

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

**PARLAMENT FEDERACIJE
BOSNE I HERCEGOVINE**

- Zastupnički dom-
gosp. Mirsad Zaimović, predsjedatelj
- Dom naroda –
gosp. Tomislav Martinović, predsjedatelj

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

Primijeno: 13-05-2022			
Org. jed.	Broj	Priloga	Vrijednost
01/02	-11-	968	22

H
x
8

Poštovani,

U privitku 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

Privitak: kao u tekstu

Temeljem članka 19. stavak (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 financija da Strategiju upravljanja dugom 2022. - 2024. objavi na svojoj web stranici.
3. Zadužuje se Generalno tajništvo Vlade Federacije Bosne i Hercegovine da Strategiju upravljanja dugom 2022.-2024., proslijedi Parlamentu Federacije Bosne i Hercegovine radi informiranja.
4. Ovaj zaključak stupa na snagu danom donošenja.

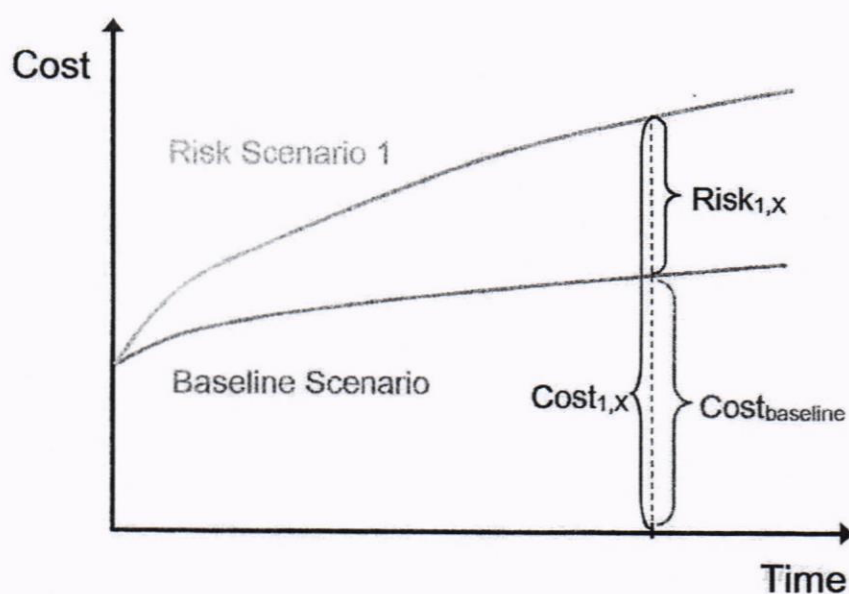
V. broj: *642* /2022
12.05.2022. godine
Sarajevo



PREMIJER

Fadil Novalić
Fadil Novalić

STRATEGIJA UPRAVLJANJA DUGOM 2022-2024.



S A D R Ź A J

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. PORTFOLIJ DUGA VLADE FEDERACIJE BiH	2
3.1. Struktura vanjskog duga Federacije BiH na dan 31. 12. 2021.	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 unutarnjeg duga Federacije BiH na dan 31.12.2021.	5
3.2.1. Kamatna struktura unutarnjeg duga Federacije BiH	5
4. RIZICI PORTFELJA DUGA FEDERACIJE BiH	5
4.1. Karakteristike troškova i rizika portfelja duga Federacije BiH	5
4.2. Rizik refinanciranja	6
4.3. Kamatni rizik	7
4.4. Valutni rizik portfelja duga Federacije BiH	7
4.5. Potencijalne obveze	8
4.5.1. Garancije	8
4.5.2. Preuzimanje obveza krajnjih korisnika	8
5. MAKROEKONOMSKI OKVIR	8
6. IZVORI FINANCIRANJA	11
6.1. Vanjski izvori financiranja	11
6.2. Domaći izvori financiranja	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 portfelja duga	21
8.2. Smjernice za zaduživanje	22
8.3. Kvantitativne strateške mete	22
9. KOMUNIKACIJA S TRŽIŠTEM	22

SKRAĆENICE

ATM	-	Prosječno vrijeme dospijeca (Average Time to Maturity)
ATR	-	Prosječno vrijeme refiksiranja (Average Time to Refixing)
BDP	-	Bruto domaći proizvod (Gross Domestic Product)
DOB	-	Dokument okvirnog proračuna
EBRD	-	Europska banka za obnovu i razvoj (European Bank for Reconstruction and Development)
EIB	-	Europska 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 financiranja (Rapid Financing Instrument)

SAŽETAK

Strategija upravljanja dugom 2022 – 2024. (u daljnjem tekstu: Strategija) predstavlja sažetak glavnih načela i smjernica za politike upravljanja dugom Federacije BiH u promatranom razdoblju i temelji se na postojećem portfelju duga Federacije BiH, Programu javnih investicija Federacije BiH 2022 – 2024. godina (PJI FBiH 2022 – 2024.) i Dokumentu okvirnog proračuna Federacije BiH 2022 – 2024. godine. Strategija sadrži planove financiranja potreba Vlade Federacije BiH u naredne tri godine kako na vanjskom tako i na unutarnjem 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 razinama vlasti.

- Procedura ugovaranja novih vanjskih državnih zajmova propisana je člankom 39. Zakona o zaduživanju, dugu i garancijama Bosne i Hercegovine („Službeni glasnik BiH“, br. 52/05, 103/09 i 90/16, u daljnjem tekstu: Zakon o zaduživanju u BiH), a alokacija obveze otplate vanjskog državnog duga člankom 50;
- Zakon o zaduživanju u BiH također daje ovlaštenja entitetima i Brčko Distriktu da sklapaju ugovore o zaduživanju s vanjskim kreditorima po osnovi direktnog duga, što je predmetom prethodne suglasnosti 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 daljnjem tekstu: Zakon o dugu u FBiH) Federacija BiH se može zaduživati u zemlji i u inozemstvu 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 financija).
- Zakonom o dugu u FBiH utvrđeni su limiti zaduživanja Federacije BiH, kao i svrhe u koje se Federacija BiH može zadužiti na vanjskom ili unutarnjem tržištu, te izdati garancije.

1.2. Institucionalni okvir

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

Sektor se sastoji iz tri odsjeka:

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

Ovakvom organizacijskom 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 izvješćivanje.

2. CILJEVI I OBUHVAT STRATEGIJE UPRAVLJANJA DUGOM

2.1. Ciljevi upravljanja dugom

Ciljevi upravljanja dugom Vlade Federacije BiH su:

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

2.2. Obuhvat Strategije

Strategija obuhvata portfelj duga na dan 31. 12. 2021. kojim upravlja Vlada Federacije BiH i koji je prikazan u narednoj tablici.

Tablica 1. Portfelj duga na dan 31. 12. 2021., obuhvaćen Strategijom

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

3. PORTFELJ DUGA VLADE FEDERACIJE BIH

Portfelj duga za koji je odgovorna i kojim upravlja Vlada Federacije BiH na dan 31. 12. 2021. iznosi 6.156,28 mil.KM² (3.567,55 mil. USD ili 26,82% BDP-a³ 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 unutarnjeg duga u iznosu od 754,27 mil.KM (437,10 mil. USD ili 12,25% ukupnog duga).

¹ Garancije FBiH nisu uključene u obuhvat strategije jer se u razdoblju 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. nije bilo angažiranja sredstava

² Tečajna lista CBBH broj 259 od 31. 12. 2021.

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

Tablica 2. Ukupan dug obuhvaćen Strategijom na dan 31. 12. 2021.

Opis	Vanjski dug	Unutarnji 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.

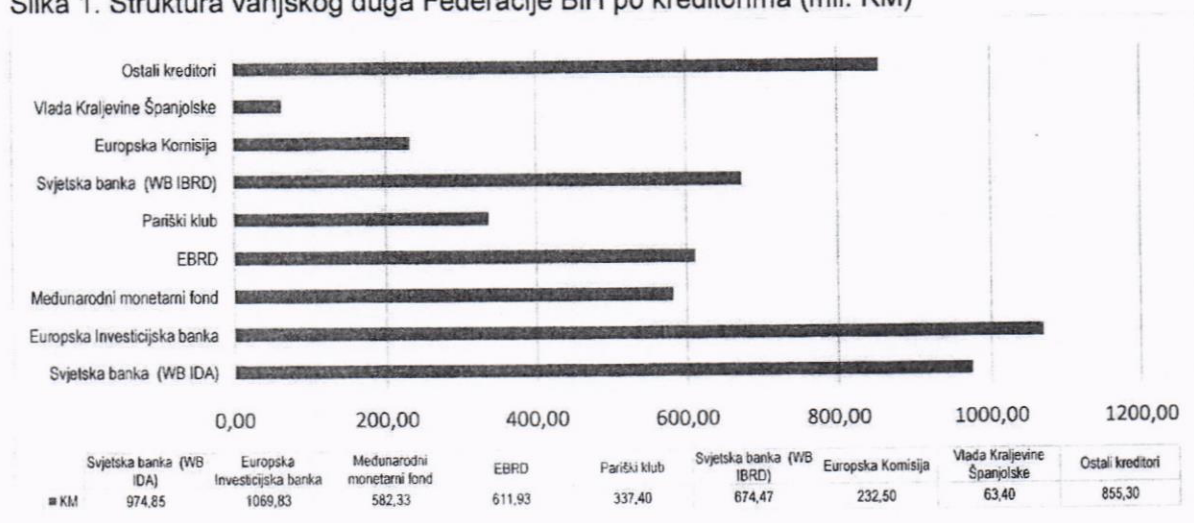
3.1.1. Struktura vanjskog duga Federacije BiH po kreditorima

Vanjski dug je, zbog povoljnijih kreditnih uvjeta i koncesionalnih kamatnih stopa, najvećim dijelom ugovoren s međunarodnim financijskim institucijama i bilateralnim kreditorima.

Tablica 3. Pregled vanjskog duga Federacije BiH po kreditorima

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

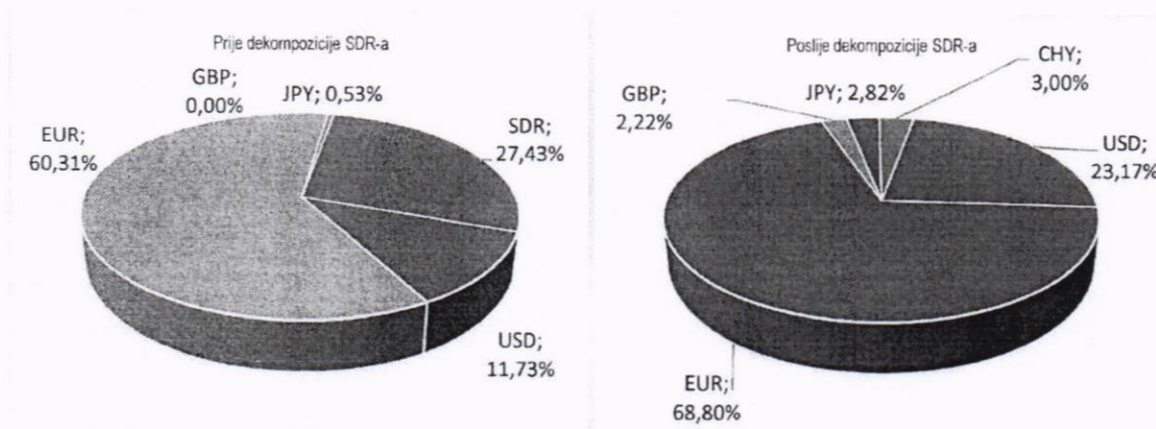
Slika 1. Struktura vanjskog duga Federacije BiH po kreditorima (mil. KM)



3.1.2. Valutna struktura vanjskog duga Federacije BiH

Valutna struktura vanjskog duga Federacije BiH definirana je dostupnim izvorima financiranja. Najzastupljenija valuta u portfelju duga Federacije BiH je euro (EUR), zatim slijede Specijalna Prava Vučenja (SDR)⁴ i američki dolar (USD).

Slika 2. Valutna struktura vanjskog duga Federacije BiH

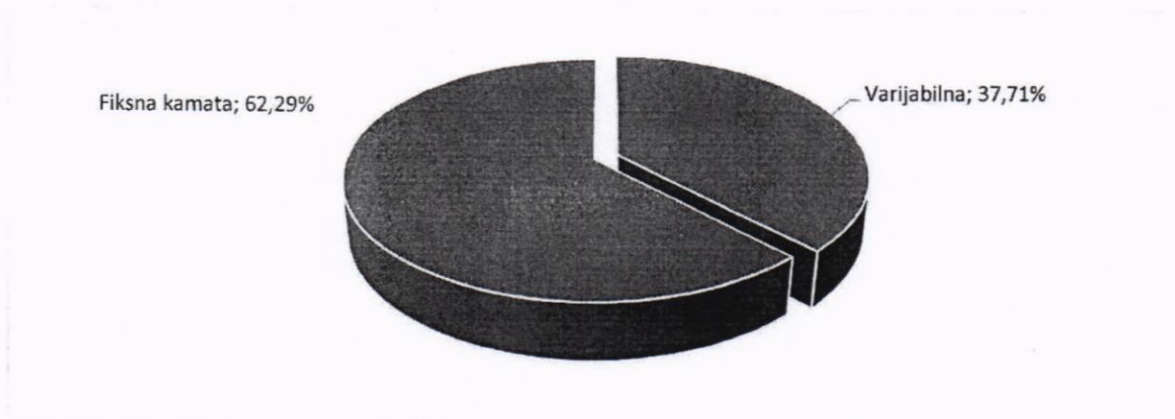


Dekompozicijom SDR-a, udio EUR valute raste na 68,80%, a USD na 23,17% ukupnog vanjskog duga.

3.1.3. Kamatna struktura vanjskog duga Federacije BiH

S fiksnom kamatnom stopom ugovoreno je 3.834,98 mil.KM ili 62,29%, a s 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



⁴ 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 unutarnjeg duga Federacije BiH na dan 31.12.2021. godine

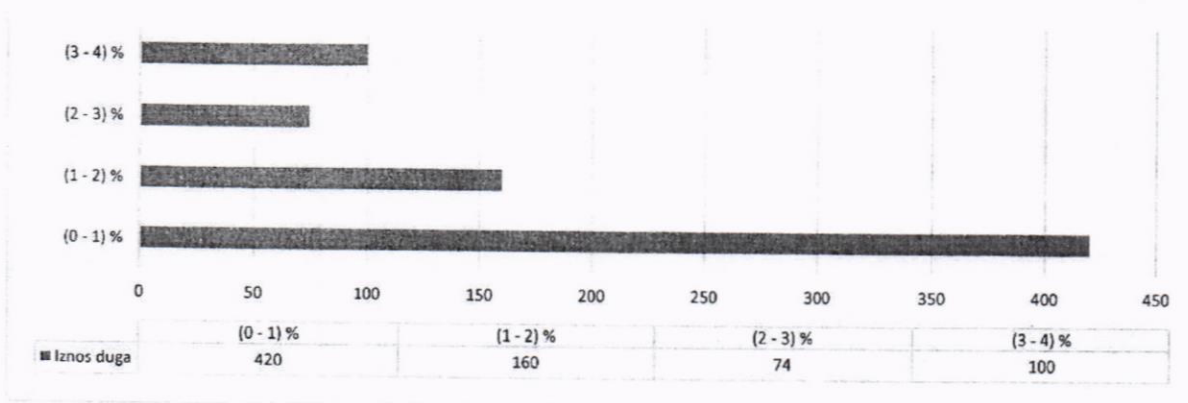
Unutarnji dug koji je uključen u Strategiju sastoji se od duga koji je nastao u skladu sa zakonom⁵ u obliku vrijednosnih papira i unutarnjeg duga nastalog emisijom tržišnih vrijednosnih papira. Unutarnji dug ugovoren je u domaćoj valuti (KM) i s fiksnim kamatnim stopama.

Tablica 4. Unutarnji dug Federacije BiH uključen u Strategiju

Vrsta duga	Uključen (✓)/ Isključen (x)	Iznos (mil.KM)
Unutarnji 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 unutarnjeg duga Federacije BiH

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



4. RIZICI PORTFELJA DUGA FEDERACIJE BiH

4.1. Karakteristike troškova i rizika portfelja duga Federacije BiH

Prosječna ponderirana implicitna kamatna stopa ukupnog portfelja duga Federacije BiH relativno je niska i iznosi 1,25%, a rezultat je omjera obveznica emitiranih za izmirenje obveza po osnovi 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 ponderirana implicitna kamatna stopa za vanjski dug također iznosi 1,25%.

⁵ Zakon o utvrđivanju i načinu izmirenja unutarnjih obveza 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 osnovi računa stare devizne štednje u Federaciji Bosne i Hercegovine ("Službene novine Federacije BiH", br. 62/09, 42/11, 91/13 i 101/16)

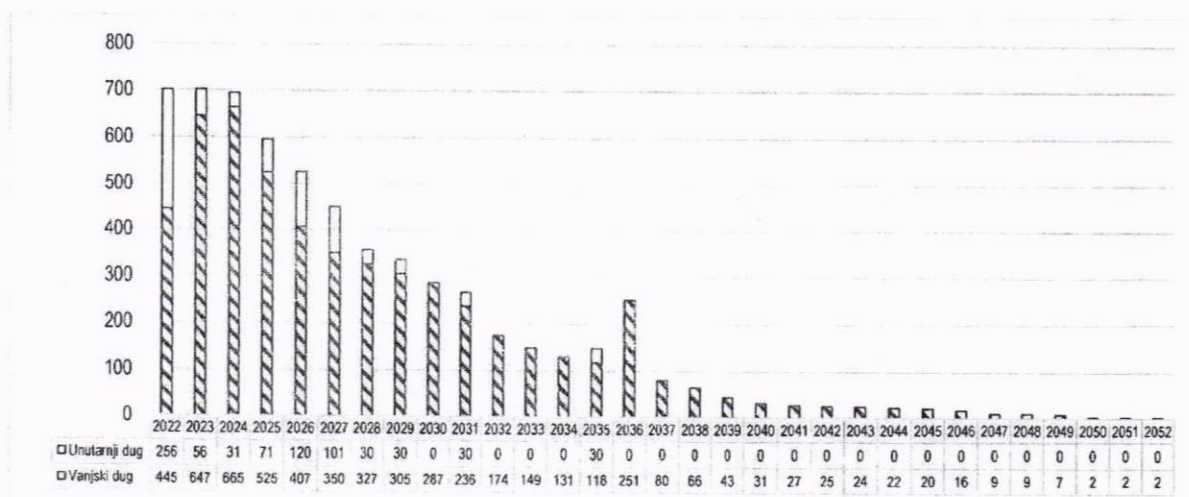
Tablica 5. Usporedni prikaz indikatora rizika portfelja duga Federacije BiH na dan 31. 12. 2021. u odnosu na indikatore na kraju 2020. godine

Indikatori rizika		Vanjski dug		Unutarnji dug		Ukupni dug	
		2020.	2021.	2020.	2021.	2020.	2021.
Iznos duga (milijuni KM)		4.982,7	5.406,6	849,9	754,3	5.832,6	6.160,9
Iznos duga (milijuni 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 ponderirana kamata (%)	1,4	1,2	1,7	1,2	1,5	1,2
Rizik refinanciranja	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 s 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

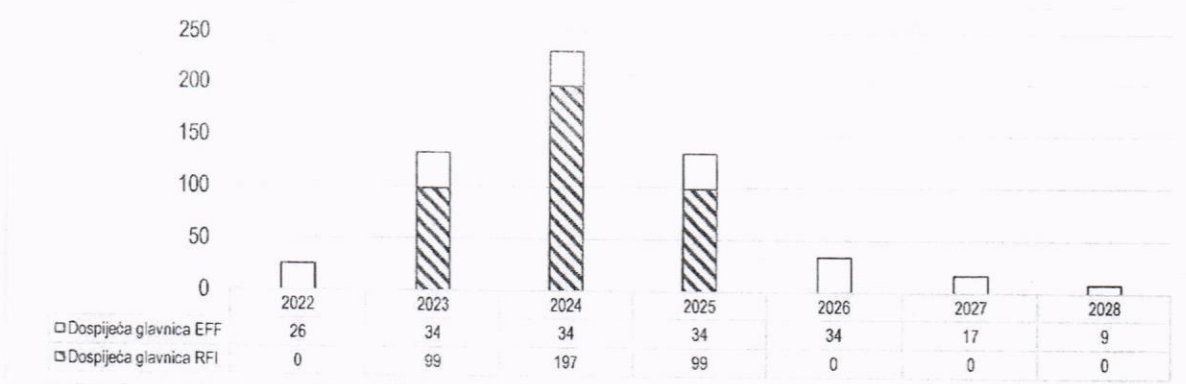
4.2 Rizik refinanciranja

Rizik refinanciranja je značajan i za unutarnji i za vanjski dug i koncentriran je na kratki i srednji rok. Prosječno vrijeme dospeljeća (ATM) za unutarnji 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 unutarnjeg duga u odnosu na vanjski dug rezultat je stupnja razvijenosti domaćeg tržišta vrijednosnih papira, s obzirom da na istom ne postoji značajniji tržišni potencijal za izdavanjem obveznica s dužim rokom dospeljeća, i obveza po osnovi unutarnjeg duga utvrđenih zakonom (obveznice izdane za izmirenje ratnih potraživanja).

Slika 5. Profil otplate duga Federacije BiH na dan 31. 12. 2021. (mil. KM)



Slika 6. Profil otplate duga Federacije BiH prema IMF-u, na dan 31. 12. 2021. (mil. KM)



4.3. Kamatni rizik

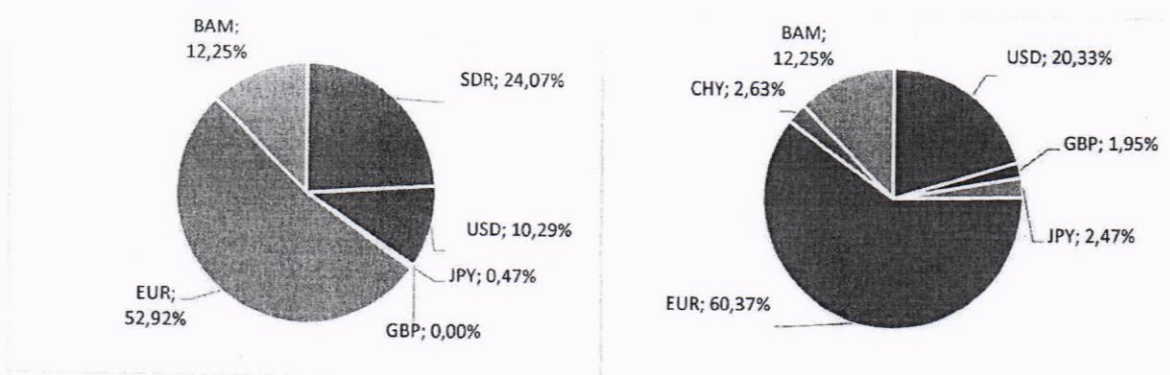
Udio portfelja duga koji se refiksira unutar jedne godine iznosi 45,8% i rezultat je činjenice da je gotovo pola portfelja vanjskog duga ugovoreno s varijabilnom kamatnom stopom kao i kraćih rokova dospijeća tržišnih vrijednosnih papira emitiranih na domaćem tržištu.

Prosječno vrijeme refiksiranja portfelja 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 unutarnjeg.

4.4. Valutni rizik portfelja duga Federacije BiH

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

Slika 7. Valutna struktura ukupnog duga Federacije BiH prema stanju na dan 31. 12. 2021., prije i poslije dekompozicije SDR-a.



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

4.5. Potencijalne obveze

Potencijalne obveze Federacije BiH su financijske obveze po osnovi izdanih garancija ili odluka Parlamenta Federacije BiH o eventualnom preuzimanju financijskih obveza kantona, gradova, općina ili javnih kompanija i koje bi mogle postati obveza proračuna Federacije BiH.

4.5.1. Garancije

Federacija BiH je tijekom 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., do 31. 12. 2021. nije bilo angažiranja 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, s ukupnim garancijskim potencijalom od 500 mil. KM. Ukupna sredstva fonda na 31. 12. 2021. su iznosila 100,09 mil. KM, dok stanje izloženosti fonda prema stanju izdatih garancija iznosi 83,76 mil. KM. Imajući u vidu da sredstva Garancijskom fonda prelaze iznos garantiranih obveza, obveze po osnovi garancija nemaju nikakvog utjecaja na proračun Federacije BiH u razdoblju na koji se odnosi strategija.

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

4.5.2. Preuzimanje obveza krajnjih korisnika

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

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)⁶ pri Vijeću ministara BiH je projicirala oporavak ekonomije BiH u 2021. godini s rastom BDP-a od 3,1%, a u razdoblju 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 službeno 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%⁷. Ovakav rast u drugom kvartalu je nastao uslijed rasta svih djelatnosti od kojih

⁶ DEP: Dokument okvirnog proračuna, Makroekonomske projekcije 2022.-2024., rujan 2021.

⁷ BHAS: Bruto domaći proizvod-rashodni pristup-tromjesečni podaci (lančano povezane vrijednosti u cijenama 2015), od 4. 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 razdoblje 2021 - 2023. godina DEP je projicirao oporavak BiH od 3,4%, 3,5% i 3,7% respektivno uz pretpostavku poboljšanja situacije s 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 razdoblju 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.

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

Prema službeno objavljenim rezultatima⁸ 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 tisuć. KM, lančano povezane vrijednosti u cijenama 2015).

Pod pretpostavkom suzbijanja pandemije uzrokovane virusom COVID-19, odnosno efikasnim provođenjem cijepljenja stanovništva, u narednom srednjoročnom razdoblju međunarodne financijske institucije projiciraju oporavak i rast ekonomija na svim razinama. 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 razdoblju, a najveći rizik za projekcije rasta su postojeće političke poteškoće koje uzrokuju paralizu vlasti i predstojeći opći izbori u 2022. godini.

⁸ FZS: Tromjesečni bruto domaći proizvod, II. tromjesečje

Projicira se da će rast FBiH u narednim razdoblju 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 s 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 gospodarstvu je povećanju stupnja konkurentnosti i unapređenje poslovnog ambijenta, odnosno rast ekonomije općenito. Također, u fokusu će biti rješavanje prioriteta za pridruživanje EU i efikasnije i brže rješavanja sveobuhvatnih reformi čime će se pozitivno utjecati na rast ekonomije FBiH u narednom razdoblju.

Tablica 6. Makroekonomski pokazatelji za Federaciju BiH za razdoblje 2022 – 2024. godine (u mil. KM)⁹

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

⁹ Dokument okvirnog proračuna Federacije BiH za razdoblje 2022 – 2024. godine, Sarajevo, rujan 2020. godine

¹⁰ Izvor: CBBH, preračun izvršen prema tečaju USD na dan 31. 12. 2021.

Tabela 7. Makroekonomski rizici i implikacije po strategiju upravljanja dugom

<i>Realni sektor</i>		
- Rast	Srednja do visoka	Slaba vanjska potražnja ili veća financijska nestabilnost bi mogli smanjiti potencijal za rast, što bi dovelo do poteškoća u fiskalnoj politici i rezultiralo većim zaduživanjem.
<i>Fiskalni sektor</i>		
- Održivost duga	Srednja	Pritisak na rastuće rashode i kapitalne investicije bi povećao financijske potrebe. Potencijalne obveze, bilo iz bankarskog sektora ili državnih poduzeća, mogle bi dovesti do povećanja bruto financijskih potreba i troškova financiranja i pogoršanja fiskalne bilance, što bi moglo rezultirati većim domaćim i vanjskim zaduženjem.
<i>Platna bilanca</i>		
- Vanjska potražnja/tečaj valuta	Srednja do visoka	Spor globalni rast, posebno u EU, može smanjiti izvoz i strane direktne investicije, dovodeći do pritiska na devizne rezerve, što bi s obzirom na aranžman valutnog odbora, moglo utjecati i na veće vanjsko zaduživanje.
<i>Inflacija</i>		
- Cijene roba/tečaj valuta	Srednja do mala	Na rast cijena najveći utjecaj će imati rast cijena energenata, te rast cijena hrane, pića i komunalija. Veća inflacija bi mogla povećati troškove servisiranja duga.
<i>Financijski sustav</i>		
- Sveukupno stanje	Srednja	Stopa adekvatnosti kapitala bankovnog sustava je znatno viša od zakonskog minimuma i predstavlja zadovoljavajuću kapitaliziranost ukupnog sustava za postojeću razinu izloženosti rizicima i jaku osnovu za očuvanje njegove sigurnosti i stabilnosti.

6. IZVORI FINANCIRANJA

6.1. Vanjski izvori financiranja

Vanjska financijska sredstva koja Federaciji BiH stoje na raspolaganju i planira ih angažirati u razdoblju 2022 – 2024. procjenjuju se na 4.986,65 mil.KM¹¹ (2.889,75 mil. USD¹²). Uzimajući u obzir ciljeve definirane ovom Strategijom, troškove i rizike ugovaranja zajmova, Federacija BiH će nastaviti s politikom maksimiziranja zaduživanja kod multilateralnih financijskih institucija, a procjene ukazuju da bi se približno 90,5% planiranih potreba moglo zadovoljiti financiranjem iz ovih izvora.

¹¹ Prema podacima jedinica za implementaciju projekata

¹² Preračun izvršen prema tečaju USD : KM na dan 31. 12. 2021. (1USD=1,725631 KM)

Tablica 8: Pregled ugovorenih i planiranih vanjskih izvora financiranja u razdoblju 2022 – 2024. godina

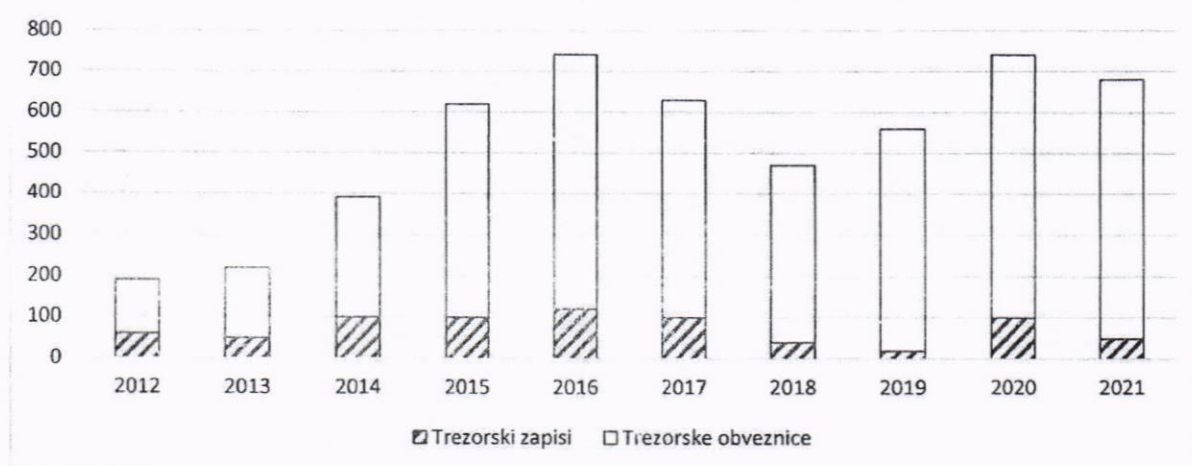
Kreditor	Kamatna stopa	Grace	Rok otplate	Valuta	Financiranje mil. USD	%	Rizici
		period					
IBRD	Fiksna ili varijabilna	5-10	18-30	EUR	281,01	9,72%	Rizik refiksiranja za varijabilnu
EIB	Fiksna ili varijabilna	4-5	25	EUR	1.260,74	43,63%	Rizik refiksiranja za varijabilnu
EBRD	Fiksna ili varijabilna	3-5	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 refinanciranja i valutni rizik
KfW	Fiksna ili varijabilna	2,5 - 10	12-20	EUR	57,42	1,99%	Rizik refinanciranja
Ostala sredstva	Fiksna ili varijabilna	3-5	10-15	EUR	170,01	5,88%	Rizik refinanciranja i refiksiranja za varijabilnu
UKUPNO					2.889,75	100,00%	

6.2. Domaći izvori financiranja

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

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

Slika 8. Kretanje unutarnjeg duga Federacije BiH po osnovi tržišnih vrijednosnih papira u razdoblju 2012 – 2021. (mil. KM)



U namjeri da osigura daljnji razvoj domaćeg tržišta vrijednosnih papira i transparentnost zaduživanja, vodeći pri tom računa o svojim financijskim potrebama i troškovima, Vlada Federacije BiH će nastaviti s aukcijama obveznica u mjeri koja je potrebna da se iznos sredstava na Jedinstvenom računu riznice Federacije BiH održava na zadovoljavajućoj razini 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 riznice 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 s dospijećem dužim od pet godina.

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

Tablica 9. Struktura, troškovi i rizici domaćih izvora financiranja

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

7. PRETPOSTAVKE CIJENA I OPISI SCENARIJA ŠOKA

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

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

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

Za projekcije varijabilnih kamatnih stopa, 6M LIBOR¹³ i 6M EURIBOR¹⁴ pretpostavljeno je da će razlika između vrijednosti 6M EURIBOR (6M LIBOR) i prinosa na njemačke jednogodišnje obveznice (američke jednogodišnje obveznice) biti jednaka tijekom promatranog razdoblja.

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

Kretanje kamatnih stopa na domaći dug izračunato na osnovi jednostavnih očekivanja na bazi kamatnih stopa postojećeg portfelja unutarnjeg duga Federacije BiH.

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

Naziv instrumenta	Kamata		
	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%

Tablica 11. Procijenjeni spread (margina) na instrumente duga s varijabilnom kamatnom stopom u razdoblju 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%

¹³ London Interbank Offered Rate

¹⁴ Euro Interbank Offered Rate

Bosna i Hercegovina ima kreditni rejting B od S&P¹⁵ i B3 od Moody's¹⁶. Oba kreditna rejtinga svrstavaju Bosnu i Hercegovinu u skupinu zemalja s visokim kreditnim rizikom – neinvestitorski rejting, odnosno u grupu zemalja koja može izmirivati trenutne dugoročne obveze, ali nepovoljna ekonomska kretanja mogu dovesti do problema u servisiranju njenih obveza.

Tablica 12: Pregled dugoročnog rejtinga pojedinih zemalja iz šireg okruženja

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

Izvor: Centralna banka Bosne i Hercegovine¹⁷

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

Tečaj USD/EUR je historijski 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 portfelja duga Federacije BiH predstavlja promjena vrijednosti EUR-a u odnosu na ostale strane valute, uglavnom USD i SDR.

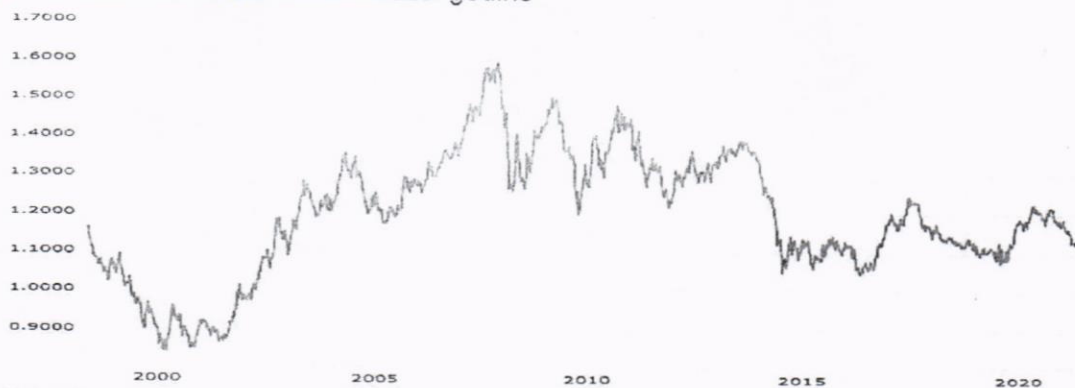
Pretpostavka je da će odnos EUR/USD, odnosno KM/USD u razdoblju na koji se odnosi strategija ostati na istoj razini kao na kraju 2021. godine odnosno da neće biti niti aprecijacije niti deprecijacije deviznog tečaja.

¹⁵ Standard and Poor's – agencija za procjenu kreditnog rejtinga, rejting potvrđen 4. 2. 2022.

¹⁶ Moody's Investors Service - agencija za procjenu kreditnog rejtinga, potvrđen rejting 21. 8. 2020.

¹⁷ Bloomberg, podaci ažurirani 20. 1. 2022.

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 portfelja duga Federacije BiH, makroekonomskih pretpostavki za promatrano razdoblje kao i potencijalnih izvora financiranja, napravljeno je nekoliko scenarija i strategija zaduživanja.

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

Šok valutnog (deviznog) tečaja:

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

- Kombinirani šok: 20% deprecijacije tečaja 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.

Tablica 13. Stilizirani instrumenti portfelja duga Federacije BiH

Oznaka instrumenta	Ime ili vrsta instrumenta	Fiksni ili varijabilni	Koncesionalni ili tržišni	Dospijeće (godina)	Grace (godina)	Vrsta valute	Valuta
USD_2	Koncesionalni USD	Fiksni	Koncesionalni	20	5	Strana	USD
USD_3	Koncesionalni EUR	Fiksni	Koncesionalni	20	5	Strana	EUR
USD_4	Koncesionalni USD	Varijabilni	Koncesionalni	18	4	Strana	USD
USD_5	Koncesionalni EUR	Varijabilni	Koncesionalni	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

Tablica 14. Usporedba trenutnih indikatora rizika portfelja duga i rizika izabrane strategije

Indikatori rizika		Portfelj 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
Ponderirana prosječna kamata (%)		1,5	1,3	1,5
Rizik refinanciranja	ATM Vanjski dug (godine)	6,2	6,6	7,6
	ATM Unutarnji 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 financiranje razvojnih programa i kao podrška proračunu. Razvojni programi su projekti s unaprijed identificiranim kreditorima i pod poznatim uvjetima, te je time ograničena mogućnost pregovaranja financijskih uvjeta kredita. Tim ograničenjima treba upravljati u kombinaciji s ograničenjima opisanim za domaće financiranje, kako bi se ublažili ranije identificirani rizici.

Strategija (S1): zaduživanje Federacije BiH u skladu s Proračunom Federacije BiH za 2022. godinu, Dokumentom okvirnog proračuna Federacije BiH u razdoblju 2022-2024. godina i PJI-a za razdoblje 2022-2024. godine. Financiranje razvojnih projekata do 2024. godine procijenjeno je na 1.791,56 mil.KM. Vanjski izvori financiranja su okvirno identificirani (tablica 8.). U kontekstu procjene troškova i rizika vanjske kredite namijenjene realizaciji PJI Federacije BiH primijenjeni su kreditni uvjeti u skladu s generalnim uvjetima poslovanja kreditora u pogledu fiksne ili promjenjive kamatne stope uz preferiranu valutu EUR. Proračunska podrška će se financirati sredstvima Europske unije u okviru makroekonomske pomoći kao i sredstvima prikupljenim emisijama trezorskih zapisa i trogodišnjih, petogodišnjih, šestogodišnjih, sedmogodišnjih, desetogodišnjih obveznica u opsegu koji osigurava i razvoj domaćeg tržišta.

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

Strategija 3 (S3): zaduživanje Federacije BiH u skladu s Proračunom Federacije BiH za 2022. godinu, Dokumentom okvirnog proračuna Federacije BiH u razdoblju 2022-2024. godina i PJI-a za razdoblje 2022.-2024. godine. Kreditni uvjeti pod kojima bi se Federacija BiH trebala zadužiti za financiranje razvojnih projekata (u cilju procjene tako nastalih troškova) koji podrazumijevaju kredite s ugovorenom fiksnom kamatnom stopom uz preferiranu valutu EUR. Proračunska podrška će se financirati sredstvima prikupljenim emisijama trezorskih zapisa i trogodišnjih, petogodišnjih, sedmogodišnjih i desetogodišnjih obveznica u opsegu koji osigurava i razvoj domaćeg tržišta.

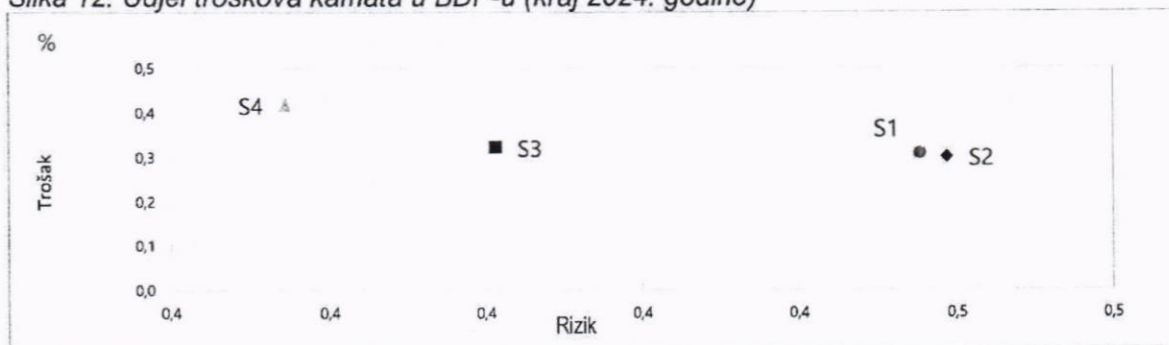
Strategija 4 (S4): zaduživanje Federacije BiH u skladu s Proračunom Federacije BiH za 2022. godinu, Dokumentom okvirnog proračuna Federacije BiH u razdoblju 2022-2024. godina i PJI-a za razdoblje 2022-2024. godine. Financiranje razvojnih projekata do 2024. godine procijenjeno je na 1.791,56 mil. KM. Proračunska podrška planirana da se financira sredstvima Europske unije u okviru makroekonomske pomoći zamijenjena su izdavanjem desetogodišnje i petnaestogodišnje euroobveznice na razini koja je adekvatna izvorima koji su zamijenjeni kao i sredstvima prikupljenim emisijama trezorskih zapisa i trogodišnjih, petogodišnjih, šestogodišnjih, sedmogodišnjih, desetogodišnjih obveznica u opsegu 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 tečaja odražavaju se na odnos dug/BDP. Udio plaćene kamate u BDP-u daje procjenu potencijalnog utjecaja svake strategije na proračun. Rizik dane 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 s promjenama kamatnih stopa. Dug s visokim kamatnim stopama generira tijekom vremena veće troškove duga, odnosno povećava potrebe za refinanciranjem. Strategije S3 i S4 su najmanje rizične strategije, ali imaju i najveće troškove (Slika 12.) zbog strukture duga u kojoj dominira vanjsko zaduživanje u EUR-ima i u kojem udio duga s fiksnim kamatnim stopama zadržava visok udjel u portfelju ukupnog duga. Strategija S4 je najskuplja jer predviđa zaduživanje u većem opsegu na inozemnom tržištu kapitala kombinacijom desetogodišnjih i petnaestogodišnjih euroobveznica u uvjetima 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 uvjeti u kojima u većem opsegu (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. Udjel troškova kamata u BDP-u (kraj 2024. godine)



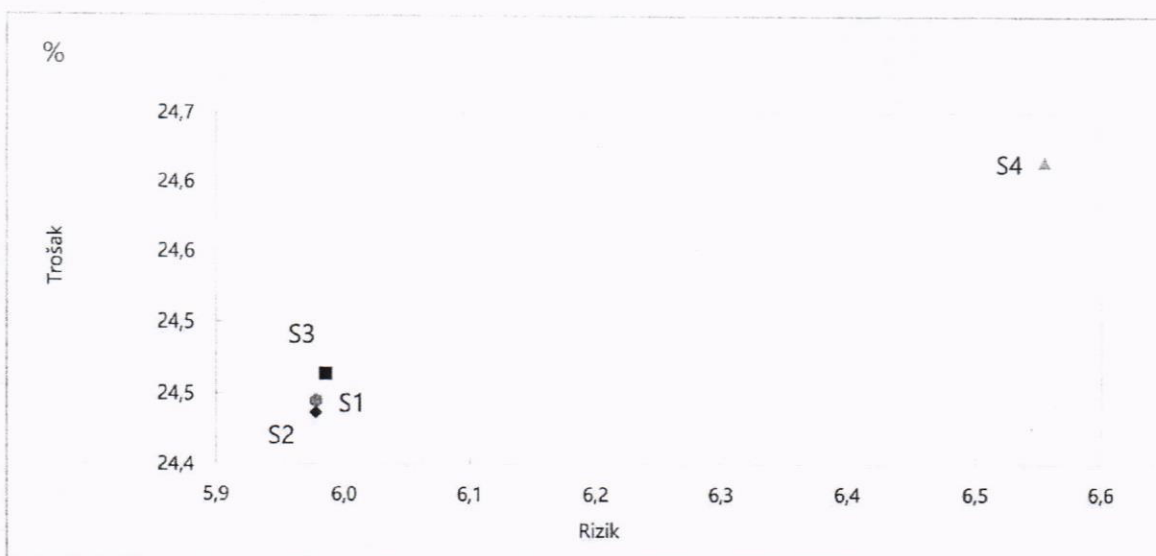
Najveći rizik portfelja duga za sve četiri testirane strategije, u pogledu omjera dug/BDP predstavlja valutni rizik u slučaju nagle promjene deviznog tečaja odnosno aprecijacije USD u odnosu na KM i EUR (šok od 30% u 2. godini strategije).

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

Kao i u slučaju prethodnog indikatora kada promatramo 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 usporedimo s ostalim strategijama.

Strategija S4 je najosjetljivija na promjene deviznog tečaja 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. Udjel 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 refinanciranja, kamatni rizik i valutni rizik.

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

Indikatori rizika		Indikatori rizika				
		Početni portfelj	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 refinanciranja	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 portfelja (godine)	6,21	6,69	6,65	6,72	7,79
	Prosječno dospijeće domaći dug (godine)	3,64	2,73	2,94	2,97	2,95
	Prosječno dospijeće vanjski dug (godine)	6,59	7,60	7,50	7,67	8,11
Kamatni rizik	Prosječno vrijeme refiksiranja (godine)	4,15	4,28	3,69	5,10	5,99
	Refiksiranje duga u 1. godini (godine)	45,79	44,20	48,65	35,37	33,20
	Dug s fiksnom kamatom (% ukupnog duga)	62,47	65,42	59,92	73,54	71,67
	Trezorski zapisi (% ukupnog duga)	0,83	2,64	1,59	1,94	0,00
Devizni rizik	Devizni dug u % ukupnog duga	87,76	81,28	81,32	79,77	93,71
	Kratkoročni devizni dug u % rezervi	3,03	3,26	3,26	3,26	3,26

Uspoređujući indikatore rizika predloženih strategija s rizicima trenutnog portfelja duga, možemo zaključiti sljedeće:

Troškovi duga – Prosječna implicitna ponderirana kamatna stopa, imajući u vidu visinu finansijskih potreba i dostupne izvore financiranja 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 refinanciranja – Iznos duga koji dospijeva u 2024. godini (13,63%) je veći u relativnom iznosu, u odnosu početni portfelj 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 portfelja duga Federacije BiH, naveden kao gornja granica (15% ukupnog portfelja duga).

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

Kamatni rizik – Prosječno vrijeme refiksiranja se povećava u preferiranoj strategiji i iznosi 4,28 godina, u odnosu na početno potrebno vrijeme od 4,15 godina. Udio duga s fiksnim kamatnim stopama uključujući i trezorske zapise, u preferiranoj strategiji bi se povećao u odnosu na početni portfelj duga i iznosio 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 razdoblju 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 s preporukama iz Strategije, makrofinancijsku pomoć Europske unije te emitiranje vrijednosnih papira na domaćem tržištu u cilju proračunske podrške i refinanciranja postojećeg duga.

8. SMJERNICE ZA UPRAVLJANJE DUGOM

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

8.1. Sveukupna struktura portfelja duga

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

Smjernice za poželjnu strukturu portfelja duga su sljedeće:

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

8.3. Kvantitativne strateške mete

Na temelju trenutnog makroekonomskog okvira (Dokument okvirnog proračuna Federacije BiH 2022-2024. godine) praćenjem preferirane strategije zaduživanja na kraju 2024. godine očekivani indikatori rizika portfelja 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;
- udjel servisiranja kamata po osnovi 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 financiranja, prvenstveno koncesionalnih izvora financiranja.

9. KOMUNIKACIJA S TRŽIŠTEM

Ministarstvo financija će održavati komunikaciju sa sudionicima na tržištu putem redovnih sastanaka i objavljivanjem ključnih informacija o dugu i vladinim politikama. Ministarstvo financija će nastaviti da na svojoj internetskoj stranici objavljuje indikativni kalendar aukcija vrijednosnih papira, kvartalne kalendare aukcija, godišnji plan zaduživanja, kvartalna izvješća 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 Bosni i Hercegovini na web stranici Ministarstva financija i trezora BiH <http://www.mft.gov.ba>.