

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, avgust/kolovoz 2017. godine

Sadržaj

Uvod	2
1. Teret zaduženosti sektora opšte vlade.....	2
2. Potrebe za finansiranjem.....	3
3. Kamatno opterećenje	4
4. Zaključak	5

Uvod

Primarni predmet ove Informacije je održivost postojeće fiskalne politike sektora opšte vlade BiH. Neodrživim se smatra ona fiskalna politika kojom se zaduženost mjerena dugom u % BDP-a automatski povećava u nedogled. To je obično slučaj kada kamatne stope na dug prevazilaze stopu ekonomskog rasta. Naime materijali MMF-a¹ objašnjavaju neodrživost time da se rastom zaduženosti zemlje postepeno vrši pritisak na kamatne stope pod kojima se ona zadužuje, te se na taj način povećava deficit kroz njegovu rastuću komponentu koja se odnosi na servisiranje dugova. Ukoliko ne dođe do neophodne blagovremene promjene u politici, situacija može eskalirati do te mjere da finansijska tržišta potpuno izgube povjerenje u vladu zemlje (u smislu servisiranja dugova) te kao rezultat, u ekstremnim slučajevima, prestanu otkupljivati njen dug (obveznice).

Prvi dio izvještaja se bavi visinom zaduženosti sektora opšte vlade BiH, te pojedinačnom zaduženošću entiteta u poređenju sa drugim zemljama. Potom se analiziraju faktori promjene zaduženosti sa posebnim naglaskom na deficit i razliku kamatnih stopa u odnosu na ekonomski rast. Nakon toga se ukazuje na opasnost rasta komercijalnog zaduživanja koje podiže implicitne kamatne stope na dug vlade. Pretposljednji dio izvještaja analizira rastuće potrebe finansiranja uslijed rasta obaveza servisiranja duga, te finansiranja deficita kroz dodatno zaduživanje. Konačno, slijedi objašnjenje niskog kreditnog rejtinga zemlje koji u velikoj mjeri ograničava prag prezaduženosti. Na kraju slijede zaključci.

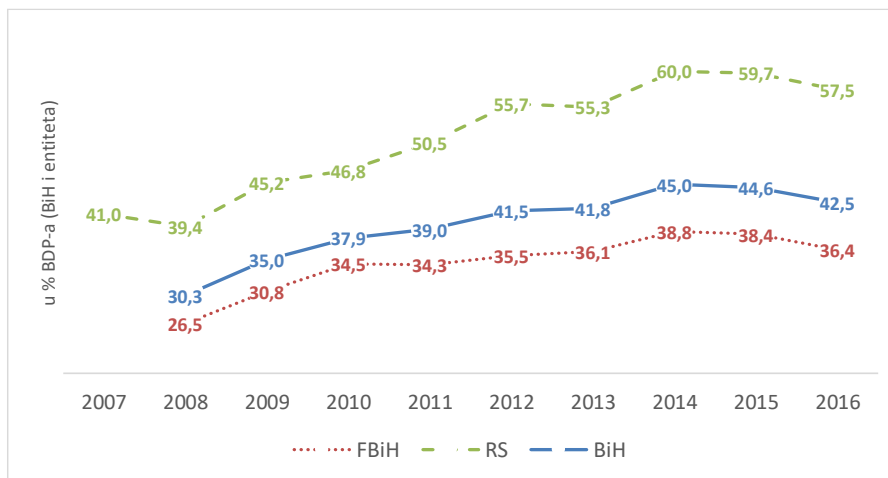
1. Teret zaduženosti sektora opšte vlade

Zaduženost sektora opšte vlade BiH na kraju 2016. godine je prema procjeni DEP-a iznosila 42,5% BDP-a. Ovaj broj uključuje i procjenu zakonskih obaveza vezanih za ratna dešavanja poput stare devizne štednje, ratnih šteta, te opštih obaveza koje podrazumjevaju prethodnu verifikaciju potraživanja kao preduslov ostvarivanja prava na naplatu. Uzimajući u obzir isključivo verifikovane obaveze, zaduženost je u 2016. godini bila nešto niža na nivou od 39,8% BDP-a. U svakom slučaju, poruka ostaje nepromjenjena bez obzira koji od brojeva da se koristi. Naime, BiH je na nivou manje zaduženih tranzicijskih zemalja Centralne i Istočne Evrope, te je ujedno i ubjedljivo najmanje zadužena zemlja regiona bivše Jugoslavije. Pored toga, zaduženost sektora vlade u BiH je bila u blagom opadanju nakon 2014. godine kada je ostvaren rekordan nivo duga od 45% BDP-a. Ipak, pozitivni indikatori zaduženosti ukupnog sektora vlade na nivou BiH maskiraju značajnu razliku između dva entiteta za čiji račun je skoro cjelokupni dug zapravo i kreiran. Naime, zaduženost RS u 2016. godini je iznosila značajnih 57,5% entitetskog BDP-a što je za preko upola više od 36,4% u FBiH. Obzirom da je time RS bio zaduženiji od većine uspješnijih tranzicijskih zemalja u Evropi (sa izuzetkom Mađarske i Slovenije), automatski se pokreće pitanje održivosti duga na tom nivou. Pored toga, vanjski dug (uglavnom) prema međunarodnim finansijskim institucijama sa dužim rokovima otplate i tzv. „Grejs periodima“, te povoljnim kamatnim stopama je činio skoro tri četvrtine ukupnog duga

¹ Course on Financial Programming and Policies (JV10.20), Volume I., str.74-75

opšte vlade u FBiH. S druge strane, vanjski dug je u RS bio tek nešto iznad polovine (57%) ukupnog entitetskog duga.

Grafikon 1: Zaduženost sektora opšte vlade BiH



Izvori: Procjena DEP-a na bazi podataka ministarstva finansija entiteta i BiH, te CBBiH

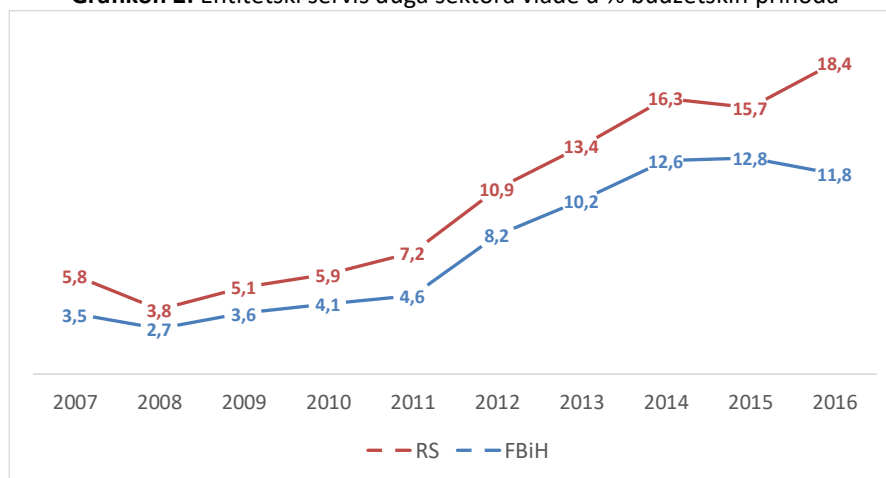
U svakom slučaju, teško je ocjeniti da li je BiH prezadužena posmatrajući isključivo visinu duga. Naime, opterećenost dugom zavisi od sposobnosti zemlje da servisira dug pri čemu je njegova visina samo jedan od faktora. Razvijenije zemlje često lakše servisiraju svoje dugove čak i na višestruko višim nivoima zaduženosti. S druge strane, niža zaduženost manje razvijenih zemalja se najčešće teško može pripisati konzervativnom pristupu javnim finansijama. Ona je uglavnom posljedica ograničenog pristupa tržištima kapitala uslijed visokih rizika pozajmljivanja, te nerazvijenih finansijskih tržišta. Vraćanje postojećeg duga se generalno može finansirati kroz suficit budžeta opšte vlade ili kroz novo zaduživanje, tzv. refinansiranje. Obzirom na slab rast javnih prihoda od izbijanja ekonomske krize u 2009. godini, opšta vlada BiH uglavnom bilježi blage deficite, te je s toga često bila prisiljena ne samo na refinansiranje postojećeg duga nego i na povećanje zaduženosti kojim bi finansirala novonastale deficite. Tako su potrebe finansiranja u smislu otplate dospjelog duga i budžetskog deficita dostigle rekordnih 7,5% BDP-a, tj. 17,2% budžetskih prihoda u 2014. godini. Ipak, situacija se nakon toga počela polako popravljati. Naime, skroman budžetski suficit, te usporen rast obaveza servisiranja duga u naredne dvije godine su smanjili potrebe finansiranja na znatno niži nivo od 9,9% budžetskih prihoda u 2016. godini. Uprkos poboljšanju, ovo je još uvijek daleko od zanemarivog obzirom na ograničen pristup tržištima kapitala uslijed lošeg kreditnog rejtinga. Naime, izdavanje vladinih obveznica i trezorskih zapisa u BiH posljednjih godina je veoma ograničenog dometa i refinansiranje u dužem roku bi bilo teško izvodivo bez vanjskog institucionalnog zaduživanja kod MMF-a, Svjetske banke, EIB-a i sl.

2. Potrebe za finansiranjem

Zanimljivo je da je RS znatno zaduženija od FBiH iako prema zvaničnim budžetskim izvršenjima uglavnom ne postoje značajne razlike među entitetima po pitanju kreiranja suficita/deficita. Pažnju posebno privlači povećanje zaduženosti ovog entiteta u 2012. godini u visini od približno 5% entitetskog BDP-a uprkos

znatno skromnijem deficitu od 2,2% BDP-a. U svakom slučaju, dosta je teško objasniti dinamiku zaduženosti u BiH na bazi zvaničnih podataka o suficitu/deficitu, ekonomskom rastu i sl. Prema zvaničnim podacima koje objavljuje CBBiH, bilansi opšte vlade BiH imaju tendenciju poboljšanja u posljednje vrijeme. Tako je po prvi put od izbijanja ekonomske krize u 2015. godini na nivou BiH ostvaren suficit od 0,7% BDP-a, koji je dodatno povećan na 1,2% 2016. godine. Iako je ovo dovelo do smanjenja potreba finansiranja, njihovu promjenu primarno diktiraju obaveze otplate postojećeg duga. Naime, teret servisiranja duga opšte vlade BiH je ubrzano rastao sve do 2014. godine kada je dostigao nivo od 5,5% BDP-a, odnosno 12,5% ukupnih prihoda opšte vlade. Sličan nivo otplate je potom zadržan u 2015. i 2016. godini. Ovdje takođe postoje sve značajnije razlike među entitetima što ne iznenađuje obzirom na različite nivoe zaduženosti. Naime, teret servisiranja od 18,4% prihoda vladinog sektora u RS je bio znatno teži 2016. godine u odnosu na 11,8% prihoda u FBiH. Istina, jaz je bio znatno niži u prethodnih nekoliko godina i iznosio je približno 3 procentna poena, ali uz tendenciju postepenog povećanja. Zanimljivo je da se više od polovine obaveza otplate odnosilo na unutrašnji dug iako vanjski dug čini preko dvije trećine ukupnog duga u BiH. Razlog za to bi mogao biti u znatno kraćim rokovima dospelja unutrašnjeg duga, te odsustvu tzv. "grejs" perioda koji često karakteriše zajmove međunarodnih institucija. Pri tome su servis unutrašnjeg i vanjskog duga u FBiH bili približno jednaki dok je u RS unutrašnji dug činio približno dvije trećine otplate.

Grafikon 2: Entitetski servis duga sektora vlade u % budžetskih prihoda



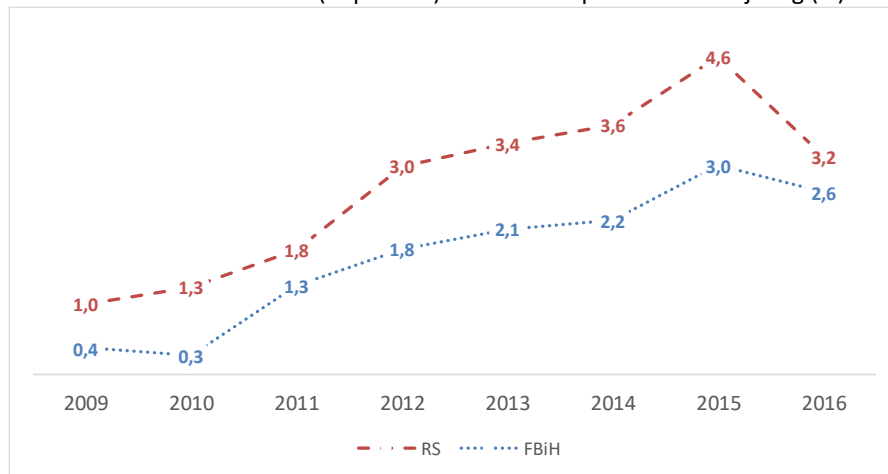
Izvor: Procjena DEP-a na bazi podataka ministarstva finansija entiteta i BiH, te CBBiH

3. Kamatno opterećenje

Veći udio unutrašnjeg duga u RS-u je doveo i do većeg kamatnog opterećenja. Naime, implicitne kamatne stope na unutrašnji dug (izračunate kao otplate kamata iz tekućeg u odnosu na kraj prethodnog perioda) su posljednjih godina bile za preko dvije trećine više od vanjskog duga. Razlog za to leži ne samo u različitim (efektivnim) kamatnim stopama nego i bržem dospjevanju unutrašnjeg duga obzirom da se za izračun implicitnih stopa upravo koristi vrijednost dospeljih kamatnih otplata. Pored toga, do većeg kamatnog opterećenja u RS-u su takođe dovele i više kamatne stope na unutrašnji dug u odnosu na FBiH. Naime, u 2016. godini su implicitne kamatne stope na unutrašnji dug RS-a bile na nivou od 3,2% što je više u odnosu

na 2,6% u FBiH. Ova razlika je bila znatno veća u prethodnom periodu i kretala se iznad jednog procentnog poena. S druge strane, implicitne kamatne stope na vanjski dug su bile znatno niže od unutrašnjeg i bile su približno jednake u oba entiteta (1,2 – 1,6% tokom 2012-16). Ovim se jasno ilustruje važnost vanjskog zaduživanja za BiH kojim se ne samo umanjuje kamatno opterećenje, nego se i usporava njegov rast.

Grafikon 3: Nominalne (implicitne) kamatne stope na unutrašnji dug (%)



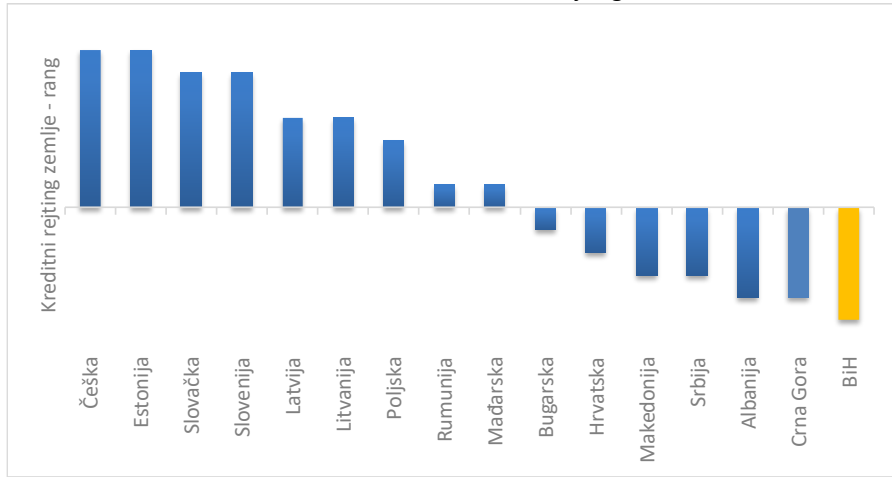
Izvor: Procjena DEP-a na bazi podataka ministarstva finansija entiteta i BiH, te CBBiH

Uprkos rastućoj tendenciji, implicitne kamatne stope su (sa izuzetkom 2009 i 2014.) do sada bile uglavnom bile niže u odnosu na ekonomski rast BiH. Ovo je jako važno jer bi u protivnom došlo do automatskog povećavanja potreba povećanog zaduživanja uslijed rasta servisiranja kamata u % BDP-a. Istina, pozitivan jaz realnog rasta i realnih kamata je znatno manje naglašen u RS-u gdje je zbog viših kamatnih stopa u više navrata prethodnih godina ova razlika bila i negativna. S druge strane, ohrabruje ubrzanje ekonomskog rasta tokom 2015-16 koje je značajno poboljšalo situaciju u ovom entitetu. Očekivani nastavak jačanja ekonomske aktivnosti bi trebao dodatno stabilizirati situaciju u budućnosti.

4. Zaključak

Nizak dug sektora opšte vlade BiH u poređenju sa razvijenijim tranzicijskim zemljama se čini adekvatnim obzirom da je rezultat ograničenih mogućnosti zaduživanja na finansijskim tržištima. Deficiti od preko 2% BDP-a koji su bili prisutni do 2014. su zamjenjeni suficitima u posljednje dvije godine čime su značajno umanjene potrebe za finansiranjem. Glavni problem ovdje je rastući nivo obaveza otplate postojećeg duga koji se posljednjih godina stabilizirao na dosta visokom nivou. Rastuće implicitne kamatne stope prije svega u domenu unutrašnjeg duga predstavljaju potencijalnu prijetnju mada su u prošlosti bile uglavnom niže čak i od slabog ekonomskog rasta u posrecesijskom periodu. Konačno, rizici se bitno razlikuju između dva entiteta obzirom na znatno veću zaduženost RS-a, veći teret otplate i kamatne stope koje su u više navrata bile iznad entitetskog ekonomskog rasta. Među glavnim rizicima održivosti duga opšte vlade BiH su rizici vezani za ekonomski rast. Tu su takođe i politički rizici kako u smislu održavanja kreditnih aranžmana sa međunarodnim finansijskim institucijama, tako i u smislu daljnjeg pogoršanja već lošeg kreditnog rejtinga zemlje u kontekstu unutrašnjeg zaduživanja.

Grafikon 4: S&P Kreditni rejting



Izvor: CBBiH