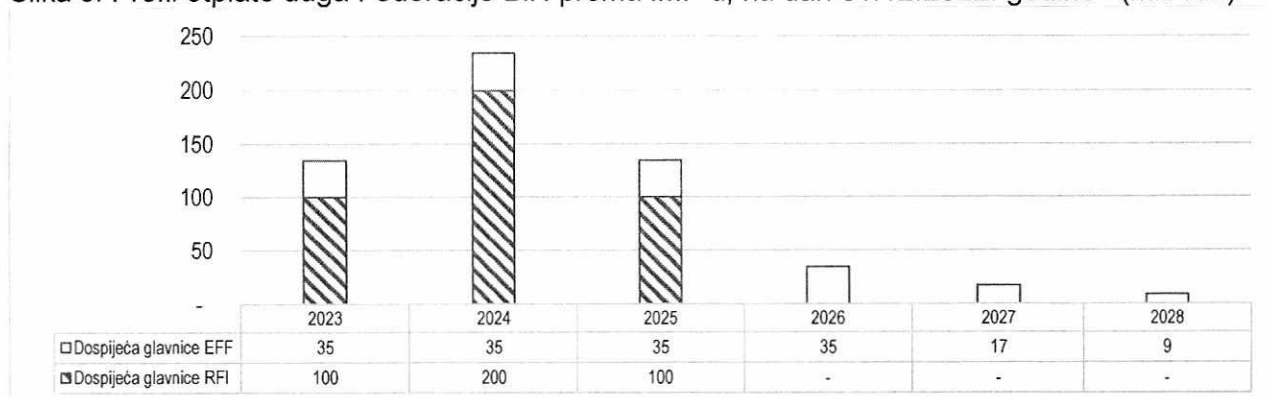
Rizik refinansiranja je značajan i za unutrašnji i za vanjski dug i koncentriran je na kratki i srednji rok. Prosječno vrijeme dospelja (ATM) za unutrašnji dug iznosi 4,2 godina, a za vanjski dug 6,4 godine. Prosječno vrijeme dospelja ukupnog duga iznosi 6,2 godina. Prosječno vrijeme dospelja unutrašnjeg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

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





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



### 3.3. Kamatni rizik

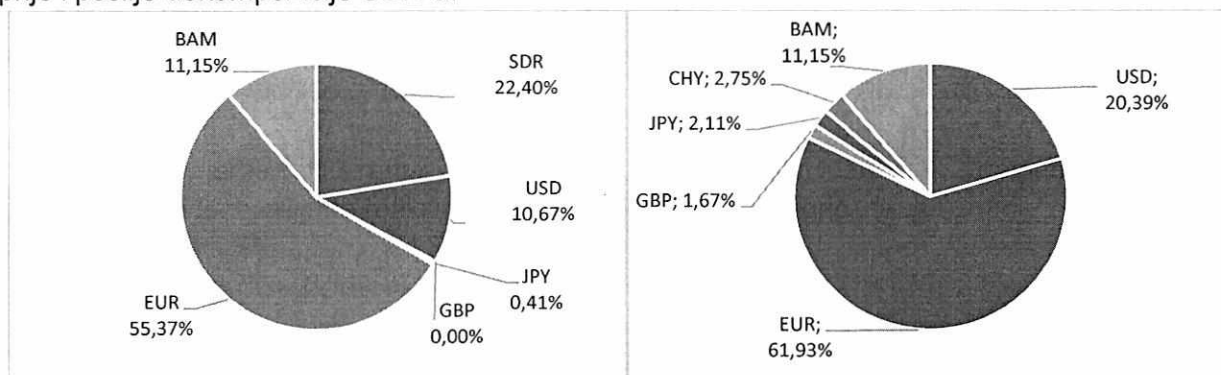
Učešće portfolija duga koji se refiksira unutar jedne godine iznosi 45,2% i rezultat je činjenice da je oko 38% vanjskog duga ugovoreno sa varijabilnom kamatnom stopom, kao i zbog kraćih rokova dospelja tržišnih vrijednosnih papira emitovanih na domaćem tržištu.

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

### 3.4. Valutni rizik portfolija duga Federacije BiH

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

Slika 7. Valutna struktura ukupnog duga Federacije BiH prema stanju na dan 31.12.2022. godine, prije i poslije dekompozicije SDR-a.



Valutni rizik portfolija vanjskog duga Federacije BiH je relativno velik. Nešto preko 35% vanjskog duga je osjetljivo na promjene deviznih kurseva uzimajući u obzir njegovu valutnu strukturu (EUR – 62,31%, SDR – 25,21% i USD – 12,01%), u kojoj, nakon dekompozicije SDR-a, učešće EUR valute u ukupnom vanjskom dugu iznosi 69,70%.

## 4. MAKROEKONOMSKI OKVIR

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

Pregled rasta BDP-a u zemljama Zapadnog Balkana

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

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

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

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

Prema projekcijama Svjetske banke<sup>6</sup> u Bosni i Hercegovini se u tekućoj godini očekuje niži rast privatne potrošnje i znatno usporavanje rasta u odnosu na višegodišnji prosjek sa stopom od 2,5%. Ovakva procjena, između ostalog rezultat je i očekivanog skromnog rasta izvoza zbog niskog rasta glavnih izvoznih tržišta Bosne i Hercegovine u EU. Projekcije su i za naredni srednjoročni period vrlo skromne te je Svjetska banka projicirala rast u BiH u 2024. godini 3%, a u 2025. 3,5%.

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

<sup>5</sup> BHAS: Bruto domaći proizvod-rashodni pristup-tromjesečni podaci (lančano povezane vrijednosti u cijenama 2015), od 30.3.2023.

<sup>6</sup> World Bank Group; Western Balkans Regular Economic Report, Testing Resilience No. 23, Spring 2023.

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

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

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

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

Tabela 5. Kreditni rejting BiH

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

Izvor: CBBH

Tabela 7. Makroekonomski rizici i implikacije po strategiju upravljanja dugom

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

## 5. IZVORI FINANSIRANJA

### 5.1. Vanjski izvori finansiranja

Vanjska finansijska sredstva koja Federaciji BiH stoje na raspolaganju i planira ih angažovati u periodu 2023 – 2025. procjenjuju se na 1.748,62 mil.KM<sup>7</sup> (953,60 mil. USD<sup>8</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 većina planiranih potreba moglo zadovoljiti finansiranjem iz ovih izvora.

<sup>7</sup> Prema podacima jedinica za implementaciju projekata iz PJI F BiH 2023-2025

<sup>8</sup> Preračun izvršen prema kursu USD : KM na dan 31.12.2022. godine (1USD=1,833705 KM)

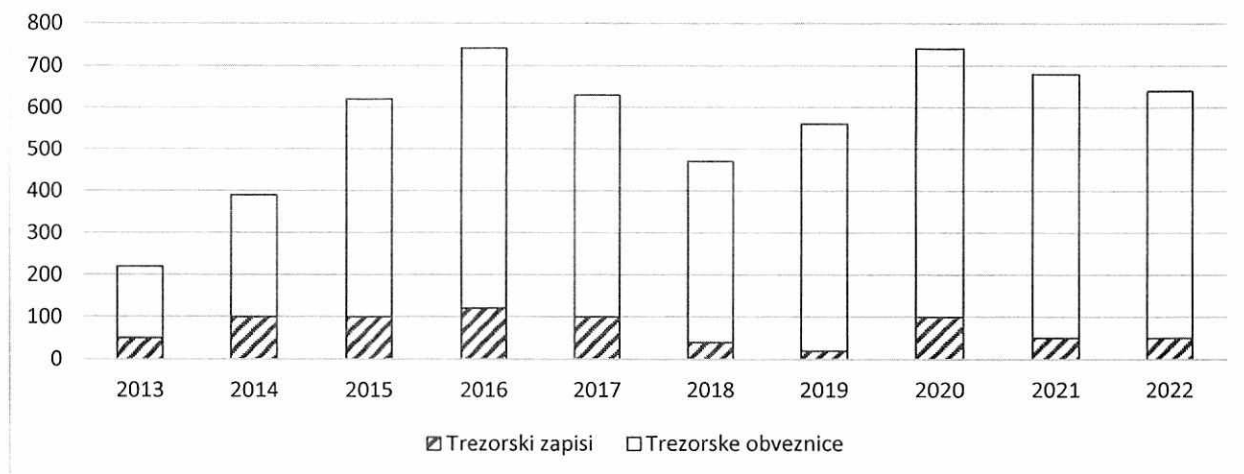
Tabela 8: Pregled ugovorenih i planiranih vanjskih izvora finansiranja u periodu 2023 – 2025. godina

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

## 5.2. Domaći izvori finansiranja

Domaće tržište vrijednosnih papira je relativno malo i nerazvijeno, ali ima trend rasta prilagođavajući se finansijskim potrebama Vlade Federacije BiH. Domaće komercijalne banke su najveći investitori u trezorske zapise i tržišne obveznice Vlade Federacije BiH i uglavnom ih čuvaju do dospjeća.

Slika 8. Kretanje unutrašnjeg duga Federacije BiH po osnovu tržišnih vrijednosnih papira u periodu 2013 – 2022. (mil. KM)



U namjeri da osigura dalji razvoj domaćeg tržišta vrijednosnih papira i transparentnost zaduživanja, vodeći pri tom računa o svojim finansijskim potrebama i troškovima, Vlada



Federacije BiH će nastaviti sa aukcijama obveznica u mjeri koja je potrebna da se iznos sredstava na Jedinственном računu trezora Federacije BiH održava na zadovoljavajućem nivou 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 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
<i>Struktura</i>	<i>Diskont, jednokratna isplata</i>	<i>Fiksna ili varijabilna kamata, jednokratna isplata</i>
<i>Karakteristike</i>	<i>Jednostavni, dobra potražnja</i>	<i>Tražnja zadovoljava trenutne potrebe, razvoj tržišta će utjecati na potražnju</i>
<i>Troškovi</i>	<i>Niski, osim u slučaju krize likvidnosti ili izdanja većih volumena</i>	<i>Rast volumena izdanja i produžetak ročnosti može izazvati rast troškova</i>
<i>Rizici</i>	<i>Rizici refiksiranja i refinansiranja</i>	<i>Rizici zavise od ostvarene ročnosti, a uključuju rizik refinansiranja, a u slučaju varijabilnih stopa i rizik refiksiranja</i>

## 6. PRETPOSTAVKE CIJENA I OPISI SCENARIJA ŠOKA

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

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

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

Šok valutnog (deviznog) kursa podrazumijeva sljedeće:

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

Šok kamatnih stopa podrazumijeva sljedeće:

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

Scenariji šoka:

- Šok valutnog (deviznog) kursa: 30% deprecijacije kursa KM/USD u drugoj godini;
- Šok kamatne stope: 4% rast kamatne stope na vanjske i domaće dugoročne instrumente i 2% na kratkoročne domaće instrumente u drugoj godini, što doprinosi izravanjanju krivulje prinosa;
- Kombinovani šok: 20% deprecijacije kursa KM/USD u kombinaciji sa šokom za 1% na kratkoročne domaće instrumente i 2% na sve dugoročne domaće i vanjske instrumente u drugoj godini.

Pretpostavke o budućim kretanjima promjenjivih kamatnih stopa na vanjski dug zasnovane su na postojećim krivuljama prinosa za Eurozonu i SAD iz polovine novembra 2022. godine uzimajući u obzir i prosječne vrijednosti u 2022. godini. Za projekcije varijabilnih kamatnih stopa, šestomjesečni LIBOR<sup>9</sup> i EURIBOR<sup>10</sup> korišteni su trenutni podaci o ovim kamatnim stopama uz pretpostavku da će razlika između vrijednosti šestomjesečnog EURIBOR (LIBOR) i prinosa na njemačke jednogodišnje obveznice (američke jednogodišnje obveznice) biti jednaka tokom perioda 2023-2025. godina.

Ove kamatne stope predstavljaju referentne kamatne stope za instrumente duga sa promjenjivim kamatama, dok su za instrumente duga sa fiksnom kamatnom stopom prilikom procjena visine kamata uzeta u obzir postojeća zaduženja. Kretanje kamatnih stopa na domaći dug izračunato na osnovu jednostavnih očekivanja na bazi kamatnih stopa postojećeg portfolija unutrašnjeg duga Federacije BiH.

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

Naziv instrumenta	Kamata		
	2023	2024	2025
Koncesionalni USD Fiksni	5,23%	5,39%	5,46%
Koncesionalni EUR Fiksni	4,69%	4,90%	5,10%
Koncesionalni USD Varijabilni	5,18%	5,25%	5,32%
Koncesionalni EUR Varijabilni	2,58%	2,79%	2,99%
IMF RFI USD Varijabilni	2,74%	2,81%	2,88%
IMF EFF USD Varijabilni	2,74%	2,81%	2,88%
5Y Eurobond	9,49%	10,06%	10,62%
10Y Eurobond	5,45%	5,65%	5,85%
15Y Eurobond	5,94%	6,14%	6,34%

<sup>9</sup> London Interbank Offered Rate

<sup>10</sup> Euro Interbank Offered Rate



Tabela 11. Procijenjeni spread (margina) na instrumente duga sa varijabilnom kamatnom stopom u periodu 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 Evropske centralne banke iz novembra 2022. godine ukazuju na jačanje USD-a u odnosu na kraj 2021. godine za 7,9% u 2022. godini, 4,0% u 2023. godini u odnosu na 2022. godinu i zadržavanje na istom nivou u 2024. godini.

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

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

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

Tabela 13. Stilizirani instrumenti portfolija duga Federacije BiH

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

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

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

## 6.2. Opis alternativnih strategija upravljanja dugom

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

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

**Strategija 3 (S3):** bazira se na dosadašnjem zaduživanju Federacije BiH u skladu s Budžetom Federacije BiH za 2023. godinu, Dokumentom okvirnog budžeta Federacije BiH u razdoblju 2023-2025. godina i PJI-a za razdoblje 2023-2025. godine s pretpostavkom kreditnih uslova koji podrazumijevaju kredite sa većinski ugovorenom fiksnom kamatnom stopom uz preferiranu valutu EUR.

**Strategija 4 (S4):** bazira se na dosadašnjem zaduživanju Federacije BiH u skladu s Budžetom Federacije BiH za 2023. godinu, Dokumentom okvirnog budžeta Federacije BiH u razdoblju 2023-2025. godina i PJI-a za razdoblje 2023-2025. godine s pretpostavkom zamjene svih domaćih

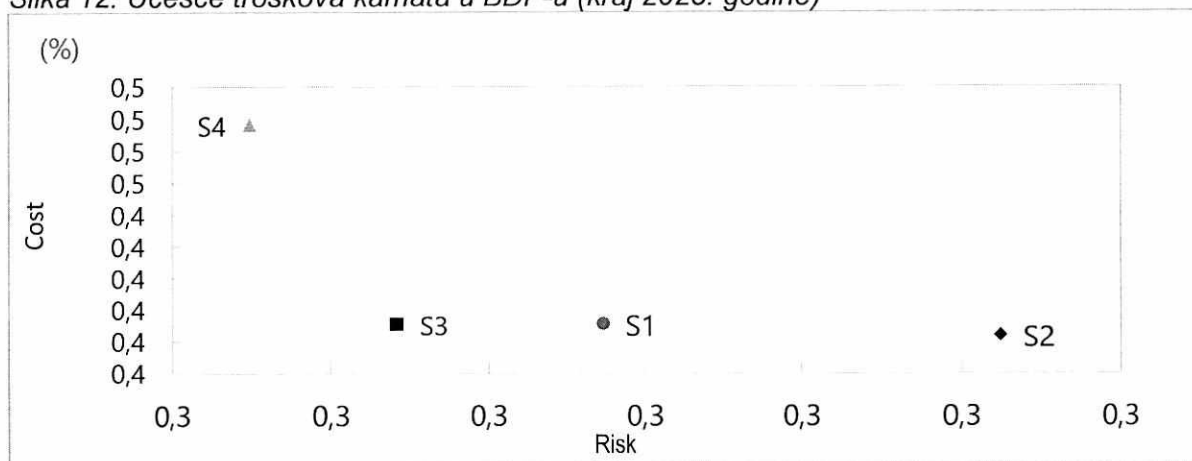
instrumenata sa izdavanjem desetogodišnjih i petnaestogodišnjih euroobveznica na nivou koji je adekvatan izvorima koji su zamijenjeni.

### 6.3. Analiza troškova i rizika bazne i alternativnih strategija zaduživanja

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

Trošak servisiranja duga u direktnoj je korelaciji sa promjenama kamatnih stopa. Dug sa visokim kamatnim stopama generira tokom vremena veće troškove duga, odnosno povećava potrebe za refinansiranjem. Strategija S4 je najmanje rizična, ali ima i najveće troškove (Slika 12.) zbog strukture duga u kojoj dominira vanjsko zaduživanje u EUR-ima kombinacijom desetogodišnjih i petnaestogodišnjih euroobveznica u uslovima tržišnih kamatnih stopa. Strategije S1, S2 i S3 imaju približno iste troškove, s tim da je strategija S2 najrizičnija s obzirom da su u strategiji S2 razmatrani kreditni uslovi u kojima u većem obimu prevladavaju promjenjive kamatne stope. Najveći rizik za sve strategije u pogledu omjera kamata/BDP predstavlja ekstremni kamatni šok u 2. godini strategije.

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



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

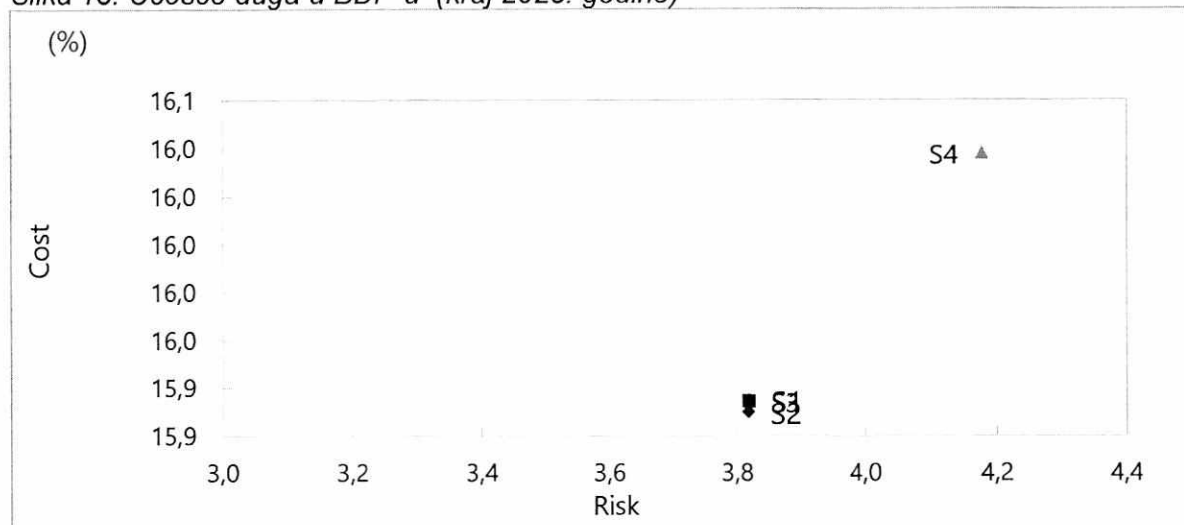
Portfolio koji ima veće učešće neeurskih valuta u stanju neotplaćenog vanjskog duga izložen je većem riziku kada je u pitanju aprecijacija stranih valuta u odnosu na domaću. Strategija S4 je najosjetljivija strategija na promjene deviznih kurseva, zbog niskog učešća domaćeg zaduživanja i značajnijeg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

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

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

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

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



#### 6.4. Indikatori rizika alternativnih strategija

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

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

Indikatori rizika		Početni portfolio	S1	S2	S3	S4
		Nominalni dug u % BDP	<b>15,38</b>	<b>15,93</b>	15,93	15,93
Sadašnja vrijednost duga u % BDP	<b>13,16</b>	<b>14,31</b>	14,04	14,31	14,39	
Troškovi kamata u % BDP	<b>0,27</b>	<b>0,41</b>	0,40	0,41	0,47	
Implicitna kamatna stopa (%)	<b>1,78</b>	<b>3,02</b>	2,99	3,02	3,56	
Rizik refinansiranja	Dug koji dospijeva u 1. godini (% ukupnog)	<b>12,75</b>	<b>13,34</b>	13,33	13,37	7,81
	Dug koji dospijeva u 1. godini (% BDP)	<b>2,03</b>	<b>2,12</b>	2,12	2,13	1,25
	Prosječno dospijeće portfolija (godine)	<b>6,18</b>	<b>6,44</b>	6,28	6,52	7,94
	Prosječno dospijeće domaći dug (godine)	<b>4,19</b>	<b>2,70</b>	2,70	2,70	2,82
	Prosječno dospijeće vanjski dug (godine)	<b>6,42</b>	<b>7,54</b>	7,33	7,65	8,26
Kamatni rizik	Prosječno vrijeme refiksiranja (godine)	<b>4,24</b>	<b>4,75</b>	3,99	4,90	6,32
	Refiksiranje duga u 1. godini (godine)	<b>45,23</b>	<b>38,79</b>	45,49	37,43	31,81
	Dug sa fiksnom kamatom (% ukupnog duga)	<b>62,17</b>	<b>72,00</b>	65,29	73,39	73,47
	Trezorski zapisi (% ukupnog duga)	<b>0,79</b>	<b>4,33</b>	4,32	4,36	0,00
Devizni rizik	Devizni dug u % ukupnog duga	<b>88,85</b>	<b>77,29</b>	77,31	77,21	94,09
	Kratkoročni devizni dug u % rezervi	<b>4,09</b>	<b>2,47</b>	2,47	2,47	2,47

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

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

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

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

**Kamatni rizik** – Prosječno vrijeme refiksiranja se povećava u preferiranoj strategiji i iznosi 4,75 godina, u odnosu na trenutno vrijeme refiksiranja od 4,24 godine. Učešće duga sa fiksnim kamatnim stopama u preferiranoj strategiji bi se povećalo u odnosu na početni portfolio duga i iznosilo bi 72% kao i učešće trezorskih zapisa koje bi se povećalo na 4,33%. Strategija S4 koja uzima u obzir zaduživanje emisijama euroobveznica po fiksnim kamatnim stopama imaju znatno povoljniji ATR koji iznosi 6,32 godina.

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

## 7. SMJERNICE ZA UPRAVLJANJE DUGOM

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

### 7.1. Sveukupna struktura portfolija duga

Smjernice za poželjnu strukturu portfolija duga su sljedeće:

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

### 7.2. Smjernice za zaduživanje

Glavne smjernice za zaduživanje Federacije BiH su sljedeće:

- Prilikom planiranja zaduživanja voditi računa da se održi ravnomjerna struktura otplate po godinama u cilju minimiziranja rizika refinansiranja;
- Radi smanjenja valutnog rizika maksimalno koristiti zaduživanje u EUR i KM;

- U cilju smanjenja rizika refinansiranja duga: učešće portfolija duga koji dospijeva unutar 12 mjeseci/jedne godine će iznositi maksimalno 15% ukupnog neotplaćenog duga;
- Kako bi produžili prosječno 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.

### 7.3. Kvantitativni ciljevi

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

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

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