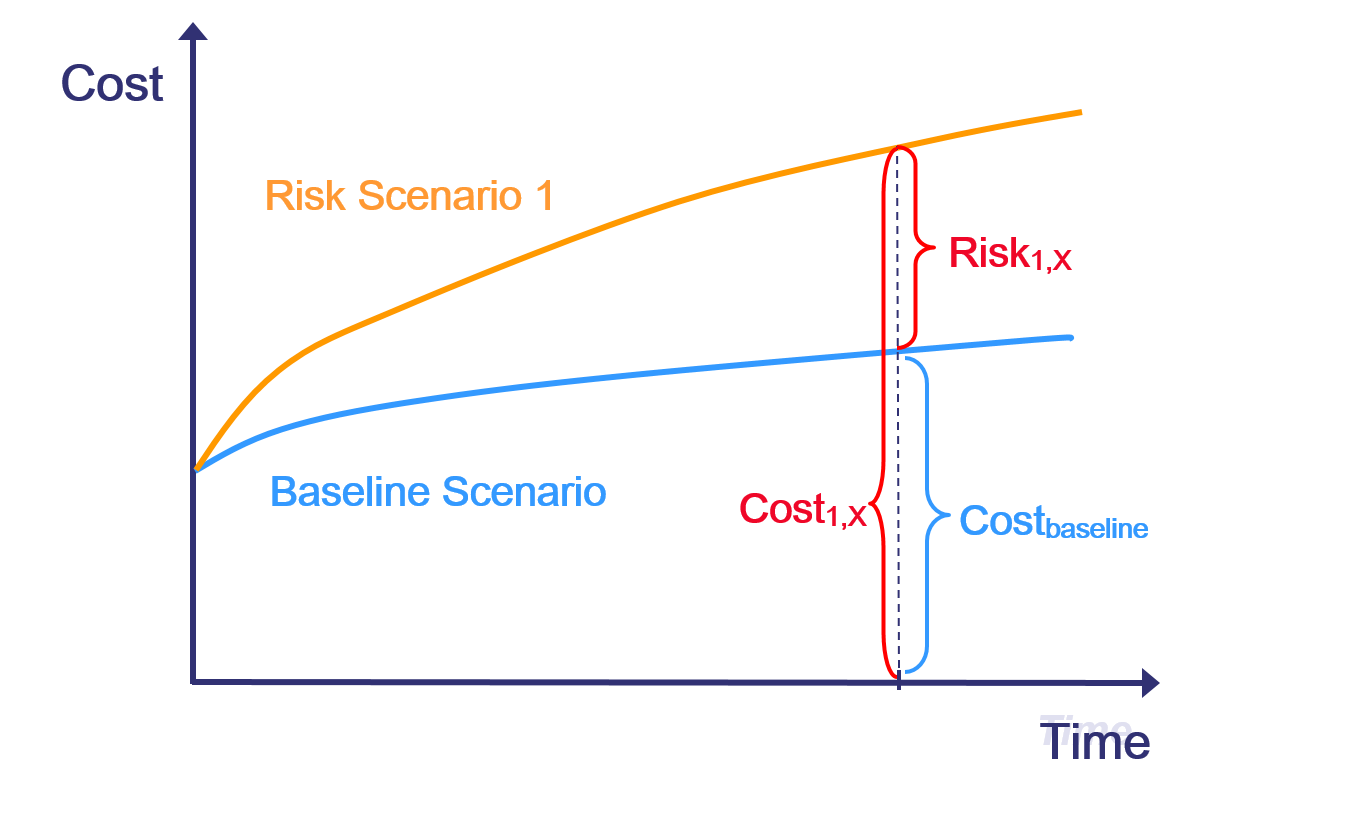
BOSNA I HERCEGOVINA FEDERACIJA BOSNE I HERCEGOVINE FEDERALNO MINISTARSTVO FINANSIJA FEDERALNO MINISTARSTVO FINANCIJA



Sarajevo, Februar 2021.

 www.fmf.gov.ba

Strategija upravljanja dugom 2021-2023

S A D R Ž A J

[SAŽETAK 4](#_Toc63771733)

[1. PRAVNI I INSTITUCIONALNI OKVIR 4](#_Toc63771734)

[1.1. Pravni okvir 4](#_Toc63771735)

[1.2. Institucionalni okvir 4](#_Toc63771736)

[2. CILJEVI I OBUHVAT STRATEGIJE UPRAVLJANJA DUGOM 5](#_Toc63771737)

[2.1. Ciljevi upravljanja dugom 5](#_Toc63771738)

[2.2. Obuhvat Strategije 5](#_Toc63771739)

[3. PORTFOLIO DUGA VLADE FEDERACIJE BIH 5](#_Toc63771740)

[3.1. Struktura vanjskog duga Federacije BiH na dan 31.12.2020. godine 6](#_Toc63771741)

[3.1.1. Struktura vanjskog duga Federacije BiH po kreditorima 6](#_Toc63771742)

[3.1.2. Valutna struktura vanjskog duga Federacije BiH 7](#_Toc63771743)

[3.1.3. Kamatna struktura vanjskog duga Federacije BiH 7](#_Toc63771744)

[3.2. Struktura unutrašnjeg duga Federacije BiH na dan 31.12.2020. godine 8](#_Toc63771745)

[3.2.1. Kamatna struktura unutrašnjeg duga Federacije BiH 8](#_Toc63771746)

[4. RIZICI PORTFOLIJA DUGA FEDERACIJE BiH 8](#_Toc63771747)

[4.1. Karakteristike troškova i rizika portfolija duga Federacije BiH 8](#_Toc63771748)

[4.2 Rizik refinansiranja 9](#_Toc63771749)

[4.3 Kamatni rizik 10](#_Toc63771750)

[4.4 Valutni rizik portfolija duga Federacije BiH 10](#_Toc63771751)

[4.5 Potencijalne obaveze 11](#_Toc63771752)

[4.5.1 Garancije 11](#_Toc63771753)

[4.5.2 Preuzimanje obaveza krajnjih korisnika 11](#_Toc63771754)

[5. MAKROEKONOMSKI OKVIR 11](#_Toc63771755)

[6. IZVORI FINANSIRANJA 14](#_Toc63771756)

[6.1. Vanjski izvori finansiranja 14](#_Toc63771757)

[6.2. Domaći izvori finansiranja 15](#_Toc63771758)

[7. PRETPOSTAVKE CIJENA I OPISI SCENARIJA ŠOKA 16](#_Toc63771759)

[7.1. Scenarij nepredviđenih događaja (Šok scenarij) 19](#_Toc63771760)

[7.2. Opis alternativnih strategija zaduživanja 20](#_Toc63771761)

[7.3. Analiza troškova i rizika alternativnih strategija zaduživanja 21](#_Toc63771762)

[7.4. Indikatori rizika alternativnih strategija 23](#_Toc63771763)

[8. SMJERNICE ZA UPRAVLJANJE DUGOM 24](#_Toc63771764)

[8.1 Sveukupna struktura portfolija duga 24](#_Toc63771765)

[8.2 Smjernice za zaduživanje 24](#_Toc63771766)

[8.3 Kvantitativne strateške mete 25](#_Toc63771767)

[9. KOMUNIKACIJA SA TRŽIŠTEM 25](#_Toc63771768)

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 Recontruction and Development) |
| IDA | - | Međunarodna asocijacija za razvoj (International Development Association) |
| KfW | - | Njemačka banka za obnovu i razvoj (KfW Development Bank) |
| IMF | - | Međunarodni monetarni fond (International Monetary Fund) |
| WB | - | Svjetska banka (World Bank) |
| EFF | - | Prošireni aranžman IMF-a (Extended Fund Facility) |
| RFI | - | Instrument brzog finansiranja (Rapid Financing Instrument) |

# SAŽETAK

Strategija upravljanja dugom 2021 – 2023. (u daljem tekstu: Strategija) predstavlja sažetak glavnih načela i smjernica za politike upravljanja dugom Federacije BiH u posmatranom periodu i temelji se na postojećem portfoliju duga Federacije BiH, Programu javnih investicija Federacije BiH 2021 – 2023 godina (PJI 2021 – 2023) i Dokumentu okvirnog budžeta Federacije BiH 2021 – 2023 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.

# PRAVNI I INSTITUCIONALNI OKVIR

## Pravni okvir

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

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

## Institucionalni okvir

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

Sektor se sastoji iz tri odsjeka:

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

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

# CILJEVI I OBUHVAT STRATEGIJE UPRAVLJANJA DUGOM

## 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.

## Obuhvat Strategije

Strategija obuhvata portfolio duga na dan 31.12.2020. godine kojim upravlja Vlada Federacije BiH i koji je prikazan u narednoj tabeli.

Tabela 1. Portfolio duga na dan 31.12.2020. godine, obuhvaćen Strategijom

|  |  |  |
| --- | --- | --- |
| *Vrsta duga* | *Uključen (√)/ Isključen (x)* | *Iznos (mil.KM)* |
| *Vanjski dug FBiH, od čega:* |  | *4.982,72* |
| * + - *Relevantni vanjski dug FBiH* | **√** | *4.910,87* |
| * + - *Direktni vanjski dug FBiH* | **√** | *71,85* |
| *Unutrašnji dug FBiH, od čega:* |  | *849,86* |
| *-          Trezorski zapisi FBiH* | **√** | *100,00* |
| *-          Trezorske obveznice FBiH* | **√** | *640,00* |
| *-          Obveznice stare devizne štednje (SDŠ)* | **√** | *0,00* |
| *-          Obveznice za ratna potraživanja (RT)* | **√** | *109,86* |
| *GARANCIJE[[1]](#footnote-1)* |  | *16,81* |
| *-       Garancije JP u vlasništvu FBiH* | x | *1.200,86* |
| *UKUPAN dug obuhvaćen strategijom* |  | *5.832,58* |

# PORTFOLIO DUGA VLADE FEDERACIJE BIH

Portfolio duga za koji je odgovorna i kojim upravlja Vlada Federacije BiH na dan 31.12.2020. godine iznosi 5.832,58 mil.KM[[2]](#footnote-2) (3.662,38 mil. USD ili 26,41% BDP-a[[3]](#footnote-3) Federacije BiH), a sastoji se od vanjskog duga u iznosu od 4.892,72 mil.KM (3.128,74 mil. USD ili 83,88% ukupnog duga) i unutrašnjeg duga u iznosu od 849,86 mil.KM (533,64 mil. USD ili 16,12% ukupnog duga).

Tabela 2. Ukupan dug obuhvaćen Strategijom na dan 31.12.2020. godine

|  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- |
| *Opis* | *Vanjski dug* | *Unutrašnji dug* | *Ukupni dug* |
| *Iznos (u mil. KM)* | *4.982,72* | 849,86 | *5.832,58* |
| *Iznos (u mil. USD)* | *3.128,74* | *533,64* | *3.662,38* |
| *Nominalni dug kao % BDP-a FBiH* | *22,56%* | *3,85%* | *26,41%* |

## Struktura vanjskog duga Federacije BiH na dan 31.12.2020. godine

### Struktura vanjskog duga Federacije BiH po kreditorima

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

Tabela 3. Pregled vanjskog duga Federacije BiH po kreditorima

|  |  |  |
| --- | --- | --- |
| *Kreditor* | *KM* | *USD* |
| *Svjetska banka (WB IDA)* | *1.008.834.798,90* | *633.464.986,00* |
| *Europska Investicijska banka* | *936.084.551,20* | *587.783.835,20* |
| *Svjetska banka (WB IBRD)* | *593.750.635,20* | *372.826.391,70* |
| *Međunarodni monetarni fond* | *573.406.408,00* | *360.051.896,10* |
| *EBRD* | *507.112.490,80* | *318.424.787,90* |
| *Pariški klub* | *366.277.300,40* | *229.991.912,70* |
| *Europska Komisija* | *96.487.613,30* | *60.586.257,20* |
| *Vlada Kraljevine Španjolske* | *80.178.866,30* | *50.345.710,20* |
| *Londonski klub* | *23.732.355,60* | *14.901.960,50* |
| *Ostali kreditori* | *796.859.553,70* | *500.362.028,10* |
| *Ukupno* | *4.982.724.573,40* | *3.128.739.765,50* |

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

### Valutna struktura vanjskog duga Federacije BiH

Valutna struktura vanjskog duga Federacije BiH definisana je dostupnim izvorima finansiranja. Najzastupljenija valuta u portfoliju duga Federacije BiH je Euro (EUR), zatim slijede Specijalna prava vučenja (SDR)[[4]](#footnote-4) i američki dolar (USD).

Slika 2. Valutna struktura vanjskog duga Federacije BiH

Dekompozicijom SDR-a, udio EUR valute raste na 65,57%, a USD na 25,52% ukupnog vanjskog duga.

### Kamatna struktura vanjskog duga Federacije BiH

Sa fiksnom kamatnom stopom ugovoreno je 2.761,31 mil.KM ili 55,41%, a sa promjenjivom kamatnom stopom 2.221,41 mil.KM ili 44,59% ukupnog vanjskog duga.

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

## Struktura unutrašnjeg duga Federacije BiH na dan 31.12.2020. godine

Unutrašnji dug koji je uključen u Strategiju sastoji se od duga koji je nastao u skladu sa zakonom[[5]](#footnote-5) u obliku vrijednosnih papira i unutrašnjeg duga nastalog emisijom tržišnih vrijednosnih papira. Unutrašnji dug ugovoren je u domaćoj valuti (KM) i sa fiksnim kamatnim stopama.

Tabela 4. Unutrašnji dug Federacije BiH uključen u Strategiju

|  |  |  |
| --- | --- | --- |
| *Vrsta duga* | *Uključen (√)/ Isključen (x)* | *Iznos (mil.KM)* |
| *Unutrašnji dug FBiH, od čega:* |  | *849,86* |
| *-          Trezorski zapisi FBiH* | **√** | *100,00* |
| *-          Trezorske obveznice FBiH* | **√** | *640,00* |
| *-          Obveznice stare devizne štednje (SDŠ)* | **√** | *0,00* |
| *-          Obveznice za ratna potraživanja (RT)* | **√** | *109,86* |

### Kamatna struktura unutrašnjeg duga Federacije BiH

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

# RIZICI PORTFOLIJA DUGA FEDERACIJE BiH

## Karakteristike troškova i rizika portfolija duga Federacije BiH

Prosječna ponderisana implicitna kamatna stopa portfolija duga Federacije BiH relativno je niska i iznosi 1,45%. Prosječna ponderisana implicitna kamatna stopa za unutrašnji dug iznosi 1,68%, a rezultat je omjera obveznica emitovanih za izmirenje obaveza po osnovu ratnih potraživanja koje imaju zakonom određenu kamatnu stopu 2,5% (109,86 mil. KM) i tržišnih dugoročnih vrijednosnih papira u obliku obveznica (640,0 mil. KM). Prosječna ponderisana implicitna kamatna stopa za vanjski dug iznosi 1,41%.

Tabela 5. Uporedni prikaz indikatora rizika portfolija duga Federacije BiH na dan 31.12.2020. godine u odnosu na indikatore na kraju 2019. godine

|  |  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| Indikatori rizika | | Vanjski dug | | Unutrašnji dug | | Ukupni dug | |
| 2019. | 2020. | 2019. | 2020. | 2019. | 2020. |
| Iznos duga (milioni KM) | | 4.595,4 | 4.982,7 | 711,5 | 849,9 | 5.306,9 | 5.832,6 |
| Iznos duga (milioni USD) | | 2.628,9 | 3.128,7 | 407,1 | 533,6 | 3.036,0 | 3.662,4 |
| Nominalni dug u % BDP | | 20,9 | 22,6 | 3,2 | 3,8 | 24,14 | 26,4 |
| Sadašnja vrijednost duga u % BDP | | 17,0 | 18,8 | 3,2 | 3,8 | 19,6 | 22,7 |
| Troškovi duga | Kamata kao % BDP | 0,3 | 0,3 | 0,1 | 0,05 | 0,4 | 0,4 |
| Prosječna ponderisana kamata (%) | 1,6 | 1,4 | 1,9 | 1,7 | 1,6 | 1,5 |
| Rizik refinansiranja | Prosječno vrijeme dospijeća (godine) | 6,5 | 6,2 | 2,7 | 3,3 | 6,0 | 5,8 |
| Dospijeće duga u sljedećoj godini (% ukupnog) | 8,9 | 8,9 | 25,5 | 27,7 | 11,1 | 11,6 |
| Dospijeće duga u sljedećoj godini (% BDP) | 1,9 | 2,0 | 0,8 | 1,1 | 2,7 | 3,1 |
| Kamatni rizik | Prosječno vrijeme refiksiranja (godine) | 4,1 | 3,3 | 2,7 | 3,3 | 3,9 | 3,7 |
| Dug koji se refiksira u sljedećoj godini (%ukupnog) | 44,2 | 49,1 | 25,5 | 27,7 | 41,7 | 46,0 |
| Dug sa fiksnom kamatnom stopom (% ukupnog) | 60,5 | 55,4 | 100,0 | 100,0 | 65,8 | 61,9 |
| Valutni rizik | Devizni dug (% ukupnog duga) |  |  |  |  | 86,6 | 85,4 |
| Kratkoročni devizni dug (% rezervi) |  |  |  |  | 3,5 | 3,7 |

## Rizik refinansiranja

Rizik refinansiranja je značajan i za unutrašnji i za vanjski dug i koncentriran je na kratki i srednji rok.Prosječno vrijeme dospijeća (ATM) za unutrašnji dug iznosi 3,3 godina, a 6,2 godina za vanjski dug. Prosječno vrijeme dospijeća ukupnog duga iznosi 5,8 godina. Kraće prosječno vrijeme dospijeća unutrašnjeg duga u odnosu na vanjski dug rezultat je stepena razvijenosti domaćeg tržišta vrijednosnih papira, s obzirom da na istom ne postoji značajniji tržišni potencijal za izdavanjem obveznica sa dužim rokom dospijeća, i obaveza po osnovu unutrašnjeg duga utvrđenih zakonom (obveznice izdane za izmirenje stare devizne štednje i ratnih potraživanja). Zbog povećane potrebe za zaduživanjem, usljed posljedica pandemije, indikatori rizika na kraju 2020. godine su pogoršani u odnosu na 2019. godinu.

Slika 5. Profil otplate duga Federacije BiH na dan 31.12.2020. godine (mil. KM)

Slika 6. Profil otplate duga Federacije BiH prema IMF-u, na dan 31.12.2020. godine (mil. KM)

## 4.3 Kamatni rizik

Udio portfolija duga koji se refiksira unutar jedne godine iznosi 46,02% i rezultat je činjenice da je gotovo pola portfolija vanjskog duga ugovoreno sa varijabilnom kamatnom stopom (cca 40,0%) kao i kratkog roka dospijeća tržišnih vrijednosnih papira emitovanih na domaćem tržištu. Povećanje referentnih kamatnih stopa za jedan procentni poen povećalo bi otplatu duga za približno 14 mil. USD godišnje (cca 22 mil. KM).

Prosječno vrijeme refiksiranja portfolia duga Federacije BiH iznosi 3,69 godina od čega je za refiksiranje vanjskog duga prosječno potrebno 3,75 godina, a 3,30 godina za refiksiranje unutrašnjeg.

## Valutni rizik portfolija duga Federacije BiH

Najzastupljenije valute u portfoliju duga Federacije BiH su EUR (48,02%), SDR (25,86%), USD (11,01%) i KM (14,57%). Dekompozicijom SDR-a, udio EUR valute raste na 56,02% ukupnog duga, a udio USD na 21,80% (Slika 7.).

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 – 56,21%, SDR – 30,27% i USD – 12,89%), u kojoj, nakon dekompozicije SDR-a, udio EUR valute u ukupnom vanjskom dugu iznosi 65,57% (Slika 2.).

Slika 7. Valutna struktura ukupnog duga Federacije BiH prema stanju na dan 31.12.2020. godine, prije i poslije dekompozicije SDR-a

## 4.5 Potencijalne obaveze

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

### 4.5.1 Garancije

Federacija BiH je tokom 2019. godine, na zahtjev JP Elektroprivreda BiH izdala vanjsku garanciju u korist Kineske izvozno-uvozne banke (Exim Bank of China) na iznos od 1.200,86 mil. KM a u cilju izgradnje bloka 7 Termoelektrane Tuzla. Iako je kredit postao efektivan (5.12.2019. godine), do 31.12.2020. godine nije bilo angažovanja sredstva, tako da je stanje duga po ovoj garanciji iznosi nula (0) KM.

U kontekstu mjera na prevenciji posljedica izazvanih pandemijom, Vlada Federacije osnovala je Garantni fond pri Razvojnoj banci, sa ukupnim garantnim potencijalom od 500 mil. KM. Inicijalna sredstva fonda iznose 100 mil. KM. Zaključno sa 31.12.2020. godine, ukupna vrijednost izdatih garancija iznosi 8.997.500 KM. Imajući u vidu da sredstva garantnog fonda višestruko prelaze iznos garantovanih obaveza, obaveze po osnovu garancija nemaju nikakvog uticaja na budžet Federacije BiH u periodu na koji se odnosi strategija.

U periodu na koji se odnosi ova Strategija ne očekuje se aktiviranje garancija, te stoga nisu uključene u njen obuhvat.

### 4.5.2 Preuzimanje obaveza krajnjih korisnika

Iako Zakon o dugu u FBIH propisuje da dug kantona, gradova, općina i javnih preduzeća predstavlja njihovu apsolutnu i bezuvjetnu obavezu i ne predstavlja ni direktnu ni indirektnu obavezu Federacije BiH, trenutna finansijska pozicija nekoliko kantona, općina i javnih preduzeća kojima je Federacija BiH proslijedila kredite, ukazuje na moguće teškoće u servisiranju njihovih obaveza. S tim u vezi, u skladu sa Zakonom o dugu u Federacije BiH, Ministarstvo finansija može izvršiti reprogram obaveza.

# MAKROEKONOMSKI OKVIR[[6]](#footnote-6)

Prema prvim rezultatima FBIH je u 2019. godini ostvarila realni rast ekonomije od 2,6%[[7]](#footnote-7), a u 2020. godini projicira se pad ekonomije odnosno pad svih indikatora koji utiču na rast ekonomije, uzrokovan preduzetim mjerama za suzbijanje pandemije. Dok je u prvom kvartalu ostvaren realni rast od 1,5% u odnosu na isti kvartal prethodne godine, u drugom kvartalu usljed potpune ili djelomične obustave poslovnih procesa dolazi do pada od 9,7%. Pad je ostvaren kod većine djelatnosti osobito kod trgovine, prijevoza, djelatnosti pružanja smještaja, pripreme i usluživanje hrane, umjetnosti i rekreacije, te prerađivačke industrije[[8]](#footnote-8).

U periodu od I-VII mjeseca 2020. godine u odnosu na isti period prošle godine ostvaren je pad obima industrijske proizvodnje od 9,2% od čega je najveći pad ostvaren u proizvodnji trajnih proizvoda za široku potrošnju od 32,1%, kapitalnih proizvoda od 11,5%, intermedijarnih proizvoda 8,9%, netrajnih proizvoda za široku potrošnju od 8,3% i energije od 6,2%. Prerađivačka industrija je ostvarila pad od 11,2% od čega je najveći pad proizvodnje duhanskih proizvoda, prijevoznih sredstava, namještaja i baznih metala[[9]](#footnote-9).

U periodu od I-VIII mjesec 2020. godine izvoz je prosječno padao svaki mjesec za 1,58% a uvoz je prosječno rastao za 0,31%. U navednom periodu u odnosu na isti period prošle godine izvoz je pao za 5,5% od čega najviše pao u djelatnosti proizvodnje i snabdijevanja električnom energijom i prerađivačkoj industriji, a uvoz je pao za 19,5% a najviše u djelatnosti vađenje ruda i kamena, prerađivačkoj industriji, te proizvodnji i snabdijevanju električnom energijom. Postatak pokrivenosti uvoza izvozom u 8. mjesecu iznosio je 57,1% što je više za 4,0% u odnosu na prošli mjesec. Trgovinski deficit u 8. mjesecu je iznosio je 388.361 hilj KM. Najveći trgovinski partneri u navednom periodu su bili Njemačka, Hrvatska, Italija i Austrija, a najveći procenat i uvoza i izvoza je ostvarila prerađivačka industrija[[10]](#footnote-10).

U periodu od I–VIII mjeseca 2020. godine cijene su pale za 0,6% u odnosu na isti period prošle godine. U navedenom periodu najviše su porasle cijene u odjeljku alkoholnih pića i duhana, restorana i hotela, hrane i bezalkoholnih pića, a najviše su pale cijene u odjeljku odjeće i obuće, prijevoza, te stanovanje, voda i električna energija[[11]](#footnote-11). U cilju spriječavanja nekontroliranog rasta cijena i udara na standard stanovništva Vlada FBIH je u trećem mjesecu 2020. godine uvela kontrolu i ograničenje cijena osnovnih životnih namirnica, osnovnih higijenskih potrepština i cijena nafte. Neposredna kontrola cijene naftnih derivata je ukinuta 30.07.2020. godine na 178. hitnoj sjednici Vlade FBiH s obzirom da su se odnosi ponude i potražnje i kretanja cijena ovog energenta stabilizirali[[12]](#footnote-12).

I na tržištu rada su se osjetile negativne posljedice krize, tj smatra se da se ukupan broj zaposlenih osoba smanjio za cca 27.000 u odnosu na početak krize[[13]](#footnote-13). Zbog svega prethodno navedenoga u 2020. godini se očekuje realni pad ekonomije FBiH, a u periodu 2021.-2023. se nakon krize očekuje opravak od 2,8%, 3,5% i 2,6%, respektivno.

Na oporavak ekonomije u narednom periodu će utjecati poboljšanje eksternog okruženja kao jedne od glavnih odrednica ekonomskog rasta. MMF projicira rast ekonomije Euro zone od 6,0% u 2021. godine, te rast ekonomija glavnih vanjskotrgovinskih partnera Federacije (Njemačka 5,4%, Italija 6,3% - junske projekcije rasta: a Hrvatske od 4,9% i Srbije od 7,5%-aprilske projekcije rasta). Rast ekonomija glavnih vanjskotrgovinskih partnera će utjecati na veću izvoznu potražnju, te time povećati izvoz roba i usluga kao i povećanje domaće proizvodnje.

Povećanje domaće proizvodnje bi trebalo dovesti do poboljšanja standarda života putem povećanja broja zaposlenih i povećanja osobnih primanja, a u konačnici i do povećenja privatne potrošnje. Očekuje se da će glavne odrednice ekonomskog rasta i dalje biti privatna potrošnja i investicije.

U narednom srednjoročnom periodu od 2021.- 2023. godine se može očekivati rast cijena po stopama od 0,4%-0,10% respektivno. Na rast cijena najveći utjecaj će imati mogući rast cijena energenata na svjetskom tržištu, te rast cijena hrane, pića i komunalija na domaćem tržištu, kao i nastavak provođenja harmonizacije akciza na cigarete i duhan na domaćem tržištu.

Poslije pada zaposlenosti u 2020. godini uzrokovanog pandemijom, u narednom periodu se očekuje bolja situacija na tržištu rada, tj projicira se da će se broj zaposlenih u narednom periodu od 2021.-2023. godine kretati u rasponu 525.767 – 560.453 zaposlene osobe. Poboljšanje situacije na tržištu rada ima uporište u projekciji ekonomskog oporavka Federacije odnosno povećanju obima investicija i povećanje trgovine, kao i ponovno oživljavanje uslužnih djelatnosti.

Projekcije indikatora su sačinjene na osnovu projekcija Federalnog zavoda za programiranje od juna 2020. godine, Direkcije za ekonomsko planiranje (DEP), Vijeća ministara BIH, od septembra 2020. godine, uvažavajući i projekcije renomiranih međunarodnih statističkih institucija (MMF, Svjetska banka, EK) u njihovim redovitim izvještajima. U tekućoj godini, a i narednom srednjoročnom periodu, najveći utjecaj na ekonomska kretanja u svijetu i lokalno će imati pandemija uzrokovana virusom COVID-19, odnosno mjere za suzbijanje pandemije kao i stabilizacijske mjere. Rizik za projekcije predstavlja nepoznavanje okolonosti oko pandemije odnosno uzročnika pandemije, te posljedice preduzetih mjera za suzbijanje pandemije. Iako posjedujemo određeno iskustvo u borbi s pandemijom, neizvjesno je u kojem obimu i intezitetu će se ista nastaviti, neizvjestan je razvoj efikasne vakcine za istu, te kakve će sve posljedice pandemija imati na društvo i ekonomiju.

Na rizike projekcija će u svakom slučaju utjecati situacija u okruženju. Ekonomska kretanja u okruženju imaju najveći uticaj na ekonomska kretanja u BiH, odnosno FBiH, tj. mogući pad aktivnosti vanjskog okruženja i pad izvozne tražnje za našim proizvodima posebno od strane naših glavnih vanjskotrgovinskih partnera.

Od unutarnjih faktora na rizike projekcija može utjecati uspješnost provođenja reformi, čija realizacija će imati posljedice na rast glavnih odrednica ekonomskog rasta tj. potrošnju i investicije, odnosno na zaposlenost i visinu primanja. Pored navednih rizika, do smanjenja industrijske proizvodnje mogu dovesti i nepovoljne hidrometeorološke prilike od kojih uveliko zavisi proizvodnja električne energije. Promjena cijena energenata na svjetskom tržištu i promjena cijena hrane, komunalija te akciza na pojedine proizvode može imati utjecaj na projekcije inflacije.

Svako produženje ili ponovno javljanje pandemije drugačije od pretpostavljenog, odnosno poduzetih mjera za suzbijanje pandemije, može imati utjecaj na makroekonomske projekcije.

Tabela 6. Makroekonomski pokazatelji za Federaciju BiH za period 2021. – 2023. godine (u mil. KM)[[14]](#footnote-14)

|  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- |
| *Indikator* | *2021* | *2022* | *2023* |
| *Javni prihodi (uključujući grantove) (u mil. KM)* | *3.900,6* | *4.014,1* | *4.200,3* |
| *Primarni rashodi javnog sektora (u mil. KM)* | *3.855,7* | *3.908,4* | *3.960,0* |
| *Rashodi javnog sektora (u mil. KM)* | *3.991,9* | *4.054,3* | *4.085,6* |
| *Izdaci za kamate (u mil. KM)* | *136,2* | *145,9* | *125,6* |
| *Devizne rezerve (mil. USD)[[15]](#footnote-15)* | *8.414,1* | *8.665,3* | *8.853,6* |
| *BDP (Nominalni) (u mil. KM)* | *23.099,6* | *24.258,9* | *25.295,2* |
| *Nominalni rast u %* | *4,6* | *5,0* | *4,3* |
| *Realni BDP (u mil. KM) (prethodna g. = 100)* | *22.579,7* | *23.370,0* | *23.977,6* |
| *Realni rast u %* | *2,8* | *3,5* | *2,6* |

Tabela 7. Makroekonomski rizici i implikacije po strategiju upravljanja dugom

|  |  |  |
| --- | --- | --- |
| *Realni sektor* |  |  |
| - 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. |
| *Fiskalni sektor* | | |
| - 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. |
| *Platni bilans* | | |
| - 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. |
| *Inflacija* | | |
| - Cijene roba/kurs valuta | Srednja do mala | Na rast cijena najveći utjecaj će imati mogući rast cijena energenata na svjetskom tržištu, te rast cijena hrane, pića i komunalija na domaćem tržištu. Veća inflacija bi mogla povećati troškove servisiranja duga. |
| *Finansijski sistem* | | |
| - 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. |

# IZVORI FINANSIRANJA

### Vanjski izvori finansiranja

Vanjska finansijska sredstva koja Federaciji BiH stoje na raspolaganju i planira ih angažovati u periodu 2021 – 2023. procjenjuju se na 3.041,70 mil.KM[[16]](#footnote-16) (1.909,94 mil. USD[[17]](#footnote-17)). Uzimajući u obzir ciljeve definirane ovom Strategijom, troškove i rizike ugovaranja zajmova, Federacija BiH će nastaviti sa politikom maksimiziranja zaduživanja kod multilateralnih finansijskih institucija, a procjene ukazuju da bi se približno 76,5% planiranih potreba moglo zadovoljiti finansiranjem iz ovih izvora.

Tabela 8: Pregled procijenjenog finansiranja iz vanjskih izvora u periodu 2021 – 2023. godina

|  |  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| Kreditor | Kamatna stopa | Grace  period | Rok otplate | Valuta | Finansiranje mil. USD | % | Rizici |
| IBRD | Fiksna ili varijabilna | 5-10 | 18-30 | EUR | 61,26 | 3,2 | Rizik refiksiranja za varijabilnu |
| EIB | Fiksna ili varijabilna | 4-5 | 25 | EUR | 370,08 | 19,4 | Rizik refiksiranja za varijabilnu |
| IMF[[18]](#footnote-18) | Varijabilna | 4,5 | 10 | SDR | 569,1 | 29,8 | Rizik refiksiranja, refinansiranja i valutni rizik |
| EBRD | Fiksna ili varijabilna | 3-5 | 12-15 | EUR | 304,9 | 16,0 | Rizik refiksiranja za varijabilnu |
| Kuvajtski fond | Fiksna | 5 | 25 | KWD | 37,27 | 2,0 | Valutni rizik |
| Saudijski fond | Fiksna | 5 | 25 | SAR | 1,22 | 0,1 | Valutni rizik |
| OPEC fond | Fiksna | 10 | 20 | USD | 9,85 | 0,5 | Valutni rizik |
| CEB | Fiksna ili varijabilna | 5 | 10 | EUR | 28,1 | 1,5 | Rizik refiksiranja za varijabilnu |
| IFAD | Fiksna | 10 | 30 | SDR | 2,4 | 0,1 | Rizik refinansiranja i valutni rizik |
| IDA | Fiksna | 5 | 25 | SDR | 0,00 | 0,00 | Rizik refinansiranja i valutni rizik |
| KfW | Fiksna ili varijabilna | 2,5 - 10 | 12 - 20 | EUR | 164,6 | 8,6 | Rizik refinansiranja |
| Ostala sredstva | Fiksna ili varijabilna | 3-5 | 10-15 | EUR | 172,7 | 9,0 | Rizik refinansiranja i refiksiranja za varijabilnu |
| UKUPNO |  |  |  |  | 1.909,94 | 100,00 |  |

### 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 dospijeća.

Slika 8. Kretanje unutrašnjeg duga Federacije BiH po osnovu tržišnih vrijednosnih papira u periodu 2012 – 2020. (mil. KM)

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

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

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

Tabela 9. Struktura, troškovi i rizici domaćih izvora finansiranja

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

# PRETPOSTAVKE CIJENA I OPISI SCENARIJA ŠOKA

U ovom dijelu predstavljena su četiri osnovna scenarija finansiranja potreba Vlade Federacije BiH. Pretpostavke visine kamatnih stopa i procijenjeno kretanje vrijednosti deviznih kurseva za vanjski dug u periodu 2021 – 2023. godina preuzeti su od Ministarstva finansija i trezora BiH.

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

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

Za projekcije varijabilnih kamatnih stopa, 6M LIBOR[[19]](#footnote-19) i 6M EURIBOR[[20]](#footnote-20) pretpostavljeno je da će razlika između vrijednosti 6M EURIBOR (6M LIBOR) i prinosa na njemačke jednogodišnje obveznice (američke jednogodišnje obveznice) biti jednaka tokom posmatranog perioda.

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

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

Tabela 10. Procijenjene visine kamata na instrumente vanjskog duga u periodu 2021 – 2023. godina korištene u MTDS AT

|  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- |
| Naziv instrumenta | Kamata | | |
| 2021 | 2022 | 2023 |
| Koncesionalni USD Fiksni | 3,25% | 3,48% | 3,70% |
| Koncesionalni EUR Fiksni | 1,84% | 1,91% | 1,98% |
| Koncesionalni USD Varijabilni | 0,55% | 0,67% | 0,79% |
| Koncesionalni EUR Varijabilni | -0,11% | -0,02% | 0,10% |
| IMF EFF USD Varijabilni | 0,23% | 0,35% | 0,47% |
| 5Y Eurobond | 4,68% | 5,30% | 5,85% |
| 10Y Eurobond | 5,48% | 5,88% | 6,23% |
| 15Y Eurobond | 5,94% | 6,34% | 6,69% |

Tabela 11. Procijenjeni spread (margina) na instrumente duga sa varijabilnom kamatnom stopom u periodu 2021 – 2023. godina korištene u MTDS AT

|  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- |
| Naziv instrumenta | Spread-Margina | | |
| 2021 | 2022 | 2023 |
| Koncesionalni USD Varijabilni | 1,00% | 1,00% | 1,00% |
| Koncesionalni EUR Varijabilni | 1,00% | 1,00% | 1,00% |
| IMF EFF USD Varijabilni | 1,00% | 1,00% | 1,00% |

Bosna i Hercegovina ima kreditni rejting B od S&P[[21]](#footnote-21) i B3 od Moody's[[22]](#footnote-22). Oba kreditna rejtinga su nepovoljna i svrstavaju Bosnu i Hercegovinu u skupinu zemalja sa visokim kreditnim rizikom – neinvestitorski rejting, odnosno u grupu zemalja koja može da izmiruje trenutne dugoročne obaveze, ali nepovoljna ekonomska kretanja mogu dovesti do problema u servisiranju njenih obaveza. Od svih zemalja u regionu BiH ima najlošiji kreditni rejting.

Tabela 12: Pregled dugoročnog rejtinga pojedinih zemalja iz šireg okruženja

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

Izvor: Centralna banka Bosne i Hercegovine[[23]](#footnote-23)

Mada je to postala uobičajena praksa u regiji, Federacija BiH još uvijek nije emitovala vrijednosne papire na međunarodnom finansijskom tržištu. U cilju procjene troškova takve vrste zaduženja Ministarstvo finansija testiralo je nekoliko instrumenata duga (Euroobveznica) različitih dospijeća kao alternativne izvore finansiranja u periodu 2021 – 2023. godina.

Slika 9. Prinos na njemačke obveznice različitih ročnosti - (Jan 2021.)[[24]](#footnote-24)

Slika 10. Krivulja prinosa na američke obveznice različitih ročnosti - (Jan 2021.)[[25]](#footnote-25)

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

Pretpostavka je da će odnos EUR/USD, odnosno KM/USD u periodu na koji se odnosi strategija ostati na istom nivou kao na kraju 2020. godine odnosno da neće biti niti aprecijacije niti deprecijacije deviznog kursa.

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



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

## 7.1. Scenarij nepredviđenih događaja (Šok scenarij)

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

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

Šok valutnog (deviznog) kursa:

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

Šok kamatnih stopa:

* manji šok: povećanje procijenjenih kamatnih stopa na dugoročne vanjske i domaće instrumente u visini od 2% i 1% na kratkoročne domaće instrumente u drugoj godini.
* 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.

Scenariji šokova:

* Šok valutnog (deviznog) kursa: 30% deprecijacije kursa KM/USD u drugoj godini;
* Šok kamatne stope: 4% rast kamatne stope na vanjske i domaće dugoročne instrumente i 2% na kratkoročne domaće instrumente u drugoj godini, što doprinosi izravnavanju krivulje prinosa. Instrumenti u koje su uključeni stara devizna štednja i ratna potraživanja ostaju nepromijenjeni;
* Kombinovani šok: 20% deprecijacije kursa KM/USD u kombinaciji sa šokom od 1% na kratkoročne domaće i 2% dugoročne instrumente u drugoj godini. Instrumenti u koje su uključeni stara devizna štednja i ratna potraživanja ostaju nepromijenjeni.

Tabela 13. Stilizovani instrumenti portfolija duga Federacije BiH

|  |  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| Oznaka instrumenta | Ime ili vrsta instrumenta | Fiksni ili varijabilni | Koncesionalni ili tržni | Dospijeće (godina) | Grace (godina) | Vrsta valute | Valuta |
| USD\_1 | Koncesionalni USD | Fiksni | Koncesionalni | 20 | 5 | Strana | USD |
| USD\_2 | Koncesionalni EUR | Fiksni | Koncesionalni | 20 | 5 | Strana | EUR |
| USD\_3 | Koncesionalni USD | Varijabilni | Koncesionalni | 18 | 4 | Strana | USD |
| USD\_4 | Koncesionalni EUR | Varijabilni | Koncesionalni | 18 | 4 | Strana | EUR |
| USD\_5 | IMF EFF USD | Varijabilni | Koncesionalni | 10 | 4,5 | Strana | USD |
| BAM\_6 | T zapis | Fiksni | Tržni | 1 | 0 | Domaća | BAM |
| BAM\_8 | 2-3y T obveznica | Fiksni | Tržni | 3 | 2 | Domaća | BAM |
| BAM\_9 | 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 izabrane strategije

|  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- |
| Indikatori rizika | | Portfolio duga | | |
| 2019. godina | 2020. godina | Izabrana strategija  kraj 2023. godine |
| Nominalni dug (% BDP-a) | | 24,1 | 26,4 | 31,11 |
| Sadašnja vrijednost (% BDP-a) | | 19,6 | 22,7 | 26,55 |
| Ponderisana prosječna kamata (%) | | 1,6 | 1,5 | 1,52 |
| Rizik refinansiranja | ATM Vanjski dug (godine) | 6,5 | 6,2 | 7,12 |
| ATM Unutrašnji dug (godine) | 2,7 | 3,3 | 3,00 |
| ATM Ukupni dug (godine) | 6,0 | 5,8 | 6,69 |
| Kamatni rizik | ATR (godine) | 3,9 | 3,7 | 3,48 |
| Dug koji se refiksira u 1 g (% ukupnog duga) | 41,7 | 46,0 | 55,83 |
| Dug po fiksnoj kamati (% ukupnog duga) | 65,8 | 61,9 | 50,18 |
| Valutni rizik | Devizni dug (% ukupnog duga) | 86,6 | 85,4 | 89,40 |
| Kratkoročni devizni dug (% rezervi) | 3,5 | 3,7 | 4,68 |

## Opis alternativnih strategija zaduživanja

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

***Strategija (S1):*** *zaduživanje Federacije BiH u skladu s Budžetom Federacije BiH za 2021. godinu, Dokumentom okvirnog budžeta Federacije BiH u periodu 2021-2023. godina i PJI-a za period 2021-2023. godine. Finansiranje razvojnih projekta do 2023. godine procijenjeno je na 1.835,37* *mil.KM. Vanjski izvori finansiranja su okvirno identificirani (tabela 8.). U kontekstu procjene troškova i rizika vanjske kredite namjenjene realizaciji PJI Federacije BiH primjenjeni su kreditni uslovi u skladu sa generalnim uslovima poslovanja kreditora u pogledu fiksne ili promjenjive kamatne stope uz preferiranu valutu EUR. Budžetska podrška će se finansirati sredstvima Međunarodnog monetarnog fonda u okviru proširenog aranžmana (EFF), sredstvima Europske unije u okviru makroekonomske pomoći kao i sredstvima prikupljenim emisijama trezorskih zapisa i trogodišnjih, petogodišnjih, šestogodišnjih, sedmogodišnjih, desetogodišnjih obveznica u obimu koji osigurava i razvoj domaćeg tržišta.*

***Strategija 2*** *(S2): zaduživanje Federacije BiH u skladu s Budžetom Federacije BiH za 2021. godinu, Dokumentom okvirnog budžeta Federacije BiH u periodu 2021-2023. godina i PJI-a za period 2021-2023. godine. U cilju procjene troškova i rizika razmatrana je strategija u kojoj su sredstva Međunarodnog monetarnog fonda zamjenjena sredstvima euroobveznice dospijeća 10 godina. Na kredite namjenjene realizaciji PJI Federacije BiH primjenjeni su kreditni uslovi u skladu sa generalnim uslovima poslovanja kreditora u pogledu fiksne ili promjenjive kamatne stope uz preferiranu valutu EUR. Budžetska podrška će se dodatno finansirati sredstvima Europske unije u skladu sa sporazumom kao i sredstvima prikupljenim emisijama trezorskih zapisa i trogodišnjih, petogodišnjih, sedmogodišnjih i desetogodišnjih obveznica u obimu koji osigurava i razvoj domaćeg tržišta.*

***Strategija 3*** *(S3): zaduživanje Federacije BiH u skladu s Budžetom Federacije BiH za 2021. godinu, Dokumentom okvirnog budžeta Federacije BiH u periodu 2021-2023. godina i PJI-a za period 2021-2023. godine. Finansiranje razvojnih projekta do 2023. godine procijenjeno je na 1.835,37* *mil.KM. Vanjski izvori finansiranja su okvirno identificirani (tabela 8.). U kontekstu procjene troškova i rizika vanjske kredite namjenjene realizaciji PJI Federacije BiH primjenjeni su kreditni uslovi sa večinskim učešćem promjenjive kamatne stope uz preferiranu valutu EUR. Budžetska podrška će se finansirati sredstvima Međunarodnog monetarnog fonda u okviru proširenog aranžmana (EFF), sredstvima Europske unije u okviru makroekonomske pomoći kao i sredstvima prikupljenim emisijama trezorskih zapisa i trogodišnjih, petogodišnjih, šestogodišnjih, sedmogodišnjih, desetogodišnjih obveznica u obimu koji osigurava i razvoj domaćeg tržišta.*

***Strategija 4*** *(S4)*: *zaduživanje Federacije BiH u skladu s Dokumentom okvirnog budžeta Federacije BiH u periodu 2021-2023. godina i PJI-a za period 2021-2023. godine. Finansiranje razvojnih projekta do 2023. godine procijenjeno je na 1.835,37* *mil.KM. Vanjski izvori finansiranja su okvirno identificirani (tabela 8.). U kontekstu procjene troškova i rizika vanjske kredite namjenjene realizaciji PJI Federacije BiH primjenjeni su kreditni uslovi u skladu sa generalnim uslovima poslovanja kreditora u pogledu fiksne ili promjenjive kamatne stope uz preferiranu valutu EUR. Budžetska podrška planirana da se finansira sredstvima Međunarodnog monetarnog fonda u okviru proširenog aranžmana (EFF) i sredstvima Europske unije u okviru makroekonomske pomoći zamjenjena su izdavanjem desetogodišnje i petnaestogodišnje euroobveznice na nivou koji je adekvatan izvorima koji su zamjenjeni kao i sredstvima prikupljenim emisijama trezorskih zapisa i trogodišnjih, petogodišnjih, šestogodišnjih, sedmogodišnjih, desetogodišnjih obveznica u obimu koji osigurava i razvoj domaćeg tržišta.*

## Analiza troškova i rizika alternativnih strategija zaduživanja

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

Trošak servisiranja duga u direktnoj je korelaciji sa promjenama kamatnih stopa. Dug sa visokim kamatnim stopama generira tokom vremena veće troškove duga, odnosno povećava potrebe za refinansiranjem. Strategije S2 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 sa fiksnim kamatnim stopama zadržava visoko učešće u portfoliju ukupnog duga. Strategija S4 je najskuplja jer predviđa zaduživanje u većem obimu na inostranom tržištu kapitala kombinacijom desetogodišnjih i petnaestogodišnjih euroobveznica u uslovima tržišnih kamatnih stopa. Strategije S1 i S3 imaju približno iste troškove s tim da je strategija S3 najrizičnija s obzirom da su u strategiji S3 razmatrani kreditni uslovi u kojima u većem obimu (u odnosu na Strategiju S1) prevladavaju promjenjive kamatne stope. Najveći rizik za sve bazne strategije u pogledu omjera kamata/BDP predstavlja ekstremni kamatni šok u 2. godini strategije. Odstupanje od baznog scenarija kreće u iznosu od 0,5754% – 0,6694% procijenjenog BDP-a.

*Slika 12. Učešće troškova kamata u BDP-u (kraj 2023. godine)*

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

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

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

Strategija S4 je najosjetljivija na promjene deviznog kursa i ima veće odstupanje od svog baznog scenarija (u odnosu na ostale strategije), koji podrazumijeva izdavanje euroobveznice na vanjskom tržištu kao i zaduživanje u neeurskim valutama (USD i SDR) u cilju realizacije PJI 2021. – 2023. godine. U slučaju ekstremnog deviznog šoka (aprecijacija USD u odnosu na BAM u iznosu od 30%) odstupanje šok scenarija od baznog, iznosi od 7,2892%–7,3630%, procijenjenog BDP-a u 2023. godini s tim da je to odstupanje najmanje u Strategiji S3 i iznosi 7,2892%.

*Slika 13. Učešće duga u BDP-u (kraj 2023. godine)*

## 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 2023. godine

|  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| Indikatori rizika | | 2016 | Na kraju 2019 | | | |
| Početni portfolio | S1 | S2 | S3 | S4 |
| Nominalni dug u % BDP | | ***26,41*** | ***31,11*** | 31,30 | 31,09 | 31,39 |
| Sadašnja vrijednost duga u % BDP | | ***22,67*** | ***26,55*** | 26,72 | 26,53 | 27,15 |
| Troškovi kamata u % BDP | | ***0,39*** | ***0,48*** | 0,59 | 0,46 | 0,65 |
| Implicitna kamatna stopa (%) | | ***1,46*** | ***1,52*** | 2,12 | 1,46 | 2,33 |
| Rizik refinansiranja | Dug koji dospijeva u 1. godini (% ukupnog) | ***11,59*** | ***10,64*** | 10,70 | 10,39 | 10,80 |
| Dug koji dospijeva u 1. godini (% BDP) | ***3,08*** | ***3,31*** | 3,35 | 3,23 | 3,39 |
| Prosječno dospijeće portfolija (godine) | ***5,80*** | ***7,12*** | 7,53 | 7,02 | 7,90 |
| Prosječno dospijeće domaći dug (godine) | ***3,30*** | ***3,00*** | 3,03 | 3,10 | 3,00 |
| Prosječno dospijeće vanjski dug (godine) | ***6,23*** | ***6,69*** | 7,04 | 6,62 | 7,36 |
| Kamatni rizik | Prosječno vrijeme refiksiranja (godine) | ***3,69*** | ***3,48*** | 4,62 | 2,78 | 4,94 |
| Refiksiranje duga u 1. godini (godine) | ***46,03*** | ***55,83*** | 42,03 | 62,23 | 42,10 |
| Dug sa fiksnom kamatom (% ukupnog duga) | ***61,86*** | ***50,18*** | 63,96 | 43,42 | 64,01 |
|  | Trezorski zapisi (% ukupnog duga) | ***1,70*** | ***1,89*** | 1,90 | 1,53 | 2,02 |
| Devizni rizik | Devizni dug u % ukupnog duga | ***85,43*** | ***89,40*** | 89,21 | 89,65 | 89,12 |
| Kratkoročni devizni dug u % rezervi | ***3,71*** | ***4,68*** | 4,68 | 4,68 | 4,68 |

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

***Troškovi duga*** – Prosječna implicitna ponderisana kamatna stopa, imajući u vidu visinu finansijskih potreba i dostupne izvore finansiranja u svim analiziranim strategijama osim u strategiji S3 se povećava i kreće se u rasponu od 1,46% - 2,33%, s tim da kod preferirane strategije S1 na kraju 2023. godine iznosi 1,52%. Strategija S3 podrazumjeva angažovanje sredstava sa uslovima promjenjive kamatne stope u većem obimu u odnosu na fiksnu stopu.

***Rizik refinansiranja*** – Iznos duga koji dospijeva u 2024. godini (10,74%) je manji u relativnom iznosu, u odnosu početni portfolio duga iz 2020. godine kada je iznosio 11,59% BDP-a, i zadržao se ispod iznosa koji je u smijernicama o zaduživanju u cilju dostizanja poželjnog izgleda portfolija duga Federacije BiH, naveden kao gornja granica (15% ukupnog portfolija duga).

Prosječno vrijeme do dospijeća (ATM) bi se povećalo u svim analiziranim strategijama i bilo bi u skladu sa definiranim strateškim ciljevima. Najduže prosječno vrijeme do dospijeća bi bilo u strategiji S4 i S2 imajući u vidu strukturu otplate korištenih instrumenata duga. Implementacijom strategije S1 prosječno vrijeme dospijeća portfolia duga na kraju 2023. godine bi iznosilo 6,7 godina.

***Kamatni rizik*** – Prosječno vrijeme refiksiranja se smanjuje u preferiranoj strategiji obzirom na kreditne uslove Međunarodnog monetarnog fonda (promjenjiva kamatna stopa i SDR valuta) i drugih zanačajnih kreditora poput EBRD-a, KfW-a, IBRD-a i dr., koji preferiraju varijabilne kamatne stope. Prosječno vrijeme refinansiranja u izabranoj strategiji iznosilo bi 3,49 godina i bilo bi ispod definisanog indikatora (4 godine).

Udio duga sa fiksnim kamatnim stopama uključujući i trezorske zapise, u preferiranoj strategiji bi se smanjio u odnosu na početni portfolio duga i iznosio bio 50,18%. Izabrani instrumenti duga u velikoj mjeri podrazumjevaju uslove promjenjivih kamatnh stopa te uzimajući u obzir finansijske potrebe u narednom periodu značajno bi se promjenila struktura ukupnog portfolija u pogledu omjera fiksnih i promjenjivih kamata. Strategije S2 i S4 koje uzimaju u obzir zaduživanje emisijama euroobveznica po fiksnim kamatnim stopama imaju znatno povoljniji ATR koji iznosi 4,62 i 4,94 respektivno.

*Vlada Federacije BiH je izabrala* ***Strategiju S1*** *koju će provoditi u periodu 2021-2023. Izabrana strategija, odnosno indikatori rizika izabrane strategije S1 na kraju 2023. godine uglavnom su u skladu sa smjernicama za upravljanje dugom. Strategija S1 podrazumijeva implementaciju PJI 2021-2023 u skladu sa preporukama iz Strategije, potpisivanje sporazuma o proširenom finansiranju sa Međunarodnim monetarnim fondom, makrofinansijsku pomoć Europske unije te emitovanje vrijednosnih papira na domaćem tržištu u cilju budžetske podrške i refinansiranja postojećeg duga.*

# SMJERNICE ZA UPRAVLJANJE DUGOM

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

## 8.1 Sveukupna struktura portfolija duga

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

Smjernice za poželjnu strukturu portfolija duga su sljedeće:

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

## 8.2 Smjernice za zaduživanje

Glavne smjernice za zaduživanje Federacije BiH su sljedeće:

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

## 8.3 Kvantitativne strateške mete

Na osnovu trenutnog makroekonomskog okvira (Dokument okvirnog budžeta Federacije BiH 2021-2023. godine) praćenjem preferirane strategije zaduživanja na kraju 2023. godine očekivani indikatori rizika portfolija duga bili bi sljedeći:

* prosječno vrijeme dospijeća kredita (ATM) ne bi trebalo biti manje od 6,7 godina;
* prosječno vrijeme refiksiranja kredita (ATR) će iznositi 3,48 godinu;
* učešće servisiranja kamata po osnovu duga u prihodima će iznositi manje od 15%.

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

# KOMUNIKACIJA SA TRŽIŠTEM

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

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

Na osnovu člana 19. Stav 4. Zakona o Vladi Federacije Bosne i Hercegovine („Službene novine Federacije BiH“, br: 1/94, 8/95, 58/02, 19/03, 2/06 i 8/06), Vlada Federacije Bosne i Hercegovine na \_\_\_\_\_\_\_sjednici, održanoj \_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_2021. godine, donosi:

**Z A K LJ U Č A K**

1. Usvaja se Strategija upravljanja dugom 2021 – 2023.
2. Zadužuje se Federalno ministarstvo finansija-Federalno ministarstvo financija, da Strategiju upravljanja dugom 2021 – 2023. objavi na svojoj web stranici.
3. Zadužuje se Generalni sekretarijat Vlade Federacije Bosne i Hercegovine da Strategiju upravljanja dugom 2021 – 2023., proslijedi Parlamentu Federacije Bosne i Hercegovine radi informiranja.
4. Ovaj zaključak stupa na snagu danom donošenja.

**V broj\_\_\_\_\_\_ PREMIJER**

**Sarajevo \_\_\_\_\_\_2021. godine FADIL NOVALIĆ**

1. Garancije FBiH nisu uključene u obuhvat strategije jer se u periodu koji je obuhvaćen Strategijom ne očekuje njihovo aktiviranje. FBiH je izdala garanciju za izgradnju bloka 7, Termoelektrane u Tuzli u iznosu od 1.200,86 mil.KM. Kredit je postao efektivan, stanje duga po ovoj garanciji je 0 KM s obzirom da do 31.12.2020. godine nije bilo angažovanja sredstava. [↑](#footnote-ref-1)
2. Kursna lista CBBH broj 259 od 31.12.2020. godine [↑](#footnote-ref-2)
3. Procjenjeni iznos BDP-a Federacije u 2020. godini koji se koristi za izračune procjenjen je u visini od 22.085 mil. KM. [↑](#footnote-ref-3)
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. [↑](#footnote-ref-4)
5. 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) [↑](#footnote-ref-5)
6. Dokument okvirnog budžeta Federacije BiH za period 2021 – 2023. godine, Sarajevo, septembar 2020. godine [↑](#footnote-ref-6)
7. FZS: Mjesečni statistički pregled, broj 8, od 28.08.2020. god. [↑](#footnote-ref-7)
8. FZS: Tromjesečni bruto domaći proizvod, II tromjesečje 2020, Broj 10.3.2., 30.09.2020. god. [↑](#footnote-ref-8)
9. FZS, Indeks obima industrijske proizvodnje, Brojevi 9.5, 9.6. i 9.7 [↑](#footnote-ref-9)
10. FZS: Robna razmjena sa inozemstvom, Broj 16.1.8., od 21.09.2020.god. [↑](#footnote-ref-10)
11. FZS: Mjesečni statistički pregled Federacije Bosne i Hercegovine, broj 8, od 28.08.2020.god. [↑](#footnote-ref-11)
12. 178. hitna sjednica Vlade FBiH, 30.07.2020. godine [↑](#footnote-ref-12)
13. FZS. Objava od 11.05.2020.godine [↑](#footnote-ref-13)
14. Dokument okvirnog budžeta Federacije BiH za period 2021. – 2023. godine, Sarajevo, septembar 2020. godine [↑](#footnote-ref-14)
15. Izvor: CBBH, preračun izvršen prema kursu USD na dan 31.12.2020. godine [↑](#footnote-ref-15)
16. Prema podacima jedinica za implementaciju projekata [↑](#footnote-ref-16)
17. Preračun izvršen prema kursu USD : KM na dan 31.12.2020. godine (1USD=1,592566 KM) [↑](#footnote-ref-17)
18. Navedeno se odnosi na Prošireni aranžman IMF-a (Extended Fund Facility) [↑](#footnote-ref-18)
19. London Interbank Offered Rate [↑](#footnote-ref-19)
20. Euro Interbank Offered Rate [↑](#footnote-ref-20)
21. Standard and Poor's – agencija za procjenu kreditnog rejtinga, rejting potvrđen 28.08.2020. godine [↑](#footnote-ref-21)
22. Moody's Investors Service - agencija za procjenu kreditnog rejtinga, potvrđen rejting 21.8.2020. godine [↑](#footnote-ref-22)
23. Bloomberg, podaci ažurirani 09.12.2020. godine [↑](#footnote-ref-23)
24. Izračun Ministarstva finansija [↑](#footnote-ref-24)
25. Izračun Ministarstva finansija [↑](#footnote-ref-25)