

**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 U BIH

Sarajevo, avgust/kolovoz 2015. godine

Sadržaj

Uvod.....	3
2. Zaduženost sektora opšte vlade u BiH.....	3
3. Kretanje zaduženosti i pitanje održivost u BiH.....	5
4. Rastuće kamate na unutrašnji dug – prijetnja fiskalne održivosti u BiH.....	5
5. Rastuće potrebe za finansiranjem u BiH.....	6
6. Loš kreditni rejting – prepreka prihvatljivom zaduživanju.....	7
7. Preporuke.....	10

Uvod

Primarni predmet ove informacije je ukazivanje na održivost postojećih fiskalnih politika sektora opšte vlade BiH¹. Neodrživom se smatra ona fiskalna politika kojom se zaduženost mjerena dugom u % BDP-a automatski povećava u nedogled. To je obično slučaj kada su kamatne stope na dug veće u odnosu na stopu ekonomskog rasta. Zapravo, zaduženost je u isto vrijeme i uzrok i posljedica kretanja kamatnih stopa. U materijalima MMF-a² se navodi da se rastom zaduženosti vlade postepeno vrši pritisak na kamatne stope pod kojima se ona zadužuje, te se na taj način povećava budžetski deficit kroz njegovu rastuću komponentu, koja se odnosi na servisiranje dugova.

Ovakav deficit se obično finansira dodatnim zaduživanjem. Ukoliko ne dođe do neophodne blagovremene promjene u politikama, situacija može eskalirati do te mjere da finansijska tržišta potpuno izgube povjerenje u vlade (u smislu servisiranja dugova) te kao rezultat, u ekstremnim slučajevima, prestanu otkupljivati njihove dugove (obveznice). Ovo je u velikoj mjeri već slučaj u BiH za čiju opštu vladu se može reći da uglavnom nema pristup finansijskim tržištima (pod održivim uslovima), nego se prije svega zadužuje kod međunarodnih finansijskih institucija. Ovo u velikoj mjeri otežava ne samo refinansiranje postojećeg duga, nego i finansiranje budžetskih deficita dodatnim zaduživanjem.

Prvi dio informacije se bavi visinom zaduženosti sektora opšte vlade BiH, te pojedinačnom zaduženosti entiteta u poređenju sa drugim zemljama. Potom se analiziraju faktori promjene zaduženosti sa posebnim naglaskom na budžetski deficit i razliku kamatnih stopa u odnosu na ekonomski rast. Nakon toga se ukazuje na opasnost rasta komercijalnog zaduživanja u BiH koje podiže implicitne kamatne stope na dug opšte vlade.

Pretposljednji dio informacije analizira rastuće potrebe finansiranja uslijed rasta obaveza servisiranja postojećeg duga, te finansiranja deficita kroz dodatno zaduživanje. Konačno, slijedi objašnjenje niskog kreditnog rejtinga zemlje koji u velikoj mjeri ograničava prag prezaduženosti. Na kraju slijede preporuke.

2. Zaduzenost sektora opšte vlade u BiH

Rastući trend zaduženosti sektora opšte vlade BiH je nastavljen 2014. godine i to uglavnom kroz vanjski, te manjim djelom i unutrašnji dug. Tako je potencijalni dug vlade na kraju 2014. dostigao 45,6% BDP-a, dok je stvarni (verifikovani) dug³ bio nešto niži sa 42,2% BDP-a⁴, što je povećanje od tri procentna poena u odnosu na prethodnu godinu. Time se BiH našla približno na nivou prosjeka tranzicijskih zemalja Baltika, te Istočne i Centralne Evrope (sa izuzetkom Hrvatske, Slovenije i Mađarske). Iako je ovo znatno niže od evropskog prosjeka (87% BDP-a EU28), te mastrihtskih kriterija (60% BDP-a), teško bi bilo opštu vladu BiH smatrati nisko zaduženom. Naime, većina ostalih zemalja sa kojima se vrši poređenje ima

¹ Opšta vlada kao jedan od sektora u ekonomiji u BiH obuhvata sve nivoe vlasti uključujući lokalni, kantonalni, entitetski i državni, te fondove socijalne zaštite i JP direkcije za izgradnju i održavanje cesta.

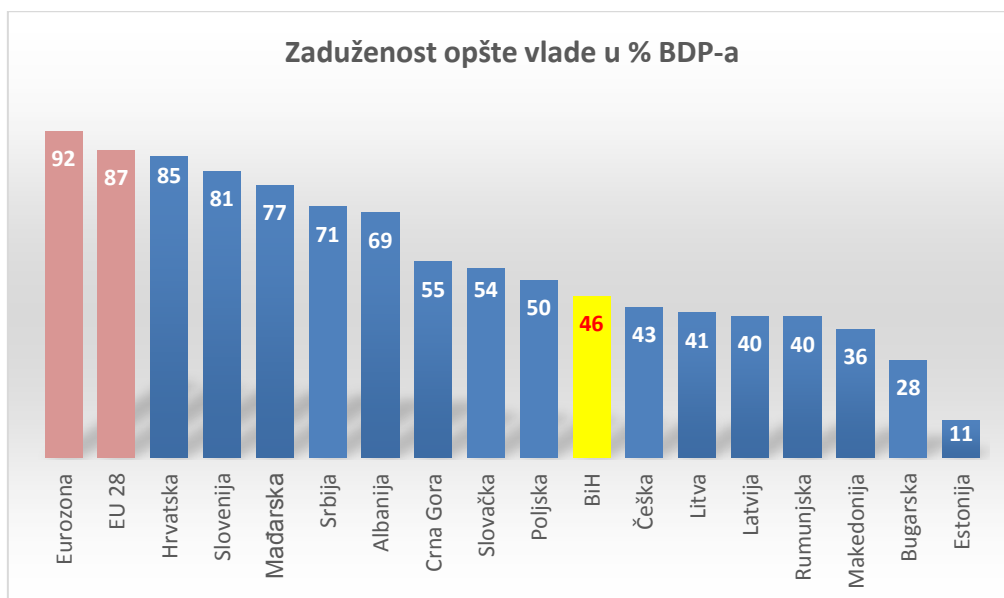
² Course on Financial Programming and Policies (JV10.20), Volume I., str.74-75

³ Potencijalni dug pored verifikovanog uključuje i procjene neverifikovanih obaveza stare devizne štednje, ratne odštete i sl.

⁴ Procjena DEP-a na bazi podataka Ministarstva finansija BiH za vanjski, te entitetskih ministarstava finansija i centralne banke za unutrašnji dug.

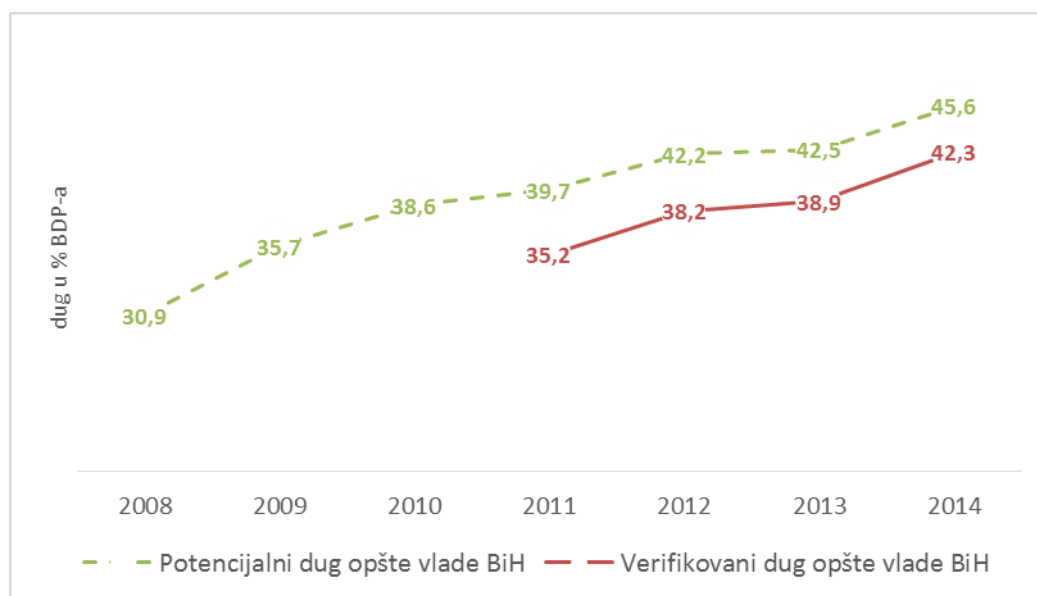
znatno bolji kreditni rejting i pristup tržištima kapitala pod prihvatljivim uslovima. Stoga su u stanju puno lakše refinansirati pa, prema tome i podnijeti znatno veći nivo duga u odnosu na BiH, koja je uglavnom primorana na posuđivanje od međunarodnih finansijskih institucija, te na domaće finansiranje pod teško održivim uslovima.

Grafikon 1: Uporedni prikaz zaduženosti država



Konačno, važno je napomenuti da se slika zaduženosti na kraju 2014. bitno razlikovala između dva entiteta. Potencijalni dug vladinog sektora u RS je dostigao kriterij iz Mastroihta od 60% entitetskog BDP-a, što je znatno više u odnosu na FBiH sa dugom od 38,8%. Ovako visoka zaduženost u RS, a posebno njena daljnja eskalacija bi mogla ugroziti ukupnu fiskalnu održivost na nivou BiH obzirom na ulogu entiteta u ukupnoj fiskalnoj politici BiH.

Grafikon 2. Zaduzenost sektora opšte vlade BiH



Izvori: Ministarstva finansija BiH i entiteta, te Centralna Banka BiH

3. Kretanje zaduženosti i pitanje održivosti u BiH

Jedan od glavnih razloga rastućeg trenda duga sektora opšte vlade u BiH je prosječan primarni budžetski deficit u proteklih pet godina od 1,3% BDP-a godišnje. Pri tome je deficit u 2014. je bio tek neznatno ispod ovog prosjeka. U isto vrijeme rastući rashodi kamata od 0,9% BDP-a u 2014. su doveli do ukupnog deficita opšte vlade od 2,1%. Pored deficita, na kretanje zaduženosti su uticali i drugi faktori poput razlike kamatnih stopa i ekonomskog rasta, kursne razlike, te verifikacija potraživanja stare devizne štednje i ratne štete. Razlika ekonomskog rasta i kamatne stope na dug sektora opšte vlade (vanjski i unutrašnji) je u proteklom periodu uglavnom djelovala u pravcu smanjenja tereta zaduženosti uključujući i 2014 godinu.

Naime, iako znatno reduciran u postkriznom periodu, ekonomski rast BiH je posljednjih godina uglavnom bio iznad tzv. implicitne kamatne stope⁵ na dug opšte vlade čime je više nego iskompenziran uticaj obaveza servisa kamata na porast zaduženosti (duga u % BDP-a). Implicitne kamatne stope na vladin dug u proteklom periodu su pratile veoma blag trend povećanja, dok projekcije budućeg ekonomskog rasta predviđaju postepeno poboljšanje. Realizacijom projekcija rasta uz blago povećanje kamatnih stopa bi bio zadovoljen uslov solventnosti koji ukazuje na dugoročnu održivost vladinih finansija. U protivnom, došlo bi do porasta kamatnih rashoda (u % BDP-a) koji bi uticali u pravcu stvaranja ili povećavanja deficita, pa prema tome i porasta zaduženosti. Drugim riječima, zaduženost mjerena dugom u % BDP-a bi se automatski uvećavala u nedogled ukoliko bi kamatne stope u budućnosti bile iznad stope ekonomskog rasta. Time bi postojeća fiskalna politika postala dugoročno neodrživa.

4. Rastuće kamate na unutrašnji dug – prijetnja fiskalnoj održivosti u BiH

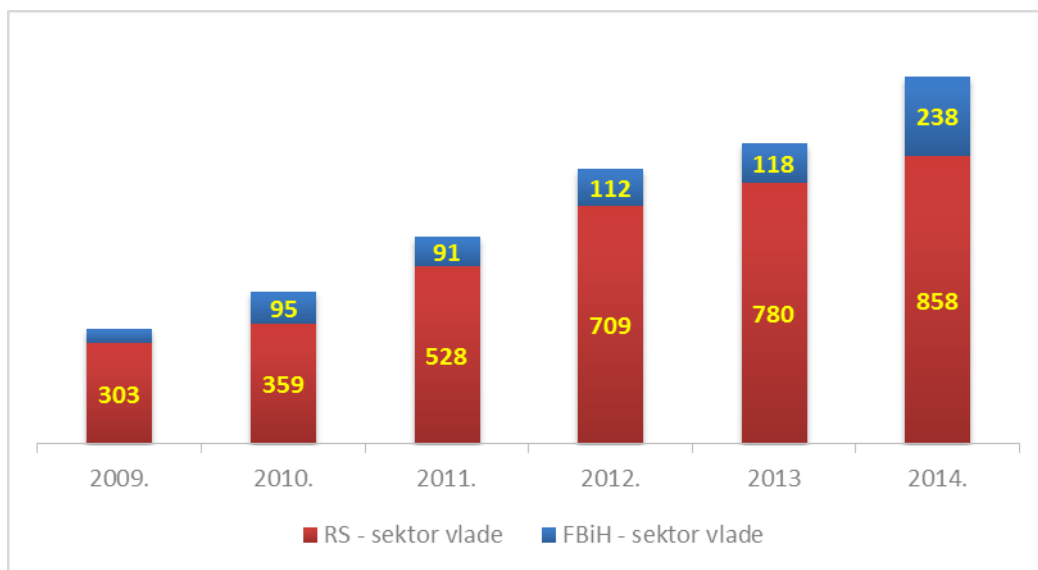
Potencijalnu prijetnju održivosti dugau BiH predstavlja sve izraženiji rast implicitne kamate na unutrašnji dug. Ona je 2014. godine dostigla rekordnih 3,1%, što je deset puta više u odnosu na 2008. godinu. Uprkos tome, čini se da bi u budućnosti trend povećanja mogao biti ne samo nastavljen, nego i intenziviran. Naime, servisiranje obaveznica vezanih za ratna dešavanja (stara devizna štednja, ratna šteta i sl.) sa kamatnim stopama od približno 2% se uglavnom finansira komercijalnim zaduživanjem pod znatno nepovoljnijim uslovima. Time se unutrašnji dug sa zakonom definisanim povoljnim kamatama postepeno supstituira komercijalnim dugom sa znatno višim tržišnim kamatnim stopama. Pomenuti rast kamatnih stopa na unutrašnji dug je do sada uglavnom bio kompenziran smanjenjem implicitnih kamata vanjskog duga tako da je prosječna kamatna stopa tek neznatno rasla. Ipak, čini se da je prostor za kompenzaciju poprilično iscrpljen obzirom na blago povećanje implicitne kamatne stope na vanjski dug 2014 godine, po prvi put u posljednjih šest godina. Tako bi u narednom periodu unutrašnji dug mogao dodatno ubrzati ukupan rast kamata na dug opšte vlade.

Poseban rizik fiskalne održivosti predstavljaju relativno visoke implicitne kamatne stope na unutrašnji dug RS koje su za preko 50% veće u odnosu na FBiH. Ovo je veoma značajno obzirom da unutrašnji dug RS u 2014.godini čini visokih 45,5% ukupnog (potencijalnog) duga

⁵ Implicitna kamatna stopa se računa u svrhu analize održivosti duga i predstavlja kamatne rashode budžeta tekuće godine izražene u % stanja duga sa kraja prethodne godine.

sektora opšte vlade u RS. Zbog toga su i kamatne stope na ukupan dug u ovom entitetu bile ne samo znatno više u odnosu na FBiH, nego su tokom proteklih šest godina (sa izuzetkom 2011. godine) uglavnom bile iznad stopa dosta skromnog ekonomskog rasta u RS. Time je dugoročna održivost fiskalne pozicije u ovom entitetu već dovedena u pitanje. Glavni uzrok ovako visokih izdataka na kamate u RS je visok nivo komercijalnog unutrašnjeg zaduživanja pod znatno nepovoljnijim uslovima ne samo u odnosu na vanjski, nego i unutrašnji dug po osnovu stare devizne štednje i ratne odštete. Tako je npr. kreditno zaduženje vladinog sektora u RS 3,6 puta veće u odnosu na FBiH. Dug RS po osnovu komercijalnih obveznica u 2014. je takođe bio znatno (za preko 100 miliona KM) viši u odnosu na FBiH, dok su trezorski zapisi bili na približno istom nivou.

Grafikon 3. Stanje bankarskih kredita (u mil. KM)

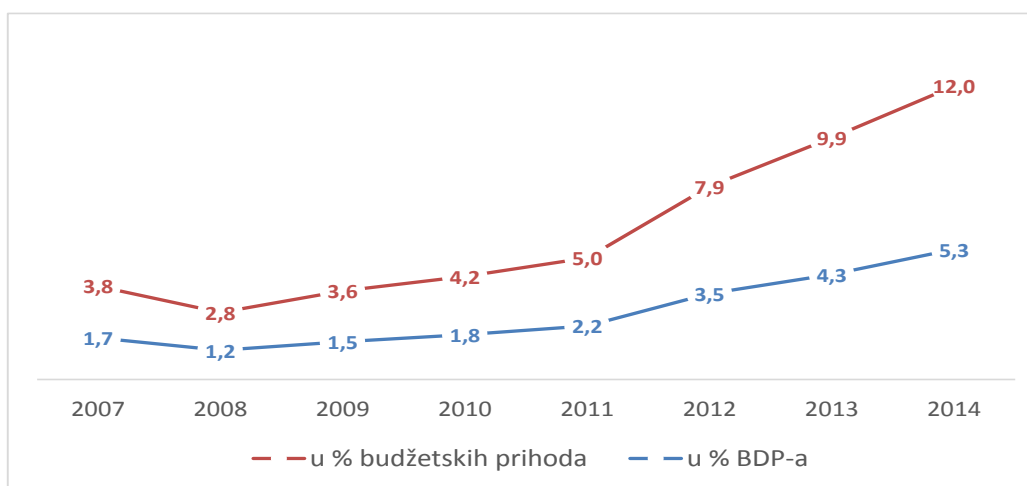


Izvor: Centralna Banka BiH

5. Rastuće potrebe za finansiranjem u BiH

Sve veći dug sektora opšte vlade je doveo do konstantnog rasta obaveza servisiranja. One su u 2014. dostigle rekordnih 12% budžetskih prihoda, što je četverostruko povećanje u odnosu na početak krize 2008 godine. Pri tome je teret servisiranja u RS od 14,8% prihoda bio tek nešto veći u odnosu na 12,6% u FBiH, što i nije toliko velika razlika imajući u vidu razliku visine zaduženosti. Najvećim dijelom se servisiraju glavnice pri čemu se nešto više od polovice servisa odnosi na vanjski dug. Ipak, važno je napomenuti rastući značaj servisiranja obaveza unutrašnjeg duga koje su se u 2014. skoro izjednačile sa vanjskim dugom, iako unutrašnji dug čini tek trećinu ukupnog duga. Ovo je ogroman rast u odnosu na pretkrizni period kada je servisiranje unutrašnjeg duga bilo skoro beznačajno. Najveći dio servisiranja unutrašnjeg duga se odnosi na staru deviznu štednju i trezorske zapise, a manjim dijelom na ratnu odštetu, kredite i ostalo.

Grafikon 4. Servis duga opšte vlade BiH



Izvor: Ministarstva finansija BiH i entiteta za vanjski i unutrašnji dug, BHAS za BDP

Dug bi u pravilu trebao biti servisiran budžetskim suficitima. U protivnom, stari dugovi se servisiraju novim zaduživanjem, čime se zapravo otplata odgađa za neka «bolja» vremena u budućnosti. U slučaju BiH, sektor opšte vlade od početka krize 2008. godine bilježi isključivo deficite. U ovom periodu gašenje postojećih dugova ne samo da nije bilo moguće, nego je zaduženost opšte vlade BiH još dodatno povećana. Finansijske potrebe vladinog sektora su ubrzano rasle u posljednjih sedam godina kako radi refinansiranja rastućih obaveza servisiranja starog duga, tako i radi finansiranja budžetskih deficita dodatnim zaduživanjem. One su sa 3,4% BDP-a 2008. godine postepeno porasle na visokih 7,3% u 2014 godini. Pri tome, potrebe finansiranja 2014. godine su u FBiH dostigle 7% entitetskog BDP-a, odnosno 9,1% u RS.

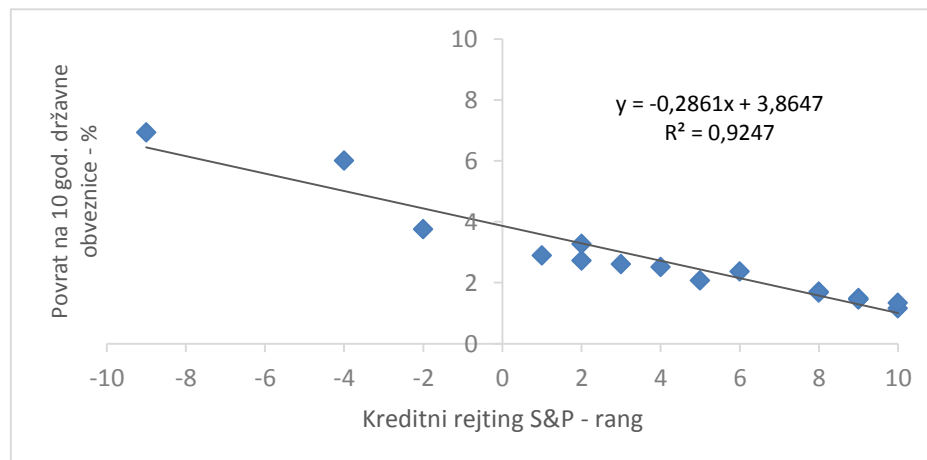
Čak i u slučaju dugoročne solventnosti, rastuće potrebe finansiranja u slučaju BiH mogu predstavljati problem obzirom na ograničene mogućnosti refinansiranja postojećeg duga vlade. Naime, kada se javi potreba refinansiranja i finansiranja deficita, loš kreditni rejting BiH praktički onemogućava pristup tržištima kapitala pod prihvatljivim uslovima (kamatama nižim od ekonomskog rasta). Iako je u kratkom roku moguće privremeno se zadužiti po izuzetno visokim kamatnim stopama, ovo je na dugi rok neodrživo. Nastavak ovakve prakse bi mogao obeshrabriti privatne investitore da uslijed gubitka povjerenja nastave posuđivati sektoru vlade čak i pod nepovoljnim uslovima. Stoga je BiH primorana prije svega se oslanjati na posuđivanje od međunarodnih finansijskih institucija po uslovima znatno povoljnijim od tržišnih. Ipak, ovo često zahtjeva različite, s političkog aspekta, određene ustupke. Dakle, sve ovo ukazuje na to da BiH teško može podnijeti nivo zaduženosti zemalja koje imaju otvoreni pristup tržištima kapitala.

6. Loš kreditni rejting – prepreka prihvatljivom zaduživanju u BiH

Nepovoljno komercijalno zaduživanje vladinog sektora u BiH je posljedica veoma niskog kreditnog rejtinga zemlje. Naime, zajedno sa većinom susjeda iz okruženja, BiH spada u zemlje u kojima se ne preporučuje investiranje i nalazi se najdalje od najnižeg "investicionog" rejtinga. S toga su i kamatne stope na različite vidove komercijalnog zaduživanja uglavnom znatno iznad stope ekonomskog rasta. Veza između rejtinga i kamata je dobro ilustrovana na

donjem grafiku kroz uticaj rejtinga na povrate desetogodišnjih državnih obveznica zemalja Euro zone.

Grafikon 5. Uticaj kreditnog rejtinga na povrat državnih obveznica



Izvor: CBBiH za kreditni rejting i Trading Economics⁶ za povrate

Euro zona je dobar primjer za ilustraciju obzirom da omogućava poređenje kamatnih stopa zemalja koje koriste istu valutu iza koje stoji jedna monetarna politika zajedničke centralne banke. Ovdje je uticaj kursnih razlika, te razlika očekivane inflacije na povrate od hartija od vrijednosti u potpunosti reduciran. Tako su razlike kamatnih stopa između dugoročnih obveznica vlada pojedinih zemalja Euro zone u najvećoj mjeri proizašle iz razlika u percepciji njihovog rizika od strane privatnih investitora. Taj rizik je na grafiku aproksimiran kreditnim rejtingom zemlje koji je vidljivo u negativnoj korelaciji sa kamatnim stopama državnih obveznica. Svaka tačkica na grafikonu predstavlja jednu od zemalja Euro zone gdje se jasno vidi da poboljšanje kreditnog rejtinga vodi ka smanjenju kamatnih stopa. Tako, zemlje sa najboljim rejtingom (AAA) poput Njemačke i Luksemburga (predstavljene sa dvije krajnje tačkice sa desne strane) plaćaju najniže kamate na 10-godišnji vladin dug od nešto više od 1%. S druge strane, tri tačkice na lijevoj strani grafika se odnose na Grčku, Kipar i Portugal sa negativnim (neinvesticijskim) rejtingom. Grčka i Kipar su primorane plaćati približno šestorostruko, odnosno Portugal trostruko veće kamatne stope u odnosu na Njemačku. Ovim se jasno ilustruje značaj kreditnog rejtinga na kamatne stope vladinog duga svake zemlje uključujući i BiH.

Uzroci lošeg kreditnog rejtinga BiH su višestruki. Prema rejting agenciji «Standard & Poor» kreditni rejting zemlje se prije svega vezuje za percepciju njene sposobnosti i volje da izvršava kreditne obaveze prema komercijalnim kreditorima. Konkretno, ocjena kreditnog rejtinga zemlje se daje na bazi ocjene tzv. institucionalnog i ekonomskog profila, te tzv. profila fleksibilnosti i učinka. Institucionalni i ekonomski profil odražava percepciju otpornosti ekonomije zemlje, snage i stabilnosti civilnih institucija, te efikasnosti donošenja politika. Drugi profil se odnosi na održivost fiskalnog bilansa i teret zaduženosti u kontekstu vanjske pozicije zemlje, te fiskalne i monetarne fleksibilnosti vlade.

Kreditni rejting B dodijeljen od strane pomenute agencije ukazuje na slabe ocjene oba profila, a prije svega institucionalnog i ekonomskog. Kod zadnje ocjene BiH u martu 2015.

⁶ <http://www.tradingeconomics.com/poland/rating>

godine, kao ograničavajući faktori rejtinga se navode slabe vladine institucije sa preklapajućim nadležnostima, slab okvir fiskalnog upravljanja i ranjiva vanjska pozicija uslijed konstantnih deficita tekućeg računa.

S druge strane, kao značajan novi razvoj situacije se navodi novi pristup EU prema BiH u kome se naglasak stavlja socio-ekonomske reforme. Konačno ispunjavanje uslova iz Stand-by aranžmana sa MMF-om se standardno dovodi u vezu sa jačanjem rejtinga.

Tabela 1: Kreditni rejting BiH

Agencija	Rejting	Datum	Aktivnost
Moody's Investors Service	B3 / stabilni izgledi	10.07.2012.	Potvrđen rejting/izgled izmijenjen
	B3/na posmatranju- negativno.	03.04.2012	snižen rejting
	B2 / negativni izgledi	16.5.2011.	izgled izmijenjen
	B2 / stabilni izgledi	17.5.2006.	povećan rejting
	B3 / pozitivni izgledi	29.3.2004.	dodijeljen rejting
Standard & Poor's	B / stabilni izgledi	13.3.2015.	potvrđen rejting
	B / stabilni izgledi	19.9.2014.	potvrđen rejting
	B / stabilni izgledi	28.3.2014.	potvrđen rejting
	B / stabilni izgledi	27.9.2013.	potvrđeni rejting
	B / stabilni izgledi	27.3.2013.	potvrđen rejting
	B / stabilni izgledi	28.3.2012.	potvrđen rejting/izgled izmijenjen
	B / na posmatranju - negativno	30.11.2011.	snižen rejting
	B+ / negativni izgledi	28.7.2011.	izgled izmijenjen
	B+ / stabilni izgledi.	8.12.2009	potvrđen rejting
B+ / stabilni izgledi	22.12.2008.	dodijeljen rejting	

U posljednjoj evaluaciji, stabilni budući izgledi u smislu zadržavanja postojećeg rejtinga su zasnovani na tome da će BiH nastaviti dobivati podršku kreditora uprkos neispunjavanju uslova iz tekućeg Stand-by aranžmana sa MMF-om. Prema tome, rejting bi mogao biti smanjen ukoliko se ne obezbjedi blagovremeno vanjsko finansiranje vanjskog i fiskalnog deficita. Smanjenje rejtinga bi bilo izvjesno i u slučaju kašnjenja isplata (kao u januaru 2012) institucionalnim kreditorima.

S druge strane, slabljenje tenzija među entitetima, uz poboljšanje njihovih odnosa sa državnim institucijama bi moglo uticati na poboljšanje rejtinga. To bi po mišljenju rejting agencije moglo osigurati provedbu reformi koja nije zasnovana na međunarodnim pritiscima. Time bi se naime, ojačalo poslovno okruženje kao osnova za održiv ekonomski rast i bolje rezultate u vanjskom sektoru.

7. Preporuke

Povećanjem zaduženosti opšte vlade BiH u 2014. godini je nastavljen trend konstantnog rasta prisutan u proteklih šest godina. Iako je BiH sa dugom od 42,3% BDP-a približno na nivou prosjeka uspješnijih tranzicijskih zemalja, njen znatno lošiji kreditni rejting ukazuje na relativno niži prag zaduženosti. U svakom slučaju, **trenutna fiskalna pozicija se čini dugoročno održivom** obzirom da je ekonomski rast bio uglavnom iznad implicitnih kamatnih stopa, čak i u teškom postkriznom periodu.

S druge strane, ovo bi moglo biti ugroženo ubrzanim rastom potreba za finansiranjem u proteklom periodu kao posljedica snažnog rasta obaveza servisiranja postojećeg duga, te finansiranja budžetskih deficita prisutnih od 2008.godine.

Kako bi se značajno unaprijedila održivost fiskalnih politika i postepeno umanjila ovisnost od međunarodnih finansijskih institucija, BiH bi se morala fokusirati na slijedeće:

- mjere jačanja ekonomskog rasta;
- jačanje kreditnog rejtinga u cilju obaranja kamatnih stopa na komercijalno zaduživanje;
- provođenje reformske agende uz dobru saradnju entiteta i svih nivoa vlasti, kako bi to rezultiralo poslovnim ambijentom pogodnim za jačanje ekonomskog rasta i poboljšanje kreditnog rejtinga;
- mogući novi stand-by aranžman sa MMF-om koji uključuje reformsku agendu, kako bi se ojačao kredibilitet namjera i olakšala potreba finansiranja vlada u kratkom roku.