

**BOSNA I HERCEGOVINA
VIJEĆE MINISTARA
DIREKCIJA ZA EKONOMSKO PLANIRANJE**



**БОСНА И ХЕРЦЕГОВИНА
САВЈЕТ МИНИСТАРА
ДИРЕКЦИЈА ЗА ЕКОНОМСКО ПЛАНИРАЊЕ**

**BOSNIA AND HERZEGOVINA
COUNCIL OF MINISTERS
DIRECTORATE FOR ECONOMIC PLANNING**

INFORMACIJA O FISKALNOJ ODRŽIVOSTI BiH

Sarajevo, august/kolovoz 2014. godine

Sadržaj

Uvod	3
1 Koliko je zapravo zadužen sektor vlade?	4
2 Kretanje duga i motivi zaduživanja	5
3 Deficit opšte vlade kao faktor povećanja duga	7
4 Uslovi zaduživanja i održivost duga	8
Zaključci i preporuke	11

Uvod

Održivost fiskalne politike je veoma važan koncept koji bi morao biti u samom centru donošenja odluka o politici fiskalnih prihoda i rashoda. Ovo pitanje se često posmatra kroz prizmu održivosti javnog duga u smislu sposobnosti i spremnosti države da ga finansira. Naime, neodrživa je ona fiskalna politika koja zahtjeva promjenu sistema prihoda i/ili rashoda uslijed prevelikog tereta servisiranja javnog duga. Prema tome, analiza održivosti se koncentriše na uzroke kretanja duga, a prije svega na mehanizam automatskog kretanja zaduženosti obzirom na kamatne stope, ekonomski rast, devizne tečajeve i sl. Naime, zaduženost se automatski povećava ukoliko su realne kamatne stope na vladin dug veće od ekonomskog rasta zemlje. U tom slučaju pitanje nesposobnosti i/ili (političke) nespremnosti za nastavak servisiranja dugova postaje samo pitanje vremena.

Naravno, u kratkom roku povećanje duga je moguće i uslijed primarnih budžetskih deficita¹. Dug i u ovom slučaju može biti održiv sve dotle dok su kamatne stope niže od ekonomskog rasta. Ipak, održavanje deficita na duži rok bi moglo narušiti povjerenje ulagača u aktuelnu fiskalnu politiku što bi u na kraju moglo ugroziti održivost postepenim rastom kamatnih stopa. Pitanje fiskalne održivosti u kontekstu BiH ima dodatnu težinu obzirom da u velikoj mjeri određuje i održivost valutnog odbora. Naime, u slučaju mnogih zemalja, neodgovorna fiskalna politika je bila primarni uzrok kriza (a nekada i potpunog raspada) valutnog odbora.

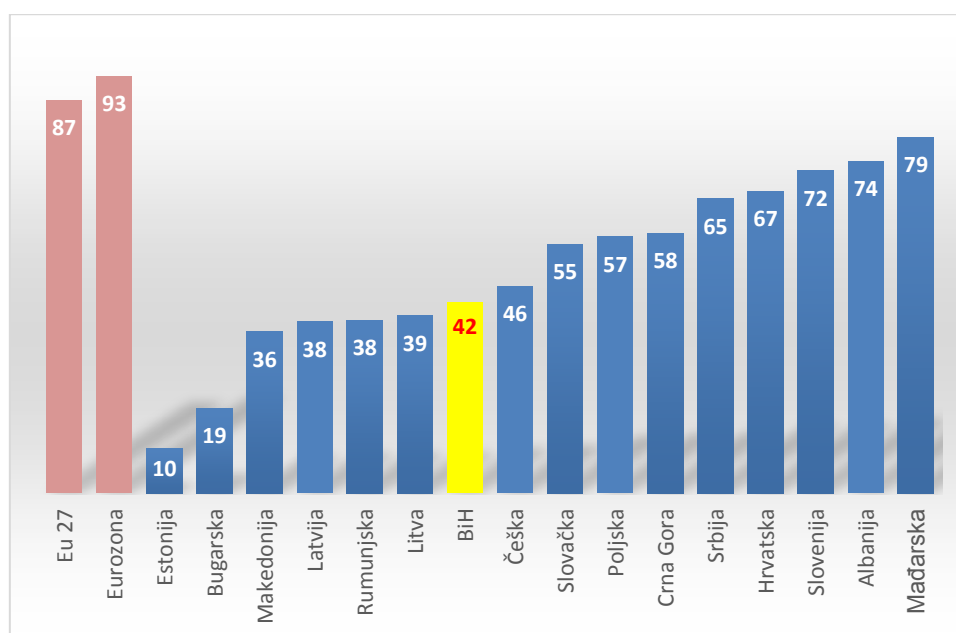
Ova informacija se upravo bavi pomenutim pitanjima. Analiza počinje sa utvrđivanjem visine zaduženosti BiH obzirom da ne postoje zvanični statistički podaci. Zatim se analizira dosadašnja dinamika kretanja duga i identifikuje potreba finansiranja sektora opšte vlade. Onda slijedi uvid u kretanje i uzroke deficita kao glavnog faktora povećanja zaduženosti. Završni dio analize se bavi održivosti duga vlade obzirom na uslove zaduživanja u smislu visine kamatnih stopa u odnosu na ekonomski rast. Na kraju slijede zaključci i preporuke.

¹ Primarni deficit predstavlja budžetski deficit umanjeno za servisiranje kamata. Time se želi jasno izdvojiti uticaj politike prihoda i rashoda od uticaja kamata na ukupni deficit i promjenu duga.

1 Koliko je zapravo zadužen sektor vlade?

Teret duga jedne zemlje se često izražava kroz omjer njenog ukupnog duga i BDP-a kao izvora prihoda iz kojih bi dugove trebalo otplaćivati. Nažalost, u slučaju opšte vlade BiH ne postoje zvanični statistički podaci o visini duga, a i kod visine BDP-a postoje različite procjene zvanične statistike. Jedini potpuni i dostupni podatci su oni o vanjskom dugu. Za razliku od vanjskog zaduživanja koje je u najvećoj mjeri centralizovano na državnom nivou, unutrašnje zaduživanje je rascjepkano po brojnim nivoima sektora vlade, te ga je s toga jako teško pratiti. Obzirom da zvanična statistika još uvijek ne proizvodi račune vladinog sektora, za potrebe ove analize su korištene procjene unutrašnjeg duga entitetskih ministarstava finansija (na bazi zakonskih definicija) dopunjene podacima finansijskog sektora o stanju kredita različitih nivoa vlade (izvor CBBiH). Iako je procjena duga prema ovim definicijama po svemu sudeći prilično precjenjena, ovo ne mijenja ključne zaključke o zaduženosti vlade. Problem predstavlja činjenica da tzv. "zakonski" unutrašnji dug entiteta uključuje i procjenjeni potencijalni dug stare devizne štednje i ratne odštete od čega značajan dio još uvijek nije verifikovan (potraživan). Podaci o stvarno verifikovanom dugu su dostupni unazad svega par godina te je s toga, ali i radi lakših entitetskih poređenja, u analizi uglavnom korišten "zakonski" dug. Bez obzira na to, čini se da zaključci po pitanju visine zaduženosti uglavnom ostaju nepromjenjeni. Naime, čak i uz ovu prenapuhanu cifru, dug opšte vlade BiH od 42,4% BDP-a je na nivou niže zaduženih tranzicijskih zemalja u Evropi.

Grafikon 1: Zaduzenost opšte vlade u % BDP-a

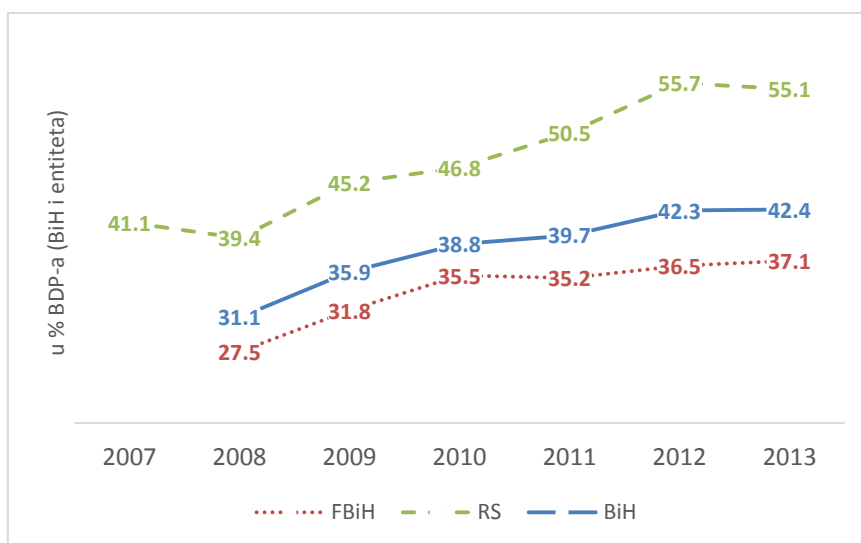


Izvor: EUROSTAT i procjena DEP-a za BiH

Verifikovani ukupan dug na kraju 2013. je bio niži za skoro četiri procentna poena BDP-a, te je prema tome iznosio 38,6% BDP-a. Zaduzenost bi spala na 36,8% BDP-a ukoliko bi se, umjesto zvaničnog BDP-a po proizvodnom principu, u nazivniku upotrijebila viša procjena BDP-a zasnovana na rashodovnom metodu. Konačno, stvarni nivo duga je vjerovatno još niži obzirom da je tržišna vrijednost obveznica stare devizne štednje i ratne odštete na berzama znatno ispod nominalne vrijednosti uključene u procjenu. Važno je napomenuti da se zaduzenost bitno razlikuje između dva entiteta. Dug u RS od 55% je znatno viši od 37% BDP-a u FBiH uključujući tzv. "zakonski" potencijal unutrašnjeg duga (modifikovan za kredite komercijalnih banaka koje izvještava CBBiH). Kao što je

ranije pomenuto, zaduženost je niža kada se umjesto zakonskog uključi stvarno verifikovani unutrašnji dug. U tom slučaju, zaduženost RS iznosi 50%, a u FBiH 33,6% entitetskog BDP-a.

Grafikon 2: Zaduzenost sektora vlade po entitetima



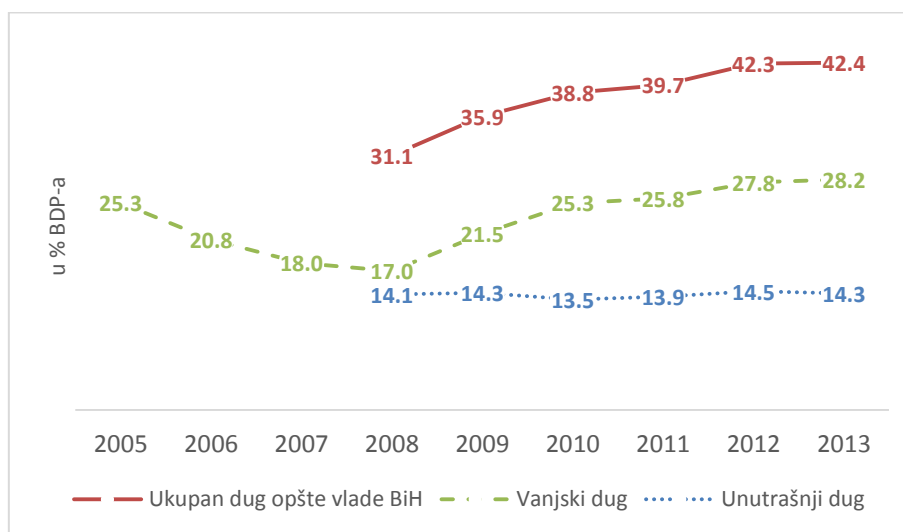
Izvor: procjena DEP-a na bazi podataka ministarstava finansija BiH i entiteta, te CBBiH

2 Kretanje duga i motivi zaduživanja

Iako je sektor opšte vlade BiH još uvijek relativno nisko zadužen, u posljednje vrijeme je zabilježen značajan rast duga. Zaduzenost je u stalnom porastu od izbijanja ekonomske krize, te je za svega pet godina (2008.- 2013.) dug opšte vlade povećan za 11 procentnih poena BDP-a. Istina, dug se skoro u potpunosti povećavao kroz vanjsko zaduživanje kod međunarodnih institucija po znatno povoljnijim uslovima u odnosu komercijalno domaće zaduživanje. Rast zaduzenosti je prije svega bio rezultat primarnih deficita od 1,8% (u prosjeku) godišnje, slabog ekonomskog rasta, te rasta servisiranja kamata od 62,6% u odnosu na 2008. godinu.

Nažalost, potrebe finansiranja sektora vlade su znatno veće od finansiranja deficita. Naime, u odsustvu budžetskih suficita, vlada je primorana tražiti nove zajmove kako bi se refinansirale dospjele obaveze servisiranja postojećih dugova. Potrebe refinansiranja intenzivno rastu u posljednje vrijeme, te su 2013. godine bile skoro četiri puta veće u odnosu na 2008. godinu. Servis duga opšte vlade u 2013. od 4,3% BDP-a (1,13 milijarde KM) je bio znatno iznad potreba finansiranja primarnog deficita u 2013. od 1,4%, tako da je ovo postao glavni motiv traženja kredita.

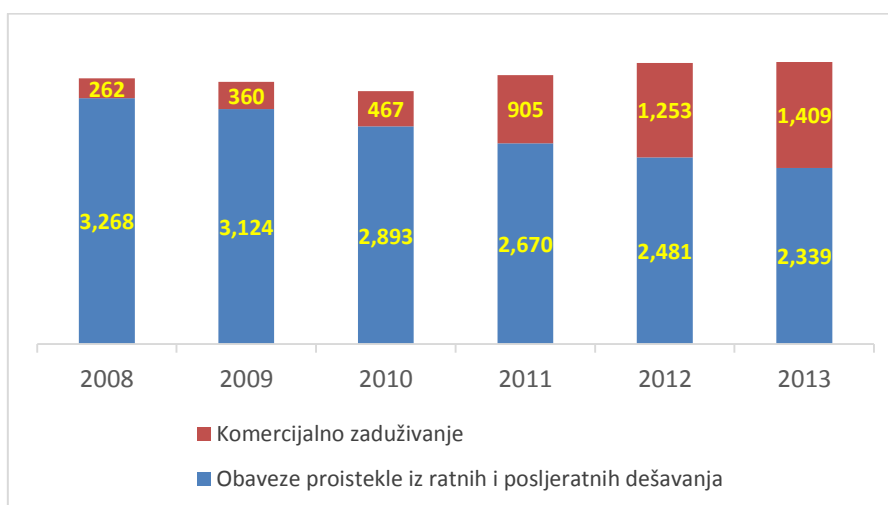
Grafikon 3: Zaduženost sektora opšte vlade BiH



Izvori: Ministarstvo finansija BiH za vanjski dug i procjena DEP-a za unutrašnji dug

Rast potreba za refinansiranjem dugova je uglavnom proistekao iz dospjeća obaveza po osnovu stare devizne štednje, refinansiranja dospjelih trezorskih zapisa, te snažnog rasta obaveza servisiranja vanjskog duga u velikoj mjeri proisteklog značajnim inostranim zaduživanjem početkom ekonomske krize. Tako je u FBiH unutrašnje zaduživanje bilo prije svega usmjereno ka refinansiranju unutrašnjeg duga koji je u blagom opadanju u posljednjih nekoliko godina. Dospjele obaveze stare devizne štednje, trezorski zapisi, te druge dospjele obaveze po osnovu postojećih dugova se refinansiraju novim emisijama obveznica i trezorskih zapisa u oba entiteta. Pri tome se, na žalost, refinansiranje stare devizne štednje vrši po znatno lošijim uslovima u odnosu na kamate od 2,5%, te kraći period dospjeća stare devizne štednje sa "grejs" periodom od 9 godina. S druge strane, stanje kredita vladinog sektora je eksplodiralo u kratkom roku sa skromnih 50 miliona KM u 2005. na rekordnih 903 miliona KM na kraju 2013. godine. Najveći dio ovog duga (780 miliona) je nastao u RS i uglavnom je korišten za pokrivanje deficita obzirom na intenzivan rast stanja kredita. Zapravo, ovakav rast kredita u RS je bio glavni uzrok rasta unutrašnjeg duga ne samo u RS, nego i na nivou cijele države.

Grafikon 4: Kretanje strukture unutrašnjeg duga (milioni KM)

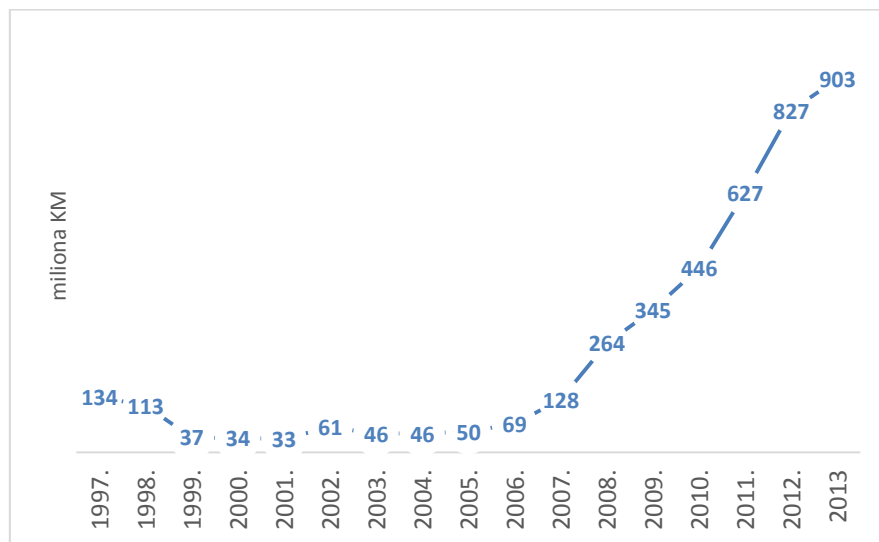


Izvor: procjena DEP-a na bazi podataka ministarstava finansija BiH i entiteta, te CBBiH

U isto vrijeme, obaveze servisiranja vanjskog duga rastu dvocifrenim stopama još od 2010. godine, a 2013. je dostignut rekordan rast (post kriznog perioda) od 65,7%. Tako je opšta vlada BiH u 2013.

morala refinansirati 685 miliona KM obaveza vanjskog duga, te se dodatno zadužiti radi finansiranja budžetskih deficita. Drugim riječima, održivost postojećeg nivoa rashoda opšte vlade sve više zavisi od njene sposobnosti posuđivanja ne samo radi finansiranja deficita nego i refinansiranja postojećeg duga.

Grafikon 5: Domaći krediti opšte vlade



Izvor: CBBiH

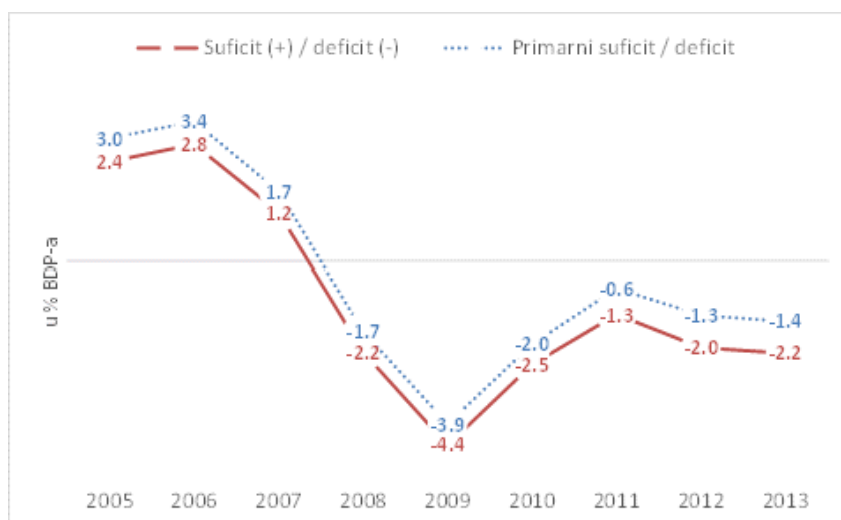
3 Deficit opšte vlade kao faktor povećanja duga

Povećanje duga je pretežno bilo posljedica deficita opšte vlade tokom i nakon izbijanja krize 2009. godine, dok su suficiti uglavnom korespondirali sa smanjenjem duga u pretkriznom periodu. Deficiti u periodu 2008. – 2013. godine su uglavnom bili posljedica uvođenja novih kategorija u prava po osnovu socijalnih davanja, te povećanja plata u javnoj upravi kao reakcija na nagli rast prihoda nakon uvođenja PDV-a. Prvi takav deficit se pojavio već 2008. godine nakon čega je uslijedila recesija i nagli pad prihoda vlade (5,1%). To je dovelo do rekordnog deficita opšte vlade u 2009. godini od 4,4% BDP-a. Onda je uslijedio period slabog ekonomskog rasta (uključujući čak i recesiju od 1,2% u 2012.) praćenog slabim rastom vladinih prihoda, te deficitima sektora vlade od približno 2% BDP-a.

Blagi oporavak vladinih prihoda nakon recesije je trajao veoma kratko tokom 2010. - 2011. godine kada je ostvaren rast od približno 5%. Onda je uslijedilo naglo slabljenje rasta 2012. godine (0,9%), da bi u 2013. čak došlo i do neznatnog pada prihoda od 0,4 %. Reakcija rashodovne strane na slab rast prihoda je prije svega bilo reduciranje materijalnih troškova, te ograničavanje rasta troškova zaposlenih i socijalnih davanja. To je bilo nedovoljno da se spriječe deficiti obzirom da je osnovni problem još uvijek ostao aktuelan. Naime, budžetska izdvajanja na socijalna davanja u BiH od 17% BDP-a su na nivou EU prosjeka, te su znatno iznad drugih razvijenijih tranzicijskih zemalja u Evropi. Upravo je ovo jedan od ključnih uzroka deficita obzirom da je deficit vanbudžetskih fondova od 620 miliona u 2013. bio veći od ukupnog deficita cjelokupne opšte vlade BiH. Situacija je možda i lošija kada su u pitanju ogromna bh. izdvajanja na zaposlene u javnoj upravi od 12-13% BDP-a koja čak prevazilaze EU prosjek. Ovako snažna uloga države u ekonomiji vodi ka deficitima ne samo kroz visoke rashode.

Naime, velikim uticajem države se umanjuje efikasnost cijele ekonomije kroz reduciranu ulogu tržišta u alociranju resursa. Time se direktno ugrožava ekonomski rast, a sa njim i potencijalni rast javnih prihoda.

Grafikon 6: Suficit/deficit opšte vlade BiH



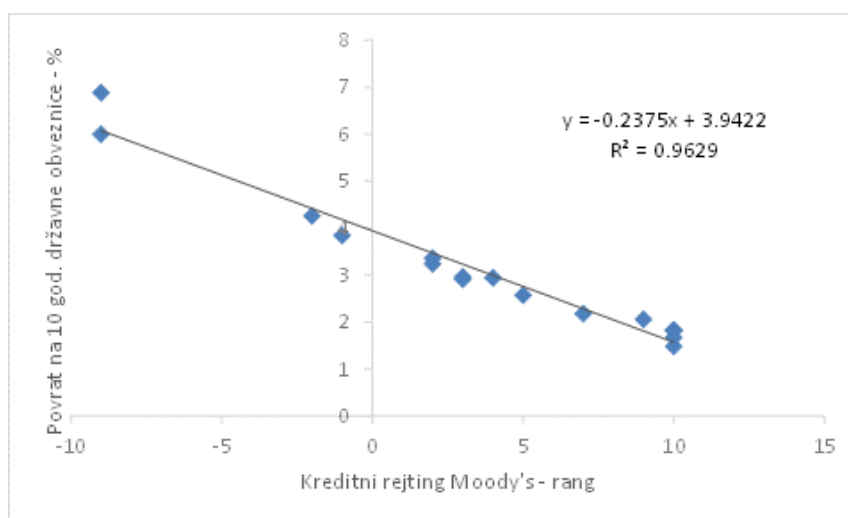
Izvor: CBBiH

4 Uslovi zaduživanja i održivost duga

Dugoročna održivost vladinog duga i cjelokupne fiskalne politike se obično ocjenjuje prema tome da li se dug kao % BDP-a automatski povećava u nedogled uslijed kamatnih stopa većih od ekonomskog rasta zemlje. Ukoliko je to slučaj, servisiranje duga u jednom trenutku postaje nepodnošljivo što može primorati države na moratorij otplate dugova.

Naime, teret servisiranja kamata kao % BDP-a se vremenom konstantno povećava, što vodi ka rastućim deficitima iz kojih proističu potrebe za dodatnim zaduživanjem. Visoke kamate su uglavnom odraz nepovjerenja ulagača u aktualnu fiskalnu politiku i/ili cjelokupan poslovni ambijent, a njihova visina bi trebala biti proporcionalna percepciji rizika otpisa potraživanja. To se vidi na slijedećem grafu gdje su povрати na 10-godišnje obveznice zemalja Eurozone viši što je niži njihov kreditni rejting.

Grafikon 7: Utjecaj kreditnog rejtinga na kamatne stope obveznica u Euro zoni

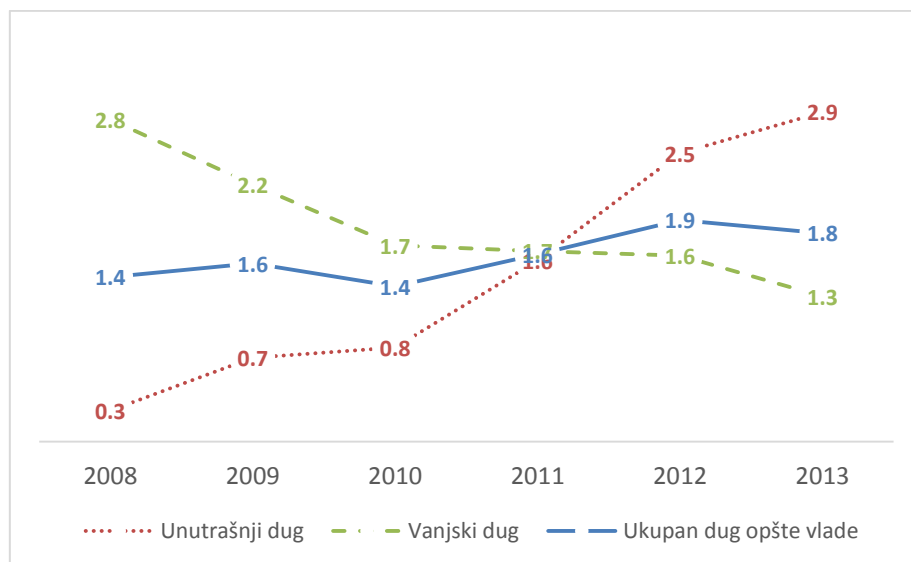


Izvor: EUROSTAT

Implicitne kamatne stope opšte vlade BiH (servisiranje kamata u tekućem periodu u odnosu na stanje duga na kraju prethodnog perioda) su do sada uglavnom bile niže od ekonomskog rasta što

ukazuje na održivost duga. Ovo je posebno bio slučaj u periodu do 2008. godine kada je BiH ostvarivala visok ekonomski rast (preko 5%) uz servisiranje povoljnih kamata vanjskog duga (znatno ispod tržišnih). Održivost duga je zadržana i u periodu nakon ekonomske krize (2009.) iako je ekonomski rast znatno smanjen, a kamatne stope donekle povećane. Do porasta kamatnih stopa je došlo prije svega u domenu unutrašnjeg duga sa znatno nepovoljnijim uslovima. Tako su kamatne stope na unutrašnji dug za kratko vrijeme porasle sa svega 0,3% u 2008. na 2,9% 2013 godine. Ovo je donekle iskompenzirano smanjenjem stope na vanjski dug tako da je ukupna implicitna kamatna stopa u 2013. ostala dosta niska (1,8%).

Grafikon 8: Implicitne kamatne stope (%) na dug opšte vlade

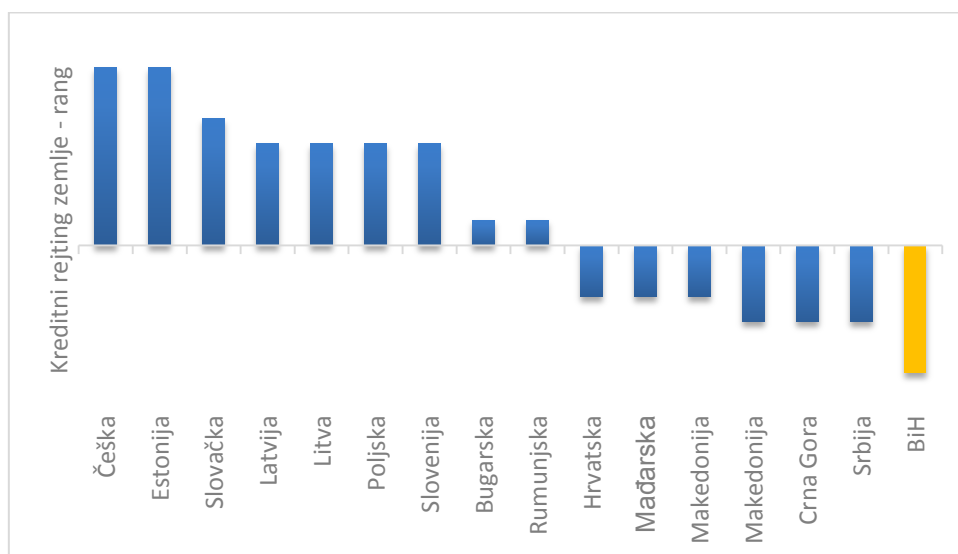


Izvor: procjena DEP-a na bazi podataka CBBiH i ministarstava finansija BiH i entiteta

Nastavak snažnog porasta servisiranja unutrašnjeg duga iz proteklih pet godina bi mogao predstavljati jednu od potencijalnih prijetnji fiskalnoj održivosti. Naime, servisiranje kamata na unutrašnji dug je sa zanemarljivih 13 miliona KM u 2008. godini poraslo na 107 miliona već u 2013. godini. Time su po prvi put premašene kamatne obaveze vanjskog duga. Jedan od glavnih uzroka ovakvog rasta kamatnih obaveza na unutrašnji dug su visoke kamatne stope na komercijalno zaduživanje kao posljedica izuzetno niskog kreditnog rejtinga zemlje.

Naredni graf jasno ilustruje da rejting agencije ne preporučuju investiranje u BiH, odnosno BiH se prema dodijeljenom kreditnom rejtingu nalazi u neinvesticijskoj zoni (negativne vrijednosti na grafu). Time se vanjsko zaduživanje kod međunarodnih finansijskih institucija nameće kao jedino održivo rješenje (Skala rejtinga u prilogu).

Grafikon 9: Uporedni prikaz kreditnog rejtonga



Izvor: CBBiH i www.tradingeconomics.com

Ipak, refinansiranje obaveza stare devizne štednje, ratne odštete i sl. će teško biti moguće obezbjediti iz međunarodnih izvora. Za takvo nešto će vjerovatno biti neophodno izdavanje obveznica po komercijalnim uslovima. Naime, obzirom da je teško očekivati da će vlada u skorijoj budućnosti suficitima gasiti svoje obaveze unutrašnjeg duga, refinansiranje po dosta nepovoljnim komercijalnim uslovima se čini neizbježnim. Time bi se cjelokupan unutrašnji dug vremenom mogao pretvoriti u klasičan komercijalni dug što bi moglo značajno uvećati kamatne obaveze. U ovakvim uslovima povećanih kamatnih stopa, fiskalna održivost bi mogla zavisiti isključivo od ostvarenja pozitivnih perspektiva ekonomskog rasta.

Zaključci i preporuke

Iako je BiH prilično slabo zadužena zemlja, nivo njenog duga je u konstantnom porastu od izbijanja krize. To je prije svega rezultat budžetskih deficita i slabog ekonomskog rasta u postkriznom periodu. Deficiti su prije svega uzrokovani slabim prihodima i visokim socijalnim davanjima i troškovima zaposlenih. Posebno zabrinjava snažan rast servisiranja kamata na unutrašnji dug koji polako sve više doprinosi stvaranju deficita. Zapravo, ovo je samo dio šireg problema brzo rastućih obaveza servisiranja vanjskog i unutrašnjeg duga koje bi trebalo refinansirati novim zaduživanjem. Tako su potrebe refinansiranja postojećeg duga prevazišle visinu deficita, te trenutno predstavljaju glavni motiv traženja novih zajmova.

Ipak, bez obzira na rast duga, rastuće potrebe refinansiranja, te slab ekonomski rast u posljednje vrijeme, dug sektora vlade se čini održivim u dugom roku. Naime, čak i skroman ekonomski rast je, sa izuzetkom godina u recesiji, uglavnom bio iznad implicitnih kamatnih stopa tako da nema mehanizma automatskog povećavanja deficita i duga. To naravno ne znači da ne postoje budući rizici. Nastavak i eventualno intenziviranje povećanja kamatnih stopa zahvaljujući prvenstveno unutrašnjem dugu bi moglo početi ugrožavati održivost u odsustvu očekivanog ekonomskog rasta. Ipak, obzirom da se očekuje postepeno jačanje rasta u narednom periodu kao posljedica sve povoljnijeg eksternog okruženja malo je vjerovatno da će održivost duga biti uskoro dovedena u pitanje.

Bez obzira na to, država bi morala raditi na poboljšanju svog izuzetno niskog kreditnog rejtinga radi smanjenja nepovoljnih komercijalnih kamatnih stopa. Time bi se ne samo umanjili rizici održivosti duga nego bi se ujedno smanjila ovisnost od međunarodnih finansijskih institucija koje u ovom trenutku predstavljaju jedinu održivu opciju zaduživanja. Konkretno primjedbe kreditnih agencija su navedene u prošlogodišnjem izvještaju, a jedna od glavnih među njima je političku nestabilnost kao važan uzrok lošeg rejtinga.

Bez obzira na dugoročnu održivost duga, država bi takođe trebala da pokuša spriječiti njegovo gomilanje uzrokovano deficitima u kratkom roku. To se prije svega odnosi na reformu predimenzioniranih i loše usmjerenih socijalnih davanja, uključujući i reformu penzionog, zdravstvenog sistema i sl. Ovo bi takođe trebalo uključivati i reforme u pravcu smanjivanja izuzetno visokih stopa doprinosa na plate koji znatno poskupljuju radnu snagu i time direktno doprinose neprihvatljivo visokoj stopi nezaposlenosti. Time bi se direktno popravile perspektive ekonomskog rasta i umanjili rizici održivosti duga. Jačanje efikasnosti javne uprave je neophodno radi smanjenja troškova i preusmjeravanje resursa na produktivnije opcije.

PRILOG:

Tabela 1: Kreditni rejting/ skala

	Standard & Poor's	Moody's Investors Service	Kratak opis kategorije rejtinga
Investicijska razina			
10	AAA	Aaa	Najbolja kreditna sposobnost, minimalan kreditni rizik
9	AA+	Aa1	Visoka kreditna sposobnost, veoma nizak kreditni rizik
8	AA	Aa2	
7	AA-	Aa3	
6	A+	A1	Srednjevisoka kreditna sposobnost, nizak kreditni rizik
5	A	A2	
4	A-	A3	
3	BBB+	Baa1	Srednja kreditna sposobnost, umjeren kreditni rizik
2	BBB	Baa2	
1	BBB-	Baa3	
Neinvesticijska (spekulativna)			
-1	BB+	Ba1	Kreditna sposobnost sa spekulativnim elementima, znatan kreditni rizik
-2	BB	Ba2	
-3	BB-	Ba3	
-4	B+	B1	Spekulativna kreditna sposobnost, visok kreditni rizik
-5	B	B2	
-6	B-	B3	
-7	CCC+	Caa1	Loša kreditna sposobnost, veoma visok kreditni rizik
-8	CCC	Caa2	
-9	CCC-	Caa3	
-10	CC	Ca	Visokospekulativna kreditna sposobnost, izvjesno neizvršavanje obveza, selektivni bankrot, bankrot
-11	C	C	
-12	SD		
-13	D		

Izvor: CBBH