

DINAMIKA PRINOSA NA OBVEZNICE U BOSNI I HERCEGOVINI: KOMPARATIVNA ANALIZA REGIONALNIH I EVROPSKIH KRETANJA U PERIODU 2015–2025

Luka Tulić¹

Ključne riječi: obveznice, prinos na obveznice, javni dug, troškovi zaduživanja, premija rizika, tržište kapitala, Bosna i Hercegovina

Sažetak: Rad analizira dinamiku prinosa na obveznice u Bosni i Hercegovini u periodu 2015–2025. godine, sa posebnim osvrtom na emisije Federacije Bosne i Hercegovine i Republike Srpske te komparativno poređenje sa Njemačkom, Hrvatskom, Slovenijom i Srbijom. Cilj istraživanja je identifikovati osnovne tendencije u kretanju prinosa i sagledati povezanost promjena troškova zaduživanja sa globalnim monetarnim uslovima i domaćim fiskalnim, institucionalnim i tržišnim faktorima. Istraživanje se zasniva na deskriptivnoj i komparativnoj analizi sekundarnih podataka centralnih i fiskalnih institucija, berzi, Eurostata i relevantnih tržišnih baza podataka. Rezultati ukazuju na pad prinosa do 2021. godine, nakon čega dolazi do njihovog izraženog rasta, koji se vremenski podudara sa rastom inflacije i pooštavanjem monetarne politike u eurozoni. Komparativna analiza pokazuje da su prinosi domaćih emitenata viši u odnosu na posmatrane zemlje Evropske unije, što može odražavati kombinovano djelovanje kreditnog, fiskalnog, institucionalnog i likvidnosnog rizika. Zaključuje se da buduća dinamika prinosa u Bosni i Hercegovini zavisi kako od međunarodnih monetarnih i finansijskih uslova tako i od fiskalne održivosti, institucionalne stabilnosti, kreditnog profila i daljeg razvoja domaćeg tržišta kapitala.

BOND YIELD DYNAMICS IN BOSNIA AND HERZEGOVINA: A COMPARATIVE ANALYSIS OF REGIONAL AND EUROPEAN TRENDS, 2015–2025

Keywords: bonds, bond yields, public debt, borrowing costs, risk premium, capital market, Bosnia and Herzegovina

Abstract: This paper analyzes the dynamics of bond yields in Bosnia and Herzegovina over the period 2015–2025, with particular emphasis on bond issues by the Federation of Bosnia and Herzegovina and Republika Srpska, as well as a comparative analysis with Germany, Croatia, Slovenia, and Serbia. The aim of the research is to identify the main trends in bond yield movements and examine the relationship between changes in borrowing costs and global monetary conditions, as well as domestic fiscal, institutional, and market factors. The research is based on

1 Visoka škola „Banja Luka College“, luka.tulic@blc.edu.ba

a descriptive and comparative analysis of secondary data obtained from central and fiscal institutions, stock exchanges, Eurostat, and relevant market databases. The results indicate a decline in yields until 2021, followed by a pronounced increase that coincided with rising inflation and the tightening of monetary policy in the euro area. The comparative analysis shows that yields of domestic issuers are higher than those observed in the selected European Union countries, which may reflect the combined effects of credit, fiscal, institutional, and liquidity risks. The paper concludes that the future dynamics of bond yields in Bosnia and Herzegovina will depend both on international monetary and financial conditions and on fiscal sustainability, institutional stability, the credit profile, and the further development of the domestic capital market.

1. Uvod

Obveznice predstavljaju dužničke finansijske instrumente putem kojih se države, javne institucije i privredna društva zadužuju kod investitora. Njihova uloga posebno je značajna u finansiranju javnog duga, upravljanju budžetskim deficitom i provođenju ekonomske politike. Istovremeno, kretanje prinosa na državne obveznice predstavlja važan pokazatelj troškova zaduživanja, očekivanja investitora i njihove percepcije kreditnog, političkog i makroekonomskog rizika.

Specifičnost tržišta obveznica u Bosni i Hercegovini proizlazi iz složenog institucionalnog i fiskalnog uređenja zemlje. Za razliku od većine evropskih država, Bosna i Hercegovina nema jedinstveno i dovoljno razvijeno tržište državnih obveznica sa referentnom krivom prinosa koja bi omogućila neposredno poređenje sa tržištima država Evropske unije. Značajan dio domaćeg javnog zaduživanja realizuje se kroz emisije Federacije Bosne i Hercegovine i Republike Srpske, zbog čega je prilikom analize neophodno posmatrati emisije oba entiteta. Relevantni podaci dostupni su prvenstveno kroz izvještaje Centralne banke Bosne i Hercegovine (CBBiH), nadležnih ministarstava finansija te Banjalučke i Sarajevske berze.

Predmet ovog rada jeste analiza kretanja prinosa na obveznice u Bosni i Hercegovini u periodu od 2015. do 2025. godine. Posebna pažnja posvećena je poređenju prinosa u Bosni i Hercegovini sa prinosima na državne obveznice odabranih zemalja regiona – Hrvatske, Slovenije i Srbije – kao i sa Njemačkom, čije se državne obveznice često koriste kao referentni instrument prilikom procjene prinosa i rizika na evropskom tržištu kapitala.

Cilj rada je utvrditi osnovne tendencije u kretanju prinosa na obveznice u Bosni i Hercegovini tokom posmatranog perioda te identifikovati globalne i domaće faktore koji su uticali na promjene troškova zaduživanja. Posebno se razmatraju uticaj monetarne politike Evropske centralne banke (ECB), inflacije, geopolitičkih poremećaja, fiskalnih kretanja, nivoa javnog duga, kreditnog rizika i političke stabilnosti. Takođe se analizira odnos između nivoa javnog duga i prinosa na obveznice, odnosno cijene po kojoj se javni sektor zadužuje na domaćem i međunarodnom finansijskom tržištu.

Istraživanje se zasniva na sekundarnim podacima Centralne banke Bosne i Hercegovine, Ministarstva finansija i trezora Bosne i Hercegovine, entitetskih ministarstava finansija, Banjalučke berze (BLSE), Sarajevske berze (SASE), Eurostata i baze podataka Investing.com. Za teorijski okvir korištena je i relevantna makroekonomska literatura (Blanchard & Johnson, 2012).

Polazi se od pretpostavke da su se prinosi na obveznice u Bosni i Hercegovini tokom analiziranog perioda mijenjali pod snažnim uticajem globalnog monetarnog ciklusa, ali da su domaći fiskalni, institucionalni i politički faktori doprinijeli održavanju više premije

za rizik u odnosu na razvijenije evropske ekonomije. Komparativna analiza sa Hrvatskom, Slovenijom, Srbijom i Njemačkom treba da pokaže u kojoj mjeri se položaj Bosne i Hercegovine razlikuje od zemalja članica Evropske unije i eurozone, kao i od Srbije kao zemlje regiona koja nije članica Evropske unije.

2. Metodološki okvir

U radu su primijenjene **deskriptivna i komparativna metoda analize**. Istraživanje se zasniva na sekundarnim podacima prikupljenim iz relevantnih domaćih i međunarodnih institucionalnih i finansijskih izvora. Podaci korišteni u analizi prikupljeni su i sistematizovani zaključno sa junom 2026. godine.

Osnovni izvori podataka obuhvataju godišnje izvještaje, statističke publikacije i druge dostupne podatke Centralne banke Bosne i Hercegovine (CBBiH), Ministarstva finansija i trezora Bosne i Hercegovine, Ministarstva finansija Federacije Bosne i Hercegovine i Ministarstva finansija Republike Srpske. Za podatke o emisijama i prinosima na obveznice korišteni su dostupni podaci Banjalučke berze (BLSE) i Sarajevske berze (SASE). Za potrebe međunarodnog poređenja korišteni su podaci Eurostata i baze Investing.com.

Osnovni period analize obuhvata **2015–2025. godinu**, čime se omogućava sagledavanje dugoročnih promjena na tržištu obveznica i identifikovanje različitih faza monetarnog i ekonomskog ciklusa. U okviru ovog perioda posebna pažnja posvećena je 2016, 2021, 2023. i 2025. godini, za koje su dostupni relevantni podaci o pojedinim emisijama i prinosima obveznica u Bosni i Hercegovini. Podaci dostupni u junu 2026. godine korišteni su prvenstveno za aktuelno regionalno poređenje krivih prinosa.

Komparativnom analizom obuhvaćene su Bosna i Hercegovina, Hrvatska, Slovenija, Srbija i Njemačka. Hrvatska i Slovenija uključene su kao zemlje regiona koje su članice Evropske unije i eurozone, dok je Srbija uključena kao regionalna ekonomija izvan Evropske unije. Njemačka je korištena kao referentna razvijena ekonomija za poređenje prinosa na državne obveznice.

U analizi su korišteni sljedeći pokazatelji:

- prosječni prinos na obveznice;
- rok dospjeća obveznica;
- nivo javnog duga izražen kao procenat bruto domaćeg proizvoda (BDP);
- promjena prinosa tokom analiziranog perioda;
- razlika u prinosima između Bosne i Hercegovine i odabranih zemalja, izražena u baznim poenima (bps).

Podaci su predstavljeni tabelarno i grafički radi jasnijeg sagledavanja vremenskih i regionalnih razlika. Za pojedine serije podataka korištena je **aritmetička sredina** dostupnih vrijednosti, dok su razlike između prinosa izražene u **baznim poenima**, pri čemu jedan bazni poen odgovara vrijednosti od 0,01 procentnog poena.

Razlika u prinosima može se izraziti na sljedeći način:

Razlika u baznim poenima = (prinos BiH – prinos referentne zemlje) × 100

Na primjer, ukoliko prinos na petogodišnju obveznicu u Bosni i Hercegovini iznosi 5,50%, a odgovarajući prinos u Njemačkoj 2,76%, razlika iznosi:

$$(5,50 - 2,76) \times 100 = 274 \text{ bazna poena.}$$

Ovaj pokazatelj korišten je kao jednostavna mjera razlike u troškovima zaduživanja i tržišnoj procjeni rizika između posmatranih zemalja.

Posebno metodološko ograničenje istraživanja odnosi se na dostupnost i uporedivost podataka za Bosnu i Hercegovinu. Za razliku od posmatranih zemalja Evropske unije, Bosna i Hercegovina nema jedinstvenu državnu obveznicu niti potpuno homogenu vremensku seriju referentnih tržišnih prinosa. Zbog toga su u analizi korišteni podaci o pojedinačnim emisijama Federacije Bosne i Hercegovine i Republike Srpske. Kada potpuno uporedivi podaci nisu bili dostupni, korištene su raspoložive vrijednosti, rasponi ili prosječne vrijednosti, što treba uzeti u obzir prilikom interpretacije rezultata.

Navedeno ograničenje posebno je važno kod direktnog poređenja prinosa Bosne i Hercegovine sa prinosima na državne obveznice Njemačke, Hrvatske, Slovenije i Srbije. Zbog različite ročnosti, vremena emisije, likvidnosti tržišta i karakteristika pojedinačnih instrumenata, dobijene razlike treba tumačiti kao **indikativne pokazatelje**, a ne kao potpuno homogene tržišne serije.

3. Pojam i značaj obveznica

U makroekonomskoj analizi očekivanja ekonomskih subjekata imaju značajnu ulogu u donošenju finansijskih odluka. Odluke domaćinstava, preduzeća i investitora zavise, između ostalog, od očekivanja u pogledu budućih prihoda, profita, inflacije i kamatnih stopa. Promjene ovih očekivanja utiču i na odluke o kupovini i prodaji finansijske imovine, uključujući obveznice (Blanchard & Johnson, 2012).

Obveznica predstavlja dužnički finansijski instrument kojim se emitent zadužuje kod investitora pod unaprijed definisanim uslovima. Emitent može biti država, jedinica lokalne samouprave, javna institucija ili privredno društvo. Kupovinom obveznice investitor praktično pozajmljuje sredstva emitentu, koji preuzima obavezu da u skladu sa uslovima emisije isplati ugovorenu kamatu i po dospeljeću vrati glavnicu.

Za razliku od ulaganja u akcije, kod kojih investitor stiče vlasnički udio u privrednom društvu i učestvuje u riziku njegovog poslovanja, kupac obveznice ima položaj povjerioca. Prinos koji investitor ostvaruje zavisi od karakteristika obveznice, njene tržišne cijene, kamatne stope, roka dospeljeća i kreditnog rizika emitenta.

U kontekstu Bosne i Hercegovine, obveznice predstavljaju važan instrument finansiranja javnih obaveza. Ministarstvo finansija i trezora Bosne i Hercegovine (2008), između ostalog, uređuje postupanje sa obveznicama Bosne i Hercegovine izdatim radi izmirenja obaveza po osnovu računa stare devizne štednje.

U najjednostavnijem smislu, obveznica se može definisati kao dužnički vrijednosni papir kojim se emitent obavezuje da će investitoru, prema unaprijed utvrđenim uslovima, vratiti glavnicu i isplatiti pripadajuću kamatu.

Svaku obveznicu karakteriše nekoliko osnovnih elemenata koji određuju njenu vrijednost, očekivani prinos i nivo rizika. Glavnica (nominalna vrijednost) predstavlja iznos koji je emitent obavezan vratiti investitoru na dan dospeljeća obveznice. Kamatna stopa (kupon-ska stopa) predstavlja stopu na osnovu koje se određuje iznos kamate koju emitent isplaćuje vlasniku obveznice. U zavisnosti od uslova emisije, kamata se može isplaćivati periodično, najčešće godišnje ili polugodišnje. Rok dospeljeća predstavlja datum do kojeg emitent treba

da ispuní obavezu vraćanja glavnice. Prema roku dospijeća, dužnički instrumenti mogu se posmatrati kao kratkoročni, srednjoročni i dugoročni. Kreditni rizik predstavlja mogućnost da emitent neće biti u stanju da pravovremeno izmiri obaveze prema vlasnicima obveznica. Obveznice država sa visokim kreditnim rejtingom i stabilnim javnim finansijama u pravilu nose nižu premiju za rizik, dok investitori od emitenata sa većim kreditnim, fiskalnim ili političkim rizikom zahtijevaju viši prinos. Pored navedenih elemenata, pri analizi obveznica značajni su tržišna cijena, prinos do dospijeća, likvidnost instrumenta i uslovi na finansijskom tržištu. Upravo odnos između cijene obveznice i njenog prinosa predstavlja jednu od osnovnih zakonitosti tržišta obveznica: rast tržišne cijene obveznice, uz ostale nepromijenjene uslove, dovodi do pada njenog prinosa, dok pad cijene dovodi do rasta prinosa.

3.3. *Obveznice u savremenoj monetarnoj politici*

Obveznice imaju značajnu ulogu u provođenju monetarne politike u ekonomijama sa razvijenim finansijskim tržištima. Centralne banke mogu koristiti kupovinu i prodaju vrijednosnih papira kao jedan od instrumenata za uticaj na likvidnost finansijskog sistema, tržišne kamatne stope i uslove finansiranja u ekonomiji (Blanchard & Johnson, 2012).

Kupovinom vrijednosnih papira centralna banka može povećati likvidnost finansijskog sistema, dok njihovom prodajom može djelovati u suprotnom smjeru. Promjene monetarne politike utiču na tržišne kamatne stope, a posredno i na cijene i prinose obveznica.

Između tržišne cijene obveznice i njenog prinosa postoji **inverzan odnos**. Uz ostale nepromijenjene uslove, rast tržišne cijene postojeće obveznice dovodi do pada njenog prinosa, dok pad tržišne cijene povećava prinos. Ovaj odnos predstavlja jedno od osnovnih načela funkcionisanja tržišta obveznica.

U periodima izraženih inflacionih pritisaka centralne banke mogu provoditi restriktivniju monetarnu politiku povećanjem referentnih kamatnih stopa i smanjivanjem monetarnih podsticaja. Takve promjene mogu uticati na rast tržišnih prinosa na obveznice. Suprotno tome, u periodima ekspanzivne monetarne politike niže referentne kamatne stope i programi kupovine vrijednosnih papira mogu doprinositi nižim tržišnim prinosima.

Ovaj mehanizam posebno je značajan za analizu Bosne i Hercegovine. Centralna banka Bosne i Hercegovine funkcioniše u okviru **aranžmana valutnog odbora**, pri čemu je konvertibilna marka vezana za euro. Zbog specifičnosti ovog monetarnog režima, CBBiH ne raspolaže standardnim skupom instrumenata monetarne politike karakterističnim za centralne banke poput Evropske centralne banke. Zbog toga se promjene monetarnih i finansijskih uslova u eurozoni posredno prenose i na finansijske uslove u Bosni i Hercegovini. Ova povezanost predstavlja važnu osnovu za kasniju analizu kretanja prinosa na obveznice u periodu prije i nakon promjene monetarne politike Evropske centralne banke.

Obveznice imaju višestruku ulogu u savremenom finansijskom i ekonomskom sistemu. Njihov značaj može se posmatrati iz perspektive investitora, emitenata i ukupnog finansijskog tržišta.

Za investitore obveznice predstavljaju instrument ulaganja koji može omogućiti ostvarivanje periodičnog kamatnog prihoda i povrat glavnice po dospijeću, u skladu sa uslovima emisije. Međutim, stepen sigurnosti ulaganja nije jednak za sve obveznice. On zavisi od kreditnog kvaliteta emitenta, roka dospijeća, tržišnih kamatnih stopa, inflacije, likvidnosti i drugih faktora rizika.

Za javni sektor obveznice predstavljaju jedan od instrumenata finansiranja budžetskih potreba. Sredstva prikupljena emisijom obveznica mogu se koristiti za finansiranje budžetskog deficita, kapitalnih investicija, infrastrukturnih projekata ili refinansiranje postojećih obaveza. U Bosni i Hercegovini obveznice su korištene i za izmirenje određenih ranije nastalih obaveza, uključujući obaveze po osnovu stare devizne štednje (Ministarstvo finansija i trezora Bosne i Hercegovine, 2008).

Istovremeno, zaduživanje putem obveznica stvara buduće obaveze po osnovu kamata i otplate glavnice. Ukoliko rast javnog duga nije praćen odgovarajućim rastom prihoda i ekonomskih aktivnosti, može doći do povećanja fiskalnog opterećenja i percepcije kreditnog rizika. U takvim okolnostima investitori mogu zahtijevati višu stopu prinosa kao kompenzaciju za povećani rizik. Obveznice imaju značaj i za razvoj tržišta kapitala jer omogućavaju usmjeravanje raspoloživih finansijskih sredstava od subjekata sa viškom kapitala prema subjektima kojima su sredstva potrebna za finansiranje investicija i drugih aktivnosti. Razvijeno tržište obveznica može doprinijeti diverzifikaciji izvora finansiranja i smanjenju zavisnosti privrede od tradicionalnog bankarskog kreditiranja. Za privredna društva emisija korporativnih obveznica može predstavljati alternativni izvor finansiranja investicija, proširenja poslovanja, razvoja novih proizvoda i tehnološke modernizacije. Na taj način tržište obveznica može imati širi značaj za akumulaciju kapitala, investicionu aktivnost i privredni razvoj. Na osnovu navedenog može se zaključiti da obveznice predstavljaju važan segment finansijskog sistema. Međutim, njihov ekonomski značaj ne proizlazi samo iz mogućnosti pribavljanja finansijskih sredstava, već i iz informacija koje tržišni prinosi pružaju o očekivanjima investitora, monetarnim uslovima i procijenjenom riziku emitenta. Upravo zbog toga analiza kretanja prinosa predstavlja značajan instrument za procjenu troškova zaduživanja i finansijskog položaja javnog sektora.

4. Prikaz i analiza podataka

U ovom dijelu rada analiziraju se dostupni podaci o prinosima na obveznice Federacije Bosne i Hercegovine i Republike Srpske, uz istovremeno sagledavanje kretanja javnog duga. Rezultati su prikazani za odabrane godine u periodu 2015–2025, u zavisnosti od raspoloživosti međusobno uporedivih podataka.

Specifičnost analize proizlazi iz činjenice da Bosna i Hercegovina nema jedinstvenu referentnu državnu obveznicu sa kontinuiranom tržišnom kotacijom koja bi omogućila formiranje homogene vremenske serije prinosa uporedive sa državama sa razvijenijim tržištima državnih vrijednosnih papira. Zbog toga se analiza zasniva na pojedinačnim emisijama Federacije Bosne i Hercegovine i Republike Srpske, odnosno na raspoloživim podacima o njihovim prinosima.

Godina	Entitet / Vrsta obveznice	Prosječni prinos (5-godišnje %)	Rok dospijeca (primjeri)	Javni dug (% BDP-a)
2016	RS (Republika Srpska)	3,78-4,99	3-10 godina	40-45%
	FBiH (Federacija BiH)	2,65-3,42	3-10 godina	
2021	RS	1,99-2,50	3-10 godina	35-40%
	FBiH	~1,07 (3-godišnje)	3-10 godina	
2023	RS	~6,10 (5-godišnje)	2-5 godina	~40%
	FBiH	3,50 (5-godišnje)	2-5 godina	
2025	FBiH (euroobveznice)	5,50 (5-godišnje)	5 godina	45-50% (procjena)
	RS (dugoročne obveznice)	5,50 (5-godišnje)	5 godina	
	RS (štedne / narodne obveznice)	4,50 (2-godišnje)	2 godine	

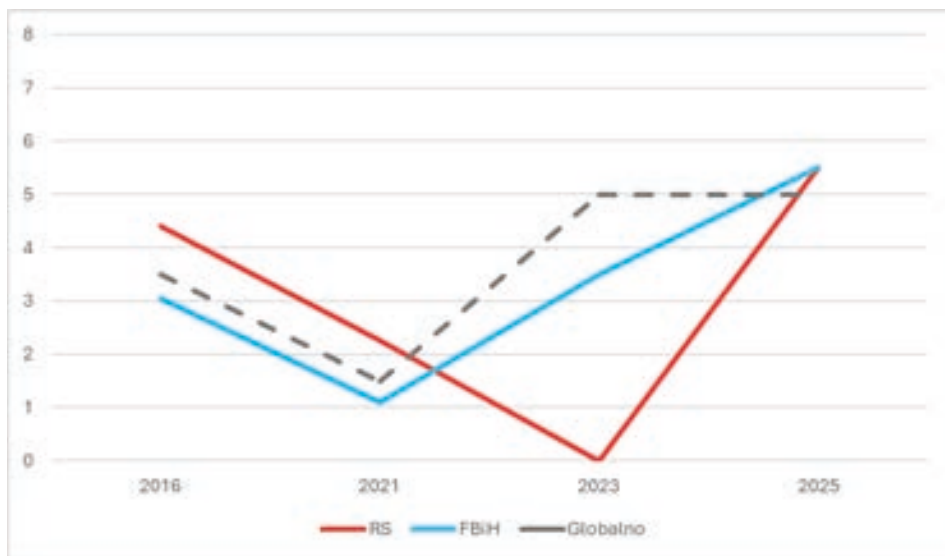
Tabela 1. Pokazatelji tržišta obveznica i javnog duga u Bosni i Hercegovini za odabrane godine
Izvor: Izrada autora prema podacima Centralne banke Bosne i Hercegovine, Ministarstva finansija Federacije Bosne i Hercegovine, Banjalučke berze i Sarajevske berze.

Podaci prikazani u Tabeli 1 ukazuju na značajne promjene prinosa tokom posmatranog perioda. U 2016. godini prinosi na posmatrane emisije Republike Srpske kretali su se u rasponu od približno 3,78% do 4,99%, dok su u Federaciji Bosne i Hercegovine bili niži i kretali se približno između 2,65% i 3,42%. Do 2021. godine evidentiran je značajan pad prinosa, što se vremenski podudara sa periodom izrazito ekspanzivnih monetarnih uslova u eurozoni.

Nakon 2021. godine dolazi do promjene trenda. Podaci za 2023. godinu ukazuju na rast prinosa, posebno kod emisija Republike Srpske, dok podaci za 2025. godinu pokazuju da su posmatrani petogodišnji prinosi dostizali približno 5,5%. Navedena kretanja ukazuju na značajnu promjenu uslova finansiranja javnog sektora u odnosu na period niskih kamatnih stopa. Posebno značajan događaj za razvoj tržišta kapitala predstavlja izlazak Federacije Bosne i Hercegovine na međunarodno tržište kapitala emisijom euroobveznica 2025. godine. Ovaj događaj omogućava šire sagledavanje tržišne procjene kreditnog rizika Federacije Bosne i Hercegovine, jer se uslovi zaduživanja formiraju u konkurenciji sa drugim emitentima na međunarodnom tržištu.

Pri interpretaciji podataka iz Tabele 1 potrebno je, međutim, zadržati metodološki oprez. Prikazane vrijednosti ne predstavljaju potpuno homogenu vremensku seriju jer se pojedine emisije razlikuju prema roku dospijeca, datumu emisije, tržišnim uslovima i drugim karakteristikama. Zbog toga se rezultati prvenstveno koriste za identifikovanje **opšteg pravca kretanja prinosa**, a ne za izvođenje zaključaka koji bi zahtijevali kontinuiranu i potpuno standardizovanu seriju tržišnih podataka.

Radi jasnijeg sagledavanja promjena u troškovima zaduživanja, kretanje prinosa na obveznice Federacije Bosne i Hercegovine i Republike Srpske prikazano je grafički za odabrane godine analiziranog perioda.



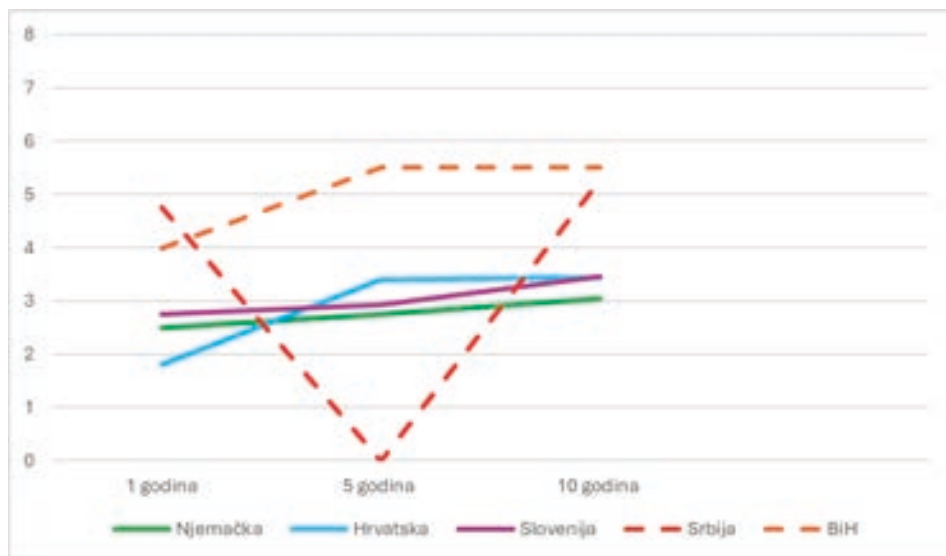
Grafikon 1. Kretanje prinosa na obveznice BiH po entitetima (2016-2025)

Izvor: Izrada autora prema podacima Centralne banke Bosne i Hercegovine (CBBiH), Sarajevske berze (SASE), Banjalučke berze (BLSE) i Ministarstva finansija Federacije Bosne i Hercegovine..

Grafikon 1 pokazuje izražene promjene prinosa na entitetske obveznice tokom posmatranog perioda. Kod podataka za 2016. i 2021. godinu korištene su prosječne vrijednosti raspoloživih raspona prinosa kako bi se omogućilo preglednije grafičko poređenje. Zbog toga prikazane vrijednosti treba posmatrati kao indikativne pokazatelje opšteg trenda, a ne kao kontinuiranu tržišnu seriju prinosa identičnih finansijskih instrumenata.

U periodu do 2021. godine uočava se trend smanjenja prinosa, koji se vremenski podudara sa izrazito ekspanzivnom monetarnom politikom Evropske centralne banke i veoma niskim kamatnim stopama u eurozoni. Nakon 2021. godine dolazi do promjene trenda i rasta troškova zaduživanja. Rast prinosa bio je posebno izražen tokom 2023. i 2025. godine, kada su posmatrani prinosi dostizali znatno više vrijednosti u odnosu na period prije promjene monetarnog ciklusa.

Iako ovakvo kretanje ukazuje na povezanost domaćih prinosa sa širim evropskim monetarnim uslovima, promjene se ne mogu pripisati isključivo monetarnoj politici Evropske centralne banke. Na nivo prinosa istovremeno utiču inflaciona očekivanja, kreditni i politički rizik, fiskalna pozicija emitenta, likvidnost tržišta, rok dospeljeća i karakteristike pojedinačne emisije.



Grafikon 2. Kriva prinosa na obveznice odabranih zemalja prema roku dospeljeća (juni 2026)

Izvor: Izrada autora prema podacima Eurostata (2026) i Investing.com (2026).

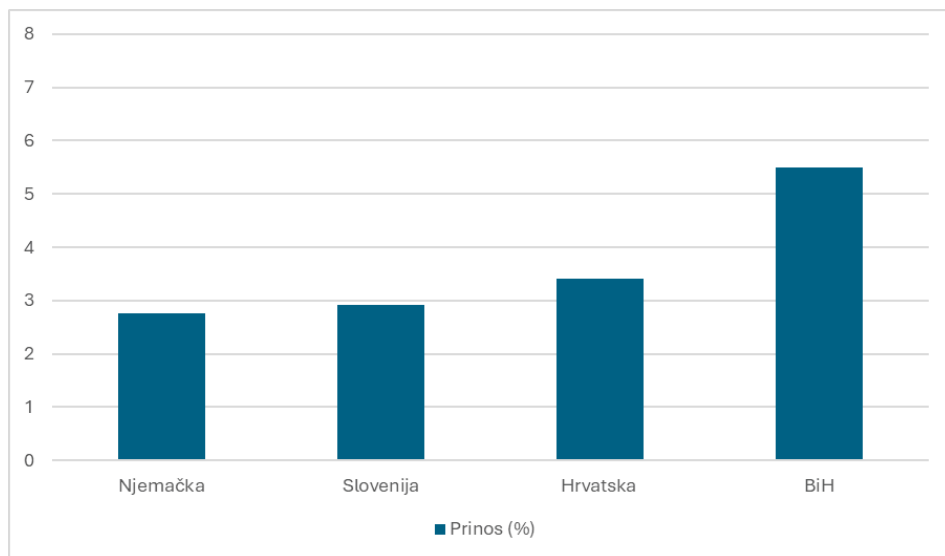
Grafikon 2 prikazuje odnos između roka dospeljeća i prinosa na obveznice za Njemačku, Hrvatsku, Sloveniju, Srbiju i Bosnu i Hercegovinu, prema podacima korištenim u radu za juni 2026. godine.

Prema prikazanim vrijednostima, kod većine posmatranih zemalja duži rokovi dospeljeća povezani su sa višim prinosisima. Takav oblik krive prinosa može se označiti kao **rastuća, odnosno normalna kriva prinosa**. Međutim, intenzitet rasta i nivo prinosa razlikuju se među posmatranim zemljama.

Njemačka, Hrvatska i Slovenija imaju relativno niže prinose u poređenju sa Bosnom i Hercegovinom i Srbijom. Razlike mogu odražavati različite makroekonomske uslove, kreditni kvalitet emitenta, institucionalno okruženje, likvidnost tržišta i percepciju rizika investitora.

Kod Srbije u korištenom skupu podataka nije bila dostupna odgovarajuća vrijednost za petogodišnje dospeljeće, zbog čega je grafički prikaz formiran na osnovu raspoloživih podataka za jednogodišnji i desetogodišnji rok. Zbog toga liniju između ovih tačaka ne treba interpretirati kao stvarno izmjerenu petogodišnju tržišnu vrijednost.

Sličan metodološki oprez potreban je i kod Bosne i Hercegovine. S obzirom na nepostojanje jedinstvene referentne državne obveznice i potpuno homogene krive prinosa, prikazane vrijednosti predstavljaju aproksimaciju zasnovanu na raspoloživim podacima o emisijama. Direktno poređenje sa državama koje imaju razvijenija i likvidnija tržišta državnih obveznica zbog toga ima indikativni karakter.



Grafikon 3. Usporedba petogodišnjih prinosa na obveznice odabranih zemalja (juni 2026)

Izvor: Investing.com i Eurostat (baza podataka za juni 2026. godine).

Grafikon 3 omogućava neposrednije poređenje petogodišnjih prinosa među odabranim zemljama. Prema podacima korištenim u radu, najniži prinos među prikazanim zemljama zabilježen je kod Njemačke (2,76%), zatim Slovenije (2,92%) i Hrvatske (3,41%), dok je za Bosnu i Hercegovinu korištena vrijednost od 5,50%.

Razlika između Bosne i Hercegovine i navedenih zemalja Evropske unije ukazuje na višu cijenu zaduživanja domaćih emitenata. Međutim, sama razlika u prinosima ne predstavlja isključivo mjeru političkog ili kreditnog rizika. Ona može biti rezultat kombinacije više faktora, uključujući kreditni rejting, likvidnost tržišta, karakteristike konkretnih emisija, rok dospeljeća, očekivanu inflaciju, fiskalnu poziciju i opšte tržišne uslove.

4.2. Izračunavanje pokazatelja

Na osnovu podataka korištenih u istraživanju izračunate su približne prosječne vrijednosti prinosa za Bosnu i Hercegovinu i odabrane zemlje. Zbog razlika u dostupnosti i karakteristikama pojedinačnih emisija, rezultati za Bosnu i Hercegovinu predstavljaju aproksimaciju i treba ih tumačiti uz prethodno navedena metodološka ograničenja.

Zemlja / Entitet	Prosječni prinos (%)	Objašnjenje
BiH-RS	~4,5	Veća oscilacija (3,8%-6,1%)
BiH-FBiH	~4,0	Niži od RS, posebno 2016. i 2021.
BiH-prosjek entiteta	~4,2-4,5	
Njemačka	~2,7	Stabilan, nizak benchmark
Hrvatska	~3,0	U rangu s eurozonom
Slovenija	~3,0	U rangu s eurozonom
Srbija	~5,0	Viši od BiH, osobito na duge rokove

Tabela 2. Prosječni prinosi na obveznice Bosne i Hercegovine i odabranih zemalja

Izvor: Izračun autora prema podacima CBBiH, Ministarstva finansija Federacije Bosne i Hercegovine, Ministarstva finansija Republike Srpske, BLSE, SASE, Eurostata i Investing.com.

Prema izračunatim vrijednostima, prosječni prinos za posmatrane emisije Republike Srpske iznosi približno 4,5%, dok je za Federaciju Bosne i Hercegovine približno 4,0%. Procijenjena prosječna vrijednost za oba entiteta kreće se između 4,2% i 4,5%.

U međunarodnom poređenju, Njemačka bilježi znatno niži nivo prinosa, dok su vrijednosti za Hrvatsku i Sloveniju takođe niže od procijenjenih vrijednosti za Bosnu i Hercegovinu. Srbija, prema podacima korištenim u radu, bilježi relativno visok nivo prinosa koji je bliži vrijednostima zabilježenim u Bosni i Hercegovini.

Ove razlike ukazuju na različite uslove zaduživanja među posmatranim ekonomijama. Ipak, prosječne vrijednosti ne treba tumačiti izolovano, budući da na prinose utiču rok dospijeća, datum emisije, kreditni kvalitet, tržišna likvidnost i opšti monetarni uslovi.

	RS	FBiH
Najniži prinos	2021. (~2,0%)	2021. (~1,1%)
Najviši prinos	2023. (~6,1%)	2025. (5,5%)-prva euroobveznica

Tabela 3. Najniži i najviši prinosi na posmatrane obveznice Federacije Bosne i Hercegovine i Republike Srpske

Izvor: Izračun autora prema podacima CBBiH, Ministarstva finansija Federacije Bosne i Hercegovine, Ministarstva finansija Republike Srpske, SASE i BLSE.

Prema podacima korištenim u radu, najniži posmatrani prinosi zabilježeni su 2021. godine. Za Republiku Srpsku vrijednost je iznosila približno 2,0%, dok je za Federaciju Bosne i Hercegovine iznosila približno 1,1%. Nasuprot tome, među najvišim posmatranim vrijednostima izdvajaju se prinosi od približno 6,1% za Republiku Srpsku u 2023. godini i prinos od 5,5% povezan sa petogodišnjom euroobveznicom Federacije Bosne i Hercegovine u 2025. godini.

Promjena između perioda izrazito niskih prinosa i njihovog kasnijeg rasta vremenski se podudara sa promjenom monetarnog okruženja u eurozoni. Period veoma niskih kamatnih stopa zamijenjen je ciklusom monetarnog pooštavanja usmjerenog na suzbijanje snažnih inflacionih pritisaka.

Pored monetarne politike, na kretanje prinosa djelovali su i drugi faktori, uključujući rast inflacije, geopolitičku neizvjesnost nakon početka rata u Ukrajini, promjene očekivanja investitora i povećane potrebe javnog sektora za finansiranjem. Stoga se rast prinosa

u periodu nakon 2021. godine ne može pripisati samo jednom uzroku, već kombinaciji međunarodnih i domaćih faktora.

Entitet	2016. (5Y)	2025. (5Y)	Ukupna promjena (bps)
RS	~3,8%	5,5%	+170 bps
FBiH	~3,4%	5,5%	+210 bps
Prosjek BiH	~3,6%	5,5%	+190 bps

Tabela 4. Promjena petogodišnjih prinosa u periodu 2016–2025. godine

Izvor: Izračun autora prema podacima Ministarstva finansija Federacije Bosne i Hercegovine, Ministarstva finansija Republike Srpske, SASE i BLSE.

Na osnovu vrijednosti korištenih u radu, prinos za Republiku Srpsku povećan je sa približno 3,8% u 2016. na 5,5% u 2025. godini, što predstavlja rast od približno **170 baznih poena**. Kod Federacije Bosne i Hercegovine povećanje sa približno 3,4% na 5,5% odgovara promjeni od približno **210 baznih poena**.

Ako se kao početna aproksimacija za Bosnu i Hercegovinu koristi vrijednost od 3,6%, a kao završna vrijednost 5,5%, ukupna promjena iznosi približno:

$$(5,50 - 3,60) \times 100 = 190 \text{ baznih poena.}$$

Prema tome, posmatrani prinos povećan je za približno **190 baznih poena**, odnosno 1,9 procentnih poena.

Ovaj rast ukazuje na značajno pogoršanje uslova zaduživanja u odnosu na početak posmatranog perioda. Ipak, promjenu nije opravdano pripisivati isključivo specifičnim rizicima Bosne i Hercegovine. Tokom istog perioda došlo je do značajnih promjena kamatnih stopa i prinosa na evropskom i globalnom tržištu. Specifični domaći faktori mogu dodatno uticati na visinu premije za rizik, ali njihov pojedinačni doprinos nije moguće precizno kvantifikovati na osnovu deskriptivne analize korištene u ovom radu.

Razlika između prinosa na obveznice Bosne i Hercegovine i prinosa na obveznice odabranih zemalja omogućava dodatno sagledavanje relativnog položaja domaćih emitenata na finansijskom tržištu. U ovom radu razlika je izražena u baznim poenima i predstavlja indikativni pokazatelj razlike u troškovima zaduživanja.

Poređenje	BiH prinos (5Y)	Druga zemlja (5Y / 10Y)	Razlika (bps)	Značenje
BiH vs. Njemačka	5,5%	2,76% (5Y)	+274 bps	Bih se zadužuje 2,74 postotna poena skuplje
BiH vs. Slovenija	5,5%	2,92% (5Y)	+258 bps	Slovenija mnogo povoljnija (članica EU i eurozone)
BiH vs. Hrvatska	5,5%	3,41% (5Y)	+209 bps	Hrvatska povoljnija (članica EU i eurozone)
BiH vs. Srbija	5,5% (5Y)	5,27% (10Y)	+23 bps	Skoro izjednačene (BiH nešto viša na kraćem roku)

Tabela 5. Razlike između prinosa Bosne i Hercegovine i odabranih zemalja, 2025/2026. godine

Izvor: Izračun autora prema podacima Eurostata (2026), Investing.com (2026) i Centralne banke Bosne i Hercegovine.

Prema vrijednostima korištenim u analizi, petogodišnji prinos za Bosnu i Hercegovinu iznosi približno 5,50%, dok odgovarajući prinos za Njemačku iznosi 2,76%. Razlika od 2,74 procentna poena odgovara vrijednosti od **274 bazna poena**:

$$(5,50 - 2,76) \times 100 = 274 \text{ bazna poena.}$$

U odnosu na Sloveniju, čiji petogodišnji prinos prema korištenim podacima iznosi 2,92%, razlika iznosi **258 baznih poena**. U poređenju sa Hrvatskom, pri prinosu od 3,41%, razlika iznosi **209 baznih poena**.

Navedeni rezultati pokazuju da je u posmatranom trenutku cijena zaduživanja Bosne i Hercegovine bila viša od cijene zaduživanja Njemačke, Slovenije i Hrvatske. Razlika u prinosima može se posmatrati kao rezultat kombinovanog djelovanja više faktora, uključujući kreditni rizik, fiskalnu poziciju, institucionalno i političko okruženje, likvidnost tržišta i karakteristike konkretnih finansijskih instrumenata.

Njemačke državne obveznice predstavljaju značajan referentni instrument na evropskom tržištu zbog razvijenosti i likvidnosti njemačkog tržišta državnog duga. Zbog toga razlika između prinosa domaćih instrumenata i prinosa njemačkih državnih obveznica može poslužiti kao indikativna mjera dodatne premije koju investitori zahtijevaju za preuzimanje većeg nivoa rizika.

Niži prinosi Hrvatske i Slovenije mogu se posmatrati i u kontekstu njihove institucionalne integracije u Evropsku uniju i eurozonu, razvijenijih tržišta kapitala i drugačije percepcije kreditnog rizika. Međutim, na osnovu deskriptivne analize nije moguće utvrditi pojedinačni doprinos svakog od navedenih faktora ukupnoj razlici u prinosima.

Poređenje sa Srbijom zahtijeva poseban metodološki oprez. U tabeli je vrijednost od 5,27% za Srbiju navedena za **desetogodišnju**, dok se za Bosnu i Hercegovinu koristi **petogodišnja** vrijednost od 5,50%. Zbog različitog roka dospeljeća, razliku od 23 bazna poena nije metodološki opravdano tumačiti kao direktnu premiju za rizik između dvije zemlje. Za pouzdanije poređenje bilo bi potrebno koristiti obveznice iste ili približno iste ročnosti.

U cjelini, prikazani rezultati ukazuju na to da su domaći emitenti tokom posmatranog perioda bili suočeni sa višim troškovima zaduživanja u odnosu na odabrane zemlje Evropske unije. Buduće kretanje prinosa zavisice od kombinacije međunarodnih i domaćih faktora, uključujući monetarne uslove u eurozoni, inflaciona očekivanja, fiskalnu održivost, kreditni rejting, političko i institucionalno okruženje te uslove na međunarodnom tržištu kapitala.

5. Analiza faktora kretanja prinosa na obveznice

Kretanje prinosa na obveznice u Bosni i Hercegovini tokom posmatranog perioda može se sagledati kroz djelovanje dvije osnovne grupe faktora: **globalnih makroekonomskih i monetarnih faktora** te **domaćih fiskalnih, institucionalnih i političkih faktora**.

Rezultati deskriptivne analize pokazuju da je period do 2021. godine karakterisao relativno nizak nivo prinosa, dok je nakon 2021. godine zabilježen njihov značajan rast. Promjena trenda vremenski se podudara sa promjenama međunarodnog monetarnog okruženja, rastom inflacije i povećanom geopolitičkom neizvjesnošću. Međutim, visina prinosa domaćih emitenata zavisi i od specifičnih karakteristika Bosne i Hercegovine i njenih entiteta.

5.1. Globalni faktori

Jedan od najznačajnijih eksternih faktora za finansijske uslove u Bosni i Hercegovini jeste monetarno okruženje u eurozoni. Konvertibilna marka vezana je za euro u okviru aranžmana valutnog odbora, zbog čega promjene finansijskih uslova u eurozoni imaju značajan indirektan uticaj na domaće tržište.

Tokom perioda veoma niskih kamatnih stopa Evropska centralna banka provodila je ekspanzivnu monetarnu politiku, uključujući programe kupovine vrijednosnih papira. Takvo monetarno okruženje bilo je povezano sa veoma niskim prinosima na obveznice širom evropskog tržišta. U istom periodu zabilježene su i relativno niske vrijednosti prinosa na pojedine emisije u Bosni i Hercegovini.

Promjena monetarnog ciklusa nakon snažnog rasta inflacije označila je početak znatno restriktivnijih monetarnih uslova. Povećanje referentnih kamatnih stopa Evropske centralne banke bilo je praćeno rastom tržišnih kamatnih stopa i prinosa na obveznice u evropskim ekonomijama. Sličan pravac promjene evidentiran je i u podacima korištenim za Bosnu i Hercegovinu.

Inflacija predstavlja dodatni faktor relevantan za određivanje zahtijevanog prinosa. Kada investitori očekuju višu inflaciju, realna vrijednost budućih nominalnih novčanih tokova iz obveznice može biti smanjena. Zbog toga povećana inflaciona očekivanja mogu biti povezana sa zahtjevima investitora za višim nominalnim prinosom.

Geopolitička nestabilnost nakon početka rata u Ukrajini 2022. godine dodatno je povećala neizvjesnost u evropskoj ekonomiji. Poremećaji na energetske tržištima, rast cijena energenata i hrane, problemi u lancima snabdijevanja i povećani rizik od usporavanja ekonomske aktivnosti uticali su na promjene očekivanja učesnika na finansijskim tržištima.

U periodima povećane neizvjesnosti investitori mogu povećavati potražnju za likvidnim instrumentima i instrumentima nižeg kreditnog rizika. Posljedično, emitenti koji se percipiraju kao rizičniji mogu biti suočeni sa zahtjevima za višim prinosima. Ovaj mehanizam predstavlja jedan od mogućih razloga zbog kojeg promjene globalnih finansijskih uslova mogu imati izraženije posljedice za manja i manje likvidna tržišta kapitala.

5.2. Domaći faktori

Pored međunarodnih monetarnih i makroekonomskih kretanja, na visinu prinosa na obveznice u Bosni i Hercegovini utiču i domaći faktori. Posebno su značajni stanje javnih finansija, potrebe za finansiranjem, kreditni rejting, institucionalno okruženje, politička stabilnost i razvijenost domaćeg tržišta kapitala.

Fiskalna pozicija emitenta predstavlja jedan od faktora koji investitori uzimaju u obzir prilikom procjene kreditnog rizika. Rast budžetskih rashoda, deficit i povećane potrebe za refinansiranjem mogu povećati potrebe javnog sektora za dodatnim zaduživanjem. Međutim, nivo javnog duga potrebno je posmatrati zajedno sa sposobnošću servisiranja obaveza, strukturom duga, rokovima dospelja, ekonomskim rastom i prihodima javnog sektora.

Institucionalno i političko okruženje takođe može uticati na percepciju rizika. Složena struktura vlasti u Bosni i Hercegovini, političke nesuglasice i povremeni zastoji u provođenju ekonomskih reformi mogu predstavljati dodatne elemente koje investitori uzimaju u obzir prilikom procjene budućih ekonomskih i fiskalnih kretanja.

Relevantan faktor predstavlja i **kreditni rejting** zemlje i pojedinačnih emitenata. Niži kreditni rejting u pravilu ukazuje na višu procjenu kreditnog rizika, što može povećati pri-

nos koji investitori zahtijevaju prilikom kupovine obveznica. Kreditni rejting može imati dodatni značaj za pristup međunarodnim tržištima kapitala jer pojedini institucionalni investitori imaju unaprijed definisana ograničenja u pogledu nivoa kreditnog kvaliteta instrumenata u koje mogu ulagati.

Konačno, relativno mala veličina i ograničena likvidnost domaćeg tržišta obveznica predstavljaju dodatno ograničenje. Na manje likvidnim tržištima investitori mogu zahtijevati dodatnu kompenzaciju zbog mogućnosti otežane prodaje instrumenta prije njegovog dospijea. Premija za likvidnost stoga može predstavljati jednu od komponenti ukupnog zahtijevanog prinosa.

5.3. Odnos javnog duga i prinosa na obveznice

Teorijski posmatrano, rast javnog duga može uticati na percepciju kreditnog rizika ukoliko investitori procijene da povećano zaduživanje umanjuje sposobnost emitenta da dugoročno servisira svoje obaveze. U takvim okolnostima investitori mogu zahtijevati viši prinos kao kompenzaciju za povećani rizik.

Međutim, odnos između javnog duga i prinosa na obveznice nije jednostavan niti linearan. Visina prinosa zavisi od brojnih drugih faktora, među kojima su očekivani privredni rast, fiskalni prihodi, struktura i ročnost javnog duga, monetarni režim, inflacija, kreditni rejting, institucionalna stabilnost i međunarodni finansijski uslovi.

U podacima analiziranim u ovom radu period povećanih potreba za finansiranjem nakon 2022. godine vremenski se podudara sa rastom prinosa sa približno 2% na vrijednosti iznad 5%. Međutim, na osnovu deskriptivne analize nije moguće zaključiti da je rast javnog duga bio neposredni uzrok rasta prinosa. Tokom istog perioda došlo je do snažnog povećanja kamatnih stopa i prinosa na obveznice i u drugim evropskim ekonomijama, što potvrđuje značaj globalnog monetarnog ciklusa.

Sa fiskalnog stanovišta, rast prinosa ima neposredne posljedice na troškove budućeg zaduživanja. Ukoliko se postojeće obaveze refinansiraju po višim kamatnim stopama, rashodi za kamate mogu rasti i dodatno opteretiti javne finansije. Zbog toga održivost javnog duga ne zavisi samo od njegovog apsolutnog ili relativnog nivoa već i od troškova servisiranja, ročne strukture, dinamike ekonomskog rasta i sposobnosti javnog sektora da ostvari potrebne prihode.

Poseban segment domaćeg tržišta predstavljaju **štedne, odnosno narodne obveznice Republike Srpske**. Prema podacima korištenim u radu, u 2025. godini navedene obveznice imale su prinos od 4,5% i rok dospijea od dvije godine. Ovaj instrument pokazuje mogućnost mobilizacije domaće štednje kroz direktnije uključivanje stanovništva na tržište javnog duga.

Ipak, samo postojanje potražnje za ovim obveznicama nije dovoljno za zaključak da domaći investitori imaju viši nivo povjerenja u emitenta od međunarodnih investitora. Na odluku o ulaganju utiču i ponuđena kamatna stopa, alternativni prinosi na štednju i druge finansijske instrumente, rok dospijea, poreski tretman i procijenjeni rizik ulaganja.

6. Diskusija

Rezultati provedene analize ukazuju na to da su se prinosi na obveznice u Bosni i Hercegovini tokom posmatranog perioda mijenjali u skladu sa širim monetarnim i makroekonomskim kretanjima, ali uz istovremeno djelovanje specifičnih domaćih faktora. Posebno je izražena razlika između perioda veoma niskih prinosa do 2021. godine i njihovog značajnog rasta nakon promjene monetarnog ciklusa u eurozoni.

Takvo kretanje može se posmatrati u kontekstu specifičnog monetarnog režima Bosne i Hercegovine. Konvertibilna marka funkcioniše u okviru aranžmana valutnog odbora i vezana je za euro, zbog čega se promjene finansijskih uslova u eurozoni posredno prenose i na domaće tržište. Iako Centralna banka Bosne i Hercegovine ne provodi monetarnu politiku na način karakterističan za Evropsku centralnu banku, domaći finansijski uslovi nisu izolovani od promjena kamatnih stopa i prinosa na evropskom tržištu.

Period do 2021. godine karakterisale su izrazito niske kamatne stope u eurozoni i ekspanzivna monetarna politika Evropske centralne banke. U takvom međunarodnom finansijskom okruženju prinosi na pojedine emisije u Bosni i Hercegovini takođe su dostizali relativno niske vrijednosti. Prema podacima korištenim u radu, prinosi na posmatrane emisije u 2021. godini bili su znatno niži nego u kasnijem dijelu analiziranog perioda.

Promjena monetarnog okruženja nakon 2021. godine bila je praćena rastom prinosa na obveznice. Povećani inflacioni pritisci i restriktivnija monetarna politika u eurozoni doprinijeli su promjeni uslova finansiranja na evropskom tržištu. Istovremeno, geopolitička neizvjesnost povezana sa ratom u Ukrajini, poremećaji na energetskim tržištima i promjene očekivanja investitora dodatno su uticali na međunarodno finansijsko okruženje.

Na osnovu podataka korištenih u ovom radu, procijenjena promjena petogodišnjeg prinosa za Bosnu i Hercegovinu između 2016. i 2025. godine iznosi približno **190 baznih poena**. Međutim, ova promjena ne može se tumačiti isključivo kao posljedica povećanja specifičnog rizika Bosne i Hercegovine. Rast prinosa u istom periodu zabilježen je i na drugim evropskim tržištima, što ukazuje na značaj zajedničkih monetarnih i makroekonomskih faktora.

Komparativna analiza ipak pokazuje da postoje značajne razlike u nivou prinosa među posmatranim zemljama. Prema podacima korištenim u radu, petogodišnji prinos Bosne i Hercegovine od 5,50% bio je za 274 bazna poena viši od odgovarajućeg prinosa Njemačke, za 258 baznih poena viši od prinosa Slovenije i za 209 baznih poena viši od prinosa Hrvatske.

Ove razlike mogu ukazivati na postojanje dodatne premije koju investitori zahtijevaju prilikom ulaganja u domaće obveznice. Međutim, razlika u prinosima ne predstavlja čistu mjeru jednog oblika rizika. Na njenu visinu mogu istovremeno uticati kreditni rejting, fiskalna pozicija, političko i institucionalno okruženje, likvidnost tržišta, karakteristike pojedinačnih emisija i očekivanja investitora.

Položaj Hrvatske i Slovenije potrebno je posmatrati i u kontekstu njihovog članstva u Evropskoj uniji i eurozoni, razvijenijih finansijskih tržišta i drugačijeg institucionalnog okruženja. Njemačka, sa druge strane, predstavlja jednu od najznačajnijih referentnih ekonomija evropskog tržišta državnog duga. Zbog toga viši prinosi domaćih emitenata u odnosu na navedene zemlje nisu neočekivani, ali predstavljaju značajan pokazatelj relativnih troškova zaduživanja.

Poređenje Bosne i Hercegovine i Srbije zahtijeva dodatni oprez. U prvobitnim podacima rada vrijednost od 5,27% za Srbiju odnosi se na desetogodišnji instrument, dok se vrijednost od 5,50% za Bosnu i Hercegovinu odnosi na petogodišnji instrument. Direktno poređenje ovih vrijednosti nije metodološki potpuno opravdano zbog različitih rokova dospelja. Zbog toga se ne može pouzdano zaključiti da je premija za rizik Bosne i Hercegovine samo 23 bazna poena viša od premije Srbije bez korištenja instrumenata iste ili približno iste ročnosti.

Posebnu pažnju zaslužuje emisija euroobveznica Federacije Bosne i Hercegovine iz 2025. godine. Izlazak na međunarodno tržište kapitala predstavlja važan korak jer omogućava da se uslovi zaduživanja formiraju u širem tržišnom okruženju i u konkurenciji sa drugim emitentima. Istovremeno, prinos ostvaren prilikom emisije predstavlja važnu informaciju o uslovima pod kojima su međunarodni investitori spremni finansirati emitenta.

U originalnom radu navodi se da je emisija iznosila **350 miliona eura**, uz stopu od 5,5% i rok dospelja od pet godina, kao i da je potražnja investitora višestruko premašila ponuđeni iznos. Ove podatke je u konačnoj verziji rada potrebno potkrijepiti preciznim institucionalnim izvorom. Bez odgovarajućeg izvora ne bi trebalo izvoditi dodatne zaključke o intenzitetu potražnje međunarodnih investitora.

Rezultati takođe ukazuju na potrebu opreznog tumačenja odnosa između javnog duga i prinosa. Teorijski, pogoršanje fiskalne održivosti može povećati kreditni rizik i zahtijevani prinos. Međutim, deskriptivni rezultati ovog istraživanja ne omogućavaju izolovanje uticaja javnog duga od drugih faktora.

U originalnim podacima rada navodi se povećanje javnog duga sa približno 35–40% BDP-a u 2021. na procijenjenih 45–50% BDP-a u 2025. godini. Budući da su navedene vrijednosti predstavljene kao procjene, prije konačnog uključivanja u naučni rad potrebno ih je provjeriti prema zvaničnim podacima Ministarstva finansija i trezora Bosne i Hercegovine i drugih nadležnih institucija. Bez takve provjere nije opravdano na njima zasnivati zaključak o intenzitetu veze između javnog duga i prinosa.

Dodatni segment razvoja domaćeg tržišta predstavljaju štedne, odnosno narodne obveznice Republike Srpske. Prema podacima korištenim u radu, ove obveznice su u 2025. godini imale dvogodišnji rok dospelja i prinos od 4,5%. Njihova pojava ukazuje na mogućnost većeg uključivanja stanovništva u finansiranje javnog duga i mobilizacije dijela domaće štednje kroz tržište vrijednosnih papira.

Ipak, potražnja stanovništva za ovim instrumentima ne može se automatski tumačiti kao pokazatelj visokog povjerenja u emitenta. Investiciona odluka zavisi od odnosa ponuđenog prinosa i rizika, alternativnih kamatnih stopa na bankarske depozite, roka dospelja, likvidnosti i drugih karakteristika instrumenta.

6.1. Ograničenja istraživanja

Prilikom interpretacije rezultata potrebno je uzeti u obzir nekoliko metodoloških ograničenja. Prvo, Bosna i Hercegovina nema jedinstvenu referentnu državnu obveznicu i kontinuiranu krivu prinosa koja bi omogućila potpuno homogeno poređenje sa državama sa razvijenijim tržištima državnog duga.

Drugo, analizirane emisije Federacije Bosne i Hercegovine i Republike Srpske razlikuju se prema roku dospelja, datumu emisije, obimu emisije i drugim karakteristikama. Zbog toga promjene njihovih prinosa ne predstavljaju potpuno homogenu vremensku seriju.

Treće, za pojedine godine i rokove dospijeca korištene su približne ili prosječne vrijednosti zbog ograničene dostupnosti međusobno uporedivih podataka. Posebno ograničenje predstavlja poređenje Bosne i Hercegovine i Srbije kada podaci za instrumente identične ročnosti nisu dostupni.

Četvrto, istraživanje je zasnovano na deskriptivnoj i komparativnoj analizi. Zbog toga rezultati omogućavaju identifikovanje obrazaca, vremenskih podudarnosti i razlika među zemljama, ali ne omogućavaju statističko dokazivanje uzročno-posljedičnih veza između prinosa i pojedinačnih faktora kao što su javni dug, inflacija, politički rizik ili referentne kamatne stope.

Uprkos navedenim ograničenjima, analiza pruža osnovu za razumijevanje dugoročnog kretanja troškova zaduživanja u Bosni i Hercegovini i njihovog odnosa sa međunarodnim finansijskim uslovima. Za buduća istraživanja bilo bi korisno formirati detaljniju bazu pojedinačnih emisija i primijeniti ekonometrijske metode kojima bi se mogao procijeniti relativni uticaj kamatnih stopa, inflacije, javnog duga, kreditnog rejtinga i drugih makro-ekonomskih varijabli na kretanje prinosa.

7. Zaključak

Analiza kretanja prinosa na obveznice u Bosni i Hercegovini u periodu od 2015. do 2025. godine ukazuje na značajne promjene uslova pod kojima se domaći javni sektor zaduživao. Rezultati pokazuju da je period do 2021. godine karakterisao relativno nizak nivo prinosa, dok je nakon promjene monetarnog i inflacionog okruženja zabilježen njihov izražen rast.

Jedan od najvažnijih zaključaka istraživanja jeste da kretanje prinosa na domaće obveznice nije moguće posmatrati odvojeno od međunarodnog finansijskog okruženja. Specifičan monetarni režim Bosne i Hercegovine i vezanost konvertibilne marke za euro dodatno naglašavaju značaj finansijskih i monetarnih kretanja u eurozoni. Period ekspanzivne monetarne politike Evropske centralne banke vremenski se podudara sa relativno niskim prinosima, dok je kasniji ciklus monetarnog pooštavanja praćen rastom troškova zaduživanja.

Istovremeno, rezultati regionalnog poređenja ukazuju na to da se domaći emitenti zadužuju po višim prinosima u odnosu na posmatrane emitente iz Njemačke, Slovenije i Hrvatske. Prema podacima korištenim u radu, razlika između petogodišnjeg prinosa Bosne i Hercegovine i Njemačke iznosi približno 274 bazna poena, dok razlike u odnosu na Sloveniju i Hrvatsku iznose približno 258, odnosno 209 baznih poena.

Navedene razlike mogu odražavati kombinovano djelovanje kreditnog, fiskalnog, institucionalnog, političkog i likvidnosnog rizika. Međutim, na osnovu primijenjene metodologije nije moguće precizno utvrditi doprinos svakog pojedinačnog faktora ukupnoj premiji prinosa.

Analiza odnosa javnog duga i prinosa takođe pokazuje da nivo zaduženosti nije jedini faktor koji određuje troškove finansiranja. Održivost javnog duga zavisi od njegove strukture, troškova servisiranja, dinamike ekonomskog rasta, fiskalnih prihoda, ročnosti obaveza i sposobnosti institucija da dugoročno upravljaju javnim finansijama.

Dodatni značaj za razvoj tržišta kapitala imaju nove mogućnosti finansiranja, uključujući izlazak Federacije Bosne i Hercegovine na međunarodno tržište kapitala i razvoj šted-

nih obveznica namijenjenih stanovništvu. Ovi instrumenti mogu doprinijeti diverzifikaciji izvora finansiranja, ali istovremeno povećavaju značaj kvalitetnog upravljanja javnim dugom i transparentnog informisanja investitora.

Na osnovu rezultata istraživanja može se zaključiti da bi smanjenju troškova zaduživanja Bosne i Hercegovine dugoročno mogli doprinijeti stabilnije javne finansije, jačanje institucionalnog okruženja, razvoj i povećanje likvidnosti domaćeg tržišta kapitala, unapređenje kreditnog profila te smanjenje političke i ekonomske neizvjesnosti. Istovremeno, buduće kretanje prinosa nastaviće da zavisi i od eksternih faktora, prvenstveno monetarnih uslova u eurozoni i kretanja na međunarodnim finansijskim tržištima.

Konačno, rezultati potvrđuju značaj sistematskog praćenja tržišta obveznica kao važnog segmenta makroekonomske i fiskalne analize. Prinos na državne i entitetske obveznice ne predstavlja samo trošak zaduživanja već i tržišni signal o očekivanjima investitora i njihovoj procjeni ekonomskog i kreditnog rizika. Dalji razvoj transparentnog, likvidnog i institucionalno uređenog tržišta obveznica stoga može imati značajnu ulogu u unapređenju finansijskog sistema Bosne i Hercegovine.

Literatura

- Baldacci, E., Gupta, S., & Mati, A. (2008). Is it (still) mostly fiscal? Determinants of sovereign spreads in emerging markets. *IMF Working Papers*, 2008(259). <https://doi.org/10.5089/9781451871173.001>
- Banjalučka berza a.d. Banja Luka. (2023). *Statistika trgovanja za 2023. godinu*.
- Banjalučka berza a.d. Banja Luka. (2025). *Statistika trgovanja za 2025. godinu*.
- Blanchard, O., & Johnson, D. R. (2012). *Macroeconomics* (6th ed.). Pearson.
- Centralna banka Bosne i Hercegovine. (2017). *Godišnji izvještaj 2016*.
- Centralna banka Bosne i Hercegovine. (2018). *Godišnji izvještaj 2017*.
- Centralna banka Bosne i Hercegovine. (2019). *Godišnji izvještaj 2018*.
- Centralna banka Bosne i Hercegovine. (2020a). *Godišnji izvještaj 2019*.
- Centralna banka Bosne i Hercegovine. (2020b). *Statistika platnih transakcija u sistemima bruto poravnanja u realnom vremenu (BPRV) i žiro kliring – 2020*.
- Centralna banka Bosne i Hercegovine. (2021). *Godišnji izvještaj 2020*.
- Centralna banka Bosne i Hercegovine. (2022). *Godišnji izvještaj 2021*.
- Centralna banka Bosne i Hercegovine. (2023). *Godišnji izvještaj 2022*.
- Centralna banka Bosne i Hercegovine. (2024). *Godišnji izvještaj 2023*.
- Centralna banka Bosne i Hercegovine. (2025a). *Finansijski izvještaji i izvještaj nezavisnog revizora za godinu koja je završila 31. 12. 2024*.
- Centralna banka Bosne i Hercegovine. (2025b). *Godišnji izvještaj 2024*.
- Centralna banka Bosne i Hercegovine. (2026a). *Finansijski izvještaji i izvještaj nezavisnog revizora za godinu koja je završila 31. 12. 2025*.
- Centralna banka Bosne i Hercegovine. (2026b). *Godišnji izvještaj 2025*.
- Centralna banka Bosne i Hercegovine. (2026c). *Sažeti finansijski izvještaji za period koji je završen 31. 3. 2026. godine (nerevidirano)*.
- Centralna banka Bosne i Hercegovine. (2026d). *Statistika platnih transakcija u sistemima bruto poravnanja u realnom vremenu (BPRV) i žiro kliring*.
- Csonto, B., & Ivaschenko, I. V. (2013). Determinants of sovereign bond spreads in emerging markets: Local fundamentals and global factors vs. ever-changing misalignments. *IMF Working Papers*, 2013(164). <https://doi.org/10.5089/9781475573206.001>
- Eurostat. (2026). *Long-term government bond yields [teimf050]*.

- Hartelius, K., Kashiwase, K., & Kodres, L. E. (2008). Emerging market spread compression: Is it real or is it liquidity? *IMF Working Papers*, 2008(010). <https://doi.org/10.5089/9781451868722.001>
- Investing.com. (2026a). *Croatia government bonds – Yield curve*.
- Investing.com. (2026b). *Germany government bonds – Yield curve*.
- Investing.com. (2026c). *Serbia government bonds – Yield curve*.
- Investing.com. (2026d). *Slovenia government bonds – Yield curve*.
- Jaramillo, L., & Tejada, C. M. (2011). Sovereign credit ratings and spreads in emerging markets: Does investment grade matter? *IMF Working Papers*, 2011(044). <https://doi.org/10.5089/9781455218981.001>
- Ministarstvo finansija i trezora Bosne i Hercegovine. (2008). *Odluka o postupku izdavanja i načinu postupanja s obveznicama Bosne i Hercegovine koje se izdaju radi izmirenja obaveza po osnovu računa stare devizne štednje*.
- Ministarstvo finansija i trezora Bosne i Hercegovine. (2023). *Informacija o stanju javne zaduženosti Bosne i Hercegovine*.
- Ministarstvo finansija i trezora Bosne i Hercegovine. (2025). *Informacija o stanju javne zaduženosti Bosne i Hercegovine*.
- Özatay, F., Özmen, E., & Şahinbeyoğlu, G. (2009). Emerging market sovereign spreads, global financial conditions and U.S. macroeconomic news. *Economic Modelling*, 26(2), 526–531. <https://doi.org/10.1016/j.econmod.2008.10.008>
- Petrova, I., Papaioannou, M. G., & Bellas, D. (2010). Determinants of emerging market sovereign bond spreads: Fundamentals vs. financial stress. *IMF Working Papers*, 2010(281).
- Sarajevska berza-burza vrijednosnih papira d.d. Sarajevo. (2016). *Godišnji izvještaj o poslovanju za 2016. godinu*.
- Sarajevska berza-burza vrijednosnih papira d.d. Sarajevo. (2023). *Godišnji izvještaj o poslovanju za 2023. godinu*.