

**INFORMACIJA O FISKALNOJ ODRŽIVOSTI  
ZA BOSNU I HERCEGOVINU**

## Sadržaj

Uvod .....	2
1. Zaduženost sektora opšte vlade .....	2
2. Kamatno opterećenje .....	5
3. Potrebe za finasiranjem .....	8
4. Zaključak.....	9

## Uvod

Glavna tema ove informacije je održivost postojeće fiskalne politike sektora opšte vlade Bosne i Hercegovine.<sup>1</sup> Postoje broje definicije fiskalne održivosti. Jedna od njih podrazumjeva sposobnost države da dugoročno održava postojeći nivo deficita, i da pri tome ispunjava obaveze prema kreditorima. Prema drugoj definiciji, fiskalna politika je održiva ako je kamatna stopa na javni dug manja od stope ekonomskog rasta i ako su stope rasta duga niže od kamatnih stopa. Pod pojmom neodrživa fiskalna politika podrazumjeva se postojanje prekomjernih deficita, kao i akumulacija javnog duga, mjerenih odnosom prema bruto domaćem proizvodu (dalje u tekstu BDP), pa se u užem smislu često govori o održivosti javnog duga. Javni dug postaje neodrživ kada raste brže nego sposobnost države da ga otplaćuje. Sposobnost države da otplaćuje svoj dug zavisi od više faktora. Svakako, najvažniji faktori su stopa rasta BDP-a, pa time i javnih prihoda države, zatim visina i karakter kamatnih stopa te devizni kurs, ako je dug izražen u stranoj valuti. Održivost duga takođe zavisi i od tržišnih očekivanja i kretanja navedenih varijabli na koje mala i otvorena ekonomija često ne može uticati. Kada se zaduženost mjerena dugom u procentu BDP-a automatski povećava u nedogled, fiskalna politika je neodrživa. Obično je to slučaj u kojem su kamatne stope na dug više u odnosu na stopu ekonomskog rasta. Stručni radovi Međunarodnog monetarnog fonda (dalje u tekstu MMF) objašnjavaju neodrživost time da se rastom zaduženosti sektora opšte vlade postepeno vrši pritisak na kamatne stope pod kojima se ona zadužuje, te se na taj način povećava budžetski deficit kroz jednu njegovu komponentu, a to je rastuće servisiranje duga.

Prvi dio informacije opisuje visinu zaduženosti sektora opšte vlade Bosne i Hercegovine, sa osvrtom na pojedinačnu zaduženost entiteta. Potom se analiziraju faktori promjene zaduženosti sa posebnim naglaskom na budžetski deficit/suficit i razliku kamatnih stopa u odnosu na ekonomski rast. U ovom dijelu objašnjava se i kreditni rejting Bosne i Hercegovine, koji u velikoj mjeri ograničava prag prezaduženosti. Nakon toga se analiziraju potrebe finansiranja uslijed rasta obaveza servisiranja duga. Konačno, na kraju slijedi zaključak.

### 1. Zaduzenost sektora opšte vlade

Kretanje zaduženosti sektora opšte vlade Bosne i Hercegovine, se može hronološki posmatrati kroz dva perioda. Prvi period se završava 2014. godine, kada zaduženost Bosne i Hercegovine dostiže svoj vrhunac, a cijeli period do spomenute godine je obilježio rastući trend zaduženosti. Drugi period, zaduženosti Bosne i Hercegovine nastupa u godinama nakon 2014. i taj period karakteriše postepeno smanjenje javnog duga mjerenog u procentu BDP-a. Rast javnog duga do 2014. godine, rezultat je rasta i vanjskog i unutrašnjeg duga, kada je ukupan javni dug dostigao iznos od 44,9% BDP-a. Od maredne, 2015. godine je nastupio trend smanjenja. Ovo je najvećim dijelom rezultat smanjenja vanjskog duga. S druge strane u 2015. godini udio unutrašnjeg duga u ukupnom javnom dugu, mjeren u procentu BDP-a, dostigao svoj maksimum od 15,2%.

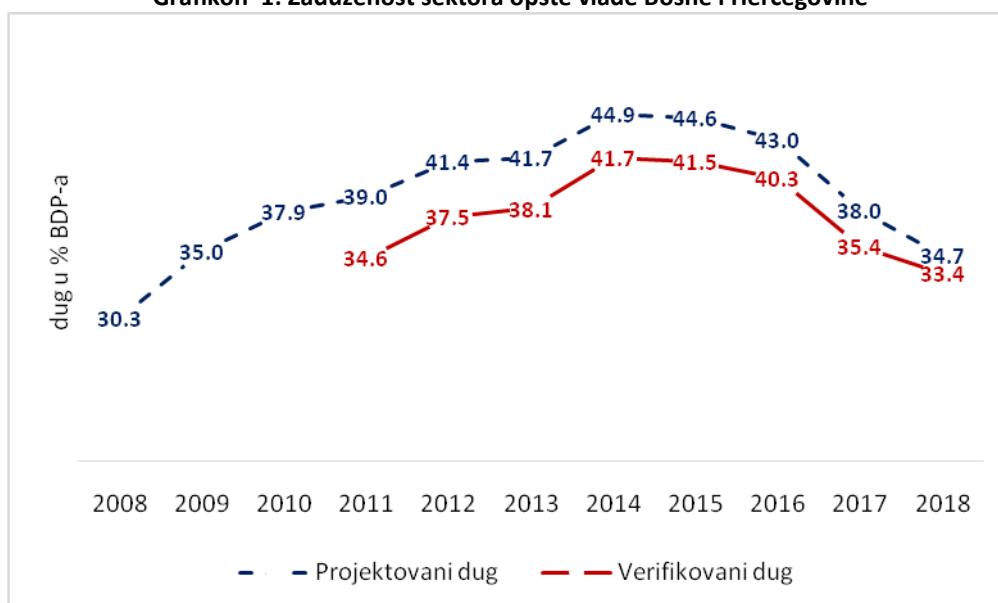
Na kraju 2018. godine, projektovani dug sektora opšte vlade Bosne i Hercegovine je dostigao 34,7% BDP-a. Ovaj procenat uključuje i procjenu zakonskih obaveza vezanih za ratna dešavanja poput stare

---

<sup>1</sup>U skladu sa GFS Priručnikom, sektor opšte vlade definiše se tako da obuhvata sve entitete koji obavljaju funkcije vlade kao njihove osnovne djelatnosti. On ne obuhvata poslovna poduzeća u vlasništvu vlade koja proizvode robe i/ili usluge te ostvaruju profit prodajom istih po ekonomskim cijenama. U opštu vladu uključeni su i fondovi socijalne zaštite, tj. fondovi za penzijsko-invalidsko osiguranje, zapošljavanje, zdravstvo, dječiju zaštitu i za profesionalnu rehabilitaciju i zapošljavanje osoba sa invaliditetom, te vanbudžetski fondovi za izgradnju puteva odnosno JP direkcije za izgradnju i održavanje cesta svih nivoa vlasti kao i JP autoputevi u oba entiteta.

devizne štednje, materijalnih i nematerijalnih ratnih šteta, te opštih obaveza koje podrazumjevaju prethodnu verifikaciju potraživanja kao preduslov ostvarivanja prava na naplatu. Ako se u obzir uzmu isključivo verifikovane obaveze, javna zaduženost na kraju 2018. godine je bila nešto niža i iznosila je 33,4% BDP-a. Ovo Bosnu i Hercegovinu svrstava u red manje zaduženih tranzicijskih zemalja Centralne i Istočne Evrope i stavlja je u povoljan položaj, po visini duga, ali i u odnosu na zemlje iz regiona. Međutim, većina ostalih zemalja sa kojima je Bosna i Hercegovina upoređena ima znatno bolji kreditni rejting i pristup tržištima kapitala pod prihvatljivijim uslovima. Tako da su u stanju lakše refinansirati postojeći dug, a i podnijeti znatno viši nivo duga u odnosu na Bosnu i Hercegovinu koja se uglavnom zadužuje kod međunarodnih finansijskih institucija. Međutim, Bosna i Hercegovina, tačnije entiteti su se okrenuli i domaćim izvorima finansiranja, kod kojih se zaduživanje vrši uglavnom pod manje povoljnim uslovima (visoke kamate, nepovoljni rokovi otplate i slično).

**Grafikon 1: Zaduzenost sektora opšte vlade Bosne i Hercegovine**



Izvor: Procjena Direkcije za ekonomsko planiranje<sup>2</sup> na bazi podataka ministarstva finansija Bosne i Hercegovine i entiteta

U strukturi ukupnog duga dominira vanjski dug, koji je mjereno udjelom u BDP-u, u poređenju sa prethodnom godinom, ostao skoro nepromjenjen (24,7% BDP-a). Udio unutrašnjeg duga prema procentu BDP-a, na kraju 2018. godine je iznosio 10,2% BDP-a.

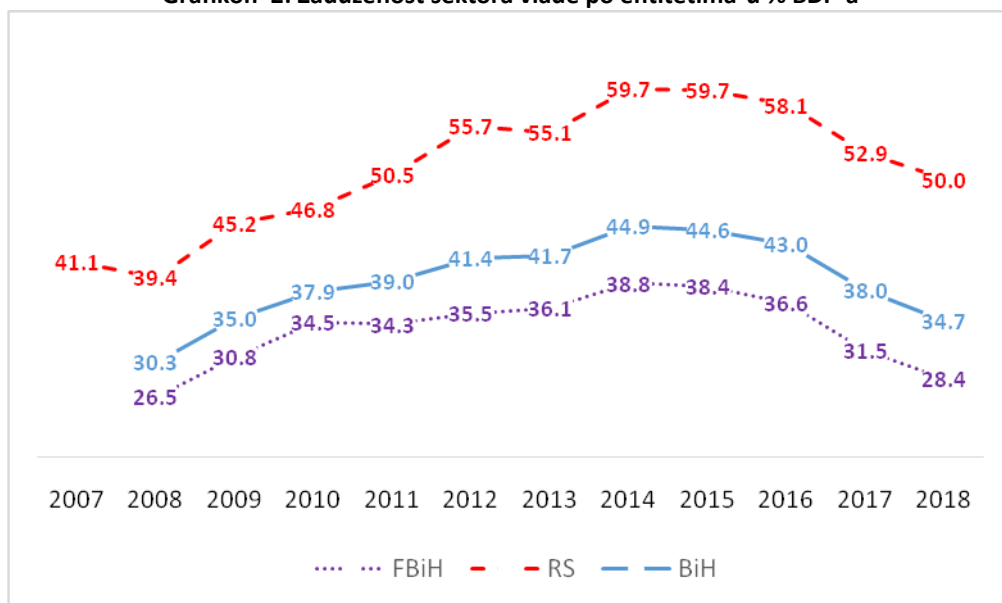
Ukupan dug Bosne i Hercegovine, većim dijelom zavisi od dinamike zaduživanja na nivoima entiteta. Projektovani dug u Republici Srpskoj na kraju 2018. godine je iznosio oko 50% entitetskog BDP-a. Nakon 2014. godine, kada je skoro dostigao kriterij iz Maastrichta od 60% entitetskog BDP-a, narednih par godina nije se značajnije smanjivao. Trend smanjenja javnog duga, započet je prije dvije godine i nastavljen je i do sada. Međutim, i postojeći nivo javnog duga u Republici Srpskoj dostiže 121,4% budžetskih prihoda ovog entiteta. U Federaciji Bosne i Hercegovine, slika je znatno bolja. Na kraju 2018. godine, projektovani dug je dostigao nivo od 28,4% entitetskog BDP-a. U posljednjih 10 godina, ovo je najbolji odnos javnog duga i BDP-a, kada je smanjen ispod 30%, a 2014. godine je skoro dostigao iznos od 40% BDP-a. Javni dug mjereno udjelom u procentu budžetskih prihoda u ovom entitetu iznosio je 66,3% na kraju 2018. godine, što je skoro upola manje nego u Republici Srpskoj. Smanjenje duga u entitetima, a time i na nivou Bosne i Hercegovine, rezultat je prije svega mjera koje su preuzete sa usvajanjem Reformske agende za period 2015.-2018. godina. Glavna mjera iz oblasti javnih finansija se odnosi na sprovođenje fiskalne konsolidacije na svim nivoim vlasti u Bosni i

<sup>2</sup> U daljem tekstu umjesto Direkcija za ekonomsko planiranje će pisati DEP.

Hercegovini. Fiskalna konsolidacija bi dovela do smanjenja budžetskog deficita i dovela bi do smanjenja nivoa javnog duga u srednjem roku. Tako su se svi nivoi vlasti opredijelili na snažan trogodišnji program fiskalne konsolidacije, koji je dao rezultate: javni dug je značajno smanjen od 2015. godine, a i konsolidovana Bosna i Hercegovina ostvaruje budžetske suficite.

Na grafikonu ispod prikazan je ukupan dug Bosne i Hercegovine, ali i dug entiteta. Jasno se može vidjeti da je ukupan dug Republike Srpske daleko viši od ukupnog duga Bosne i Hercegovine (koji se na neki način može posmatrati kao granica ili prosjek duga), dok je ukupan dug Federacije Bosne i Hercegovine ispod „prosjeaka“. U prethodnom periodu, tačnije 2014. i 2015. godine ovakav podatak je bio alarmatan, zbog visine duga Republike Srpske. Da je nastavljen trend rasta sigurno bi se odrazio na održivost javnih finansija Republike Srpske, ali i Bosne i Hercegovine u cjelini. Međutim, na kraju 2018. godine, što je već ranije spomenuto, visina duga je dostigla nivo od 50% entitetskog BDP-a, te preduzetim mjerama i politikama na strani javnih finansija ima tendenciju smanjenja.

**Grafikon 2: Zaduženost sektora vlade po entitetima<sup>3</sup> u % BDP-a**



Izvor: Procjena DEP-a na bazi podataka ministarstva finansija Bosne i Hercegovine i entiteta, državne i entitetskih agencija za statistiku

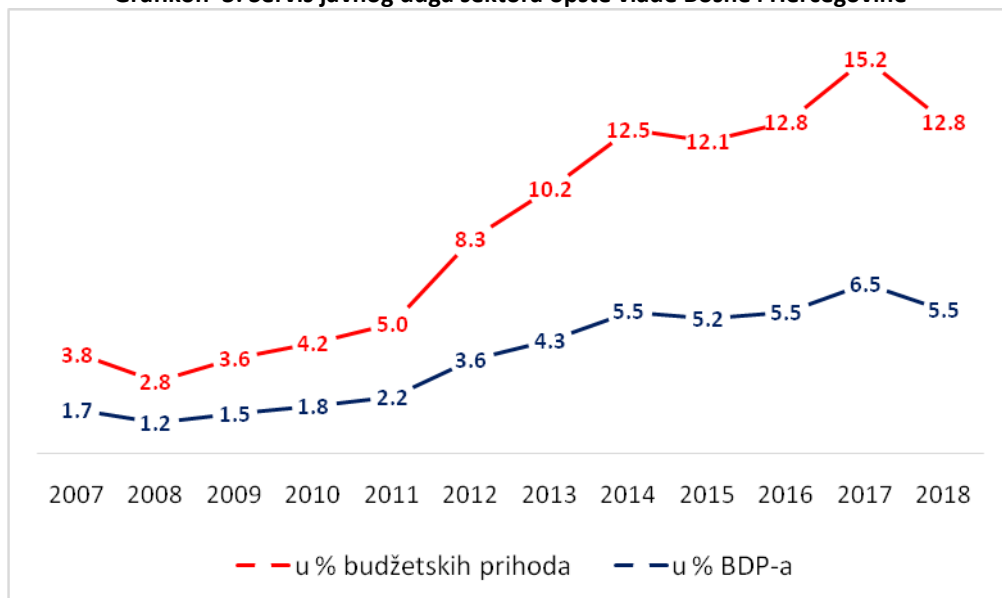
U ovom dijelu, jedino treba naglasiti povećanje direktnog vanjskog entitetskog duga, koji je značajno porastao tokom 2018. godine. Od 2007. godine, kada je prvi put evidentiran, pa sve do 2018. godine, njegovo povećanje je bilo umjereno. Posmatrano, po entitetima, direktno zaduživanje se kretalo različito. U periodu od 2007. do 2010. godina, direktni dug Federacije Bosne i Hercegovine iz godine u godinu, se brže uvećavao. Od 2011. pa sve do 2018. godine, on se svake godine smanjuje. U Republici Srpskoj je, direktni dug do 2011. bio beznačajan, a nakon spomenute godine se sa svakom narednom godinom uvećavao. U toku 2018. godine, ostvaren je i najveći iznos (374 miliona KM), putem emisije evroobveznica Republike Srpske na Bečkoj berzi. Ovo je po prvi put, da Bosna i Hercegovina, odnosno njen entitet izlazi na međunarodno finansijsko tržište. Do tada, direktni vanjski dug entiteta se uvijek kretao oko 2% ukupnog vanjskog duga Bosne i Hercegovine, a na kraju 2018. godine dostiže nivo od 5,5% ukupnog vanjskog duga. Takođe, u 2018. godini se pojavljuje i vanjski dug jedinica lokalne samouprave (u Republici Srpskoj), na koji takođe treba obratiti pažnju.

<sup>3</sup> Za Bosnu i Hercegovinu je korišten proizvodni pristup izračuna. Za entitete su korišteni entitetski podaci o BDP-u.

Direktni vanjski dug entiteta i jedinica lokalne samouprave, bi u narednom periodu, trebalo držati pod kontrolom, jer ukoliko bi se dozvolilo nekontrolisano povećanje, ovo bi moglo da predstavlja faktor koji bi mogao na neki način da ugrozi fiskalnu stabilnost i entiteta, a time i Bosne i Hercegovine.

Uz održiv nivo javnog duga, sposobnost ekonomije da uredno servisira sve dospjele obaveze takođe utiče na fiskalnu održivost ekonomije. Posljednjih godina Bosna i Hercegovina je suočena sa povećanjem obaveza za servisiranje javnog duga. Servis javnog duga posmatran kao procenat BDP-a, zadnjih godina se kreće između 5% i 6% BDP-a, a na kraju 2018. godine je iznosio 5,5% BDP-a. Servis duga izražen u procentu budžetskih prihoda je mnogo veći i na kraju 2018. godine je iznosio oko 12,8% budžetskih prihoda konsolidovane opšte vlade Bosne i Hercegovine. Uprkos ovako visokom udjelu u budžetskim prihodima, Bosna i Hercegovina do sada nije imala problema da sve obaveze po osnovu javnog duga izvrši na vrijeme. Servis javnog duga, posmatran sa stanovišta fiskalne održivosti, takođe ukazuje da u Bosni i Hercegovini ne postoji problem sa održivošću javnih finansija.

**Grafikon 3: Servis javnog duga sektora opšte vlade Bosne i Hercegovine**



Izvor: Procjena DEP-a na bazi podataka ministarstva finansija Bosne i Hercegovine i entiteta, Agencije za statistiku Bosne i Hercegovine i Centralne banke Bosne i Hercegovine<sup>4</sup>

Na grafikonu iznad prikazan je servis javnog duga. Uočava se da se njegov udio mjereno u procentu BDP-a, ali i u procentu budžetskih prihoda 2012. godine, značajno uvećava. Razlog za to leži u značajnijem povećanju servisiranja obaveza po osnovu unutrašnjeg duga. Tokom istog perioda, svakako ne treba zanemariti ni porast servisiranja obaveza po osnovu vanjskog duga.

Servis duga se može finansirati kroz suficit budžeta sektora opšte vlade ili kroz novo zaduživanje, odnosno refinansiranje. Usljed sprovođenja mjera fiskalne konsolidacije i smanjenja javnih rashoda, Bosna i Hercegovina od 2015. godine bilježi budžetske suficite. Na kraju 2018. godine budžetski suficit je iznosio 2,3% BDP-a. Ostvareni suficit budžeta konsolidovane opšte vlade omogućio je nesmetano servisiranje obaveza javnog duga, a u isto vrijeme omogućio smanjenje zaduženosti jer nije bilo potreba da se postojeći dug refinansira. Ostvaren (skroman) budžetski suficit sa jedne strane, te usporen rast obaveza servisiranja javnog duga sa druge strane, u prethodnim godina

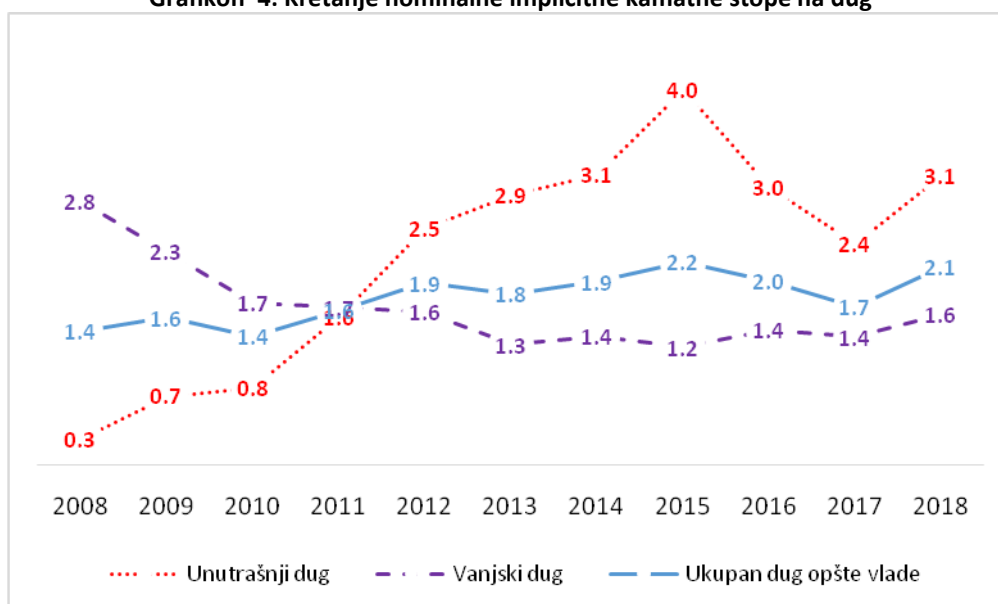
<sup>4</sup> U daljem tekstu umjesto Agencija za statistiku Bosne i Hercegovine će se koristiti BHAS i Centralna banka Bosne i Hercegovine CBBiH.

smanjili su potrebe finansiranja na znatno niži nivo od oko 7,4% budžetskih prihoda zabilježenih na kraju 2018. godine. O potrebama finansiranja biće više u nastavku.

## 2. Kamatno opterećenje

Do 2016. godine, izdaci po osnovu kamata su bili u stalnom porastu, da bi se od navedene godine, polako počeli smanjivati. Na kraju 2018. godine, nominalna implicitna kamatna stopa<sup>5</sup> na javni dug sektora opšte vlade ponovo bilježi porast. Razlog rasta u ranijim godinama, leži u bržem porastu izdataka za kamate po osnovu unutrašnjeg duga, uglavnom komercijalnog duga. Što se tiče izdataka za kamate po osnovu vanjskog duga, posljednjih godina uglavnom su imale stabilnu stopu koja nije dozvoljavala dalji rast ukupne kamate na javni dug. Međutim, kamatni izdaci po osnovu vanjskog duga na kraju 2018. godine bilježe povećanje, kao rezultat povećanja servisiranja obaveza vanjskog duga. Dakle, na porast nominalne implicitne kamatne u jednakoj mjeri uticao je porast kamatnih izdataka i za unutrašnji i za vanjski dug u 2018. godini. Na kraju posmatrane godine iznosila je 2,1%. Posmatrajući sa stanovišta održivosti, ovo i nije visoka stopa, ali ako se nastavi njen rast u budućem periodu, mogla bi da predstavlja rizik po održivost fiskalne politike. Na grafikonu ispod prikazane su kamatne stope na dug. Jasno se vidi da su kamatne stope na unutrašnji dug od 2012. godine visoke. Glavni razlog leži u povećanom servisiranju obaveza unutrašnjeg duga, zbog servisiranja kratkoročnog duga (trezorski zapisi) i servisiranja verifikovanih obaveza, najvećim dijelom stare devizne štednje. Ovde možda treba spomenuti i razliku u kamatnim stopama između entiteta. Kamatne stope na unutrašnji dug, veće su zbog visokih kamatnih stopa na unutrašnji dug, ali i bržem dospijevanju unutrašnjeg duga u Republici Srpskoj. Visoke kamatne stope na ukupan dug u Republici Srpskoj neutralizovane su nižim kamatnim stopama u Federaciji Bosne i Hercegovine.

Grafikon 4: Kretanje nominalne implicitne kamatne stope na dug



Izvor: Procjena DEP-a na bazi podataka ministarstva finansija Bosne i Hercegovine i entiteta, BHAS i CBBiH

Već ranije je spomenuto da je fiskalna politika jedne ekonomije održiva ukoliko su kamatne stope na javni dug manje od stope ekonomskog rasta i ako su stope rasta zaduženosti niže od kamatnih stopa. Kamatne stope su, sa izuzetkom 2009. i 2012. godine, bile niže od stope ekonomskog rasta Bosne i Hercegovine, i u nominalnom i u realnom smislu. Ovo su godine kada je Bosna i Hercegovina ostvarila negativan rast, odnosno godina kada ga nije ni bilo. Rizik po održivost bi predstavljalo da je u

<sup>5</sup> Implicitna kamatna stopa se računa u svrhu analize održivosti duga i predstavlja kamatne rashode budžeta u % stanja duga sa kraja prethodnog perioda (godine).

narednim godinama, nakon oporavka ekonomije, rast kamatnih stopa bio brži od stope rasta BDP-a, jer bi tada došlo do porasta duga, usljed povećanog servisa kamata na dug. Ali to se nije desilo, i fiskalna održivost nije ugrožena. A u narednom periodu, uz projekcije ekonomskog rasta (proizvedene od strane DEP-a) i pretpostavku kamatnih stopa na nivou iz 2018. godine ili čak pretpostavku njihovog rasta, i dalje bi bio zadovoljen uslov solventnosti koji ukazuje na fiskalnu održivost u srednjem roku.

Pošto se u ovom dijelu govori o kamatnom opterećenju, u nastavku slijedi više detalja o kamatama i uslovima po kojima se Bosna i Hercegovina zadužuje. Bosna i Hercegovina se zadužuje uglavnom pod povoljnim uslovima kod međunarodnih finansijski institucija (vanjski javni dug): povoljne kamatne stope, rokovi otplate, grejs period. Naravno, ovde treba obratiti pažnju i na namjenu kredita. Najveći dio vanjskog duga se odnosi na realizaciju infrastrukturnih projekata, zatim slijede kreditni namjenjeni javnom sektoru i za privredne djelatnosti. Prosječna kamatna stopa na vanjski dug, na kraju 2018. godine je iznosila 1,6%, sa stanovišta održivosti smatra se niskom kamatnom stopom. Kamatne stope, sa stanovišta fiskalne održivosti, nose i određene rizike. Ovo se najvećim dijelom odnosi na vrstu kamatne stope (fiksna ili varijabilna). U poređenju sa prethodnim godinama, udio ugovorenih kredita po varijabilnim kamatnim stopama se postepeno smanjuje. Iako su indikatori koji se odnose na rizik kamatne stope poboljšani i dalje ostaje izloženost vanjskog duga riziku kamatne stope, jer na kraju 2018. godine ugovoreni krediti po varijabilnim kamatnim stopama su iznosili oko 40% ukupno ugovorenog vanjskog duga. Ovde je preporuka da se i dalje radi na smanjenju duga u varijabilnim u korist fiksnih kamatnih stopa, iako je trošak varijabilne kamatne stope znatno niži od troška fiksne kamatne stope, ali ne i rizik koji nosi.

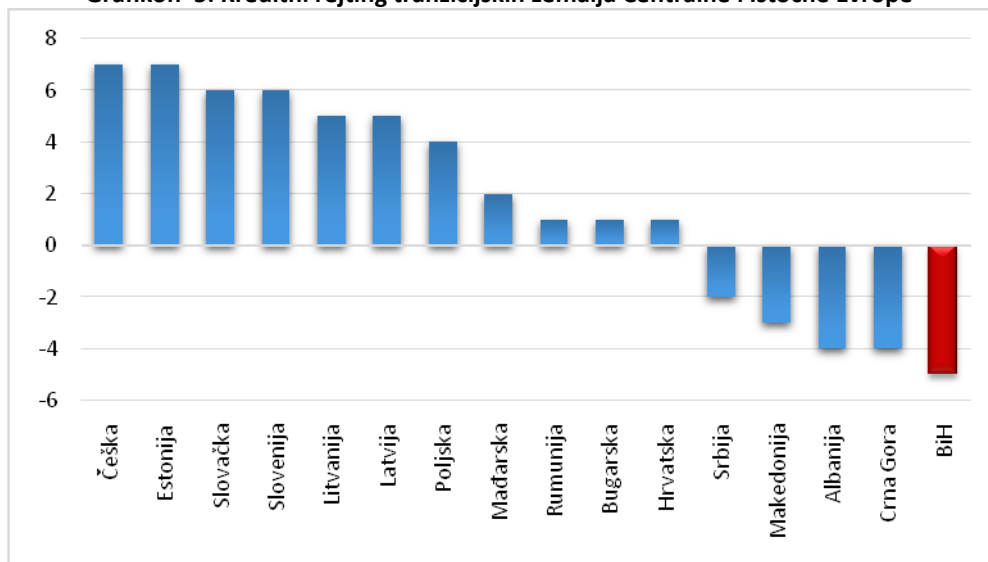
Nepovoljnije zaduživanje, sa stanovišta kamatnih stopa, je svakako komercijalni vid zaduživanja (uzimanje kredita kod komercijalnih banaka, ali i emitovanje vrijednosnih papira). Već ranije je spomenuto da se Bosna i Hercegovina još nije zaduživala komercijalno na inostranim finansijskim tržištima. Ali, zato u 2018. godini jeste njen manji entitet. Radi se o prvoj emisiji evroobveznica sa kamatnom stopom od 4,75%. Kamatna stopa je daleko viša od prosječne kamatne stope na kredite uzete kod međunarodnih kreditora. Kamatne stope na kredite u oba entiteta, i dalje su visoke. Prosječna efektivna kamatna stopa na kredite vladi i vladinim institucijama u Republici Srpskoj u 2018. godini je iznosila oko 2,6% na kratkoročne kredite i 4,7% na dugoročne kredite. U Federaciji Bosne i Hercegovine prosječna efektivna kamatna stopa na kratkoročne kredite vladi i vladinim institucijama je iznosila oko 3,5%, dok je na dugoročne kredite iznosila oko 3,3%. Nešto niže kamatne stope su kod emisije vrijednosnih papira. Tako su u Republici Srpskoj kamatne stope na emitovane kratkoročne vrijednosne papire (trezorske zapise) iznosile 0,3%, a na dugoročne (obveznice) 2,9%. U Federaciji Bosne i Hercegovine kamatne stope na trezorske zapise su bile negativne (-0,1%), a na obveznice manje od 1,0%. Bitno je naglasiti da je posljednjih godina prisutno smanjenje komercijalnog vida zaduživanja, s jedne strane što se obaveze kojima prethodi verifikacija smanjuju, a sa druge strane zbog smanjenih potreba za finansiranjem. Na kraju 2018. godine, komercijalno zaduživanje mjereno udjelom u BDP-u je iznosilo 6,9%, što je smanjenje za 1,1 procentni poen u odnosu na 2017. godinu. Najveći dio ovog duga se i odnosi na dugoročne vrijednosne papire (obveznice) i kredite kod komercijalnih banaka.

Komercijalni vid zaduživanja Bosne i Hercegovine na domaćem tržištu, kako se može zaključiti iz svega ranije napisanog, je veoma nepovoljan. Naravno, na međunarodnim tržištima ovaj vid zaduživanja bi bio još nepovoljniji, zbog visokih kamatnih stopa. Glavni razlog visokih kamatnih stopa svakako jeste visok kreditni rizik, kojem u prilog ide i kreditni rejting Bosne i Hercegovine. Iako analitičari međunarodnih rejting agencija Bosnu i Hercegovinu ocjenjuju kao zemlju sa stabilnim ekonomskim rastom, relativno niskim nivoom javnog duga i sposobnošću da servisira svoj dug i sa



stabilnom fiskalnom pozicijom<sup>6</sup>, od 2012. godine do kraja 2018. godine, kreditni rejting Bosne i Hercegovine nije se mijenjao. Razlog za to jeste spori napredak u ostvarenju neophodnih strukturnih reformi. Prema Standard and Poor's Bosna i Hercegovina ima „B sa stabilnim izgledima“, a prema Moody's Investors Service „B3 sa stabilnim izgledima“. Iako se i zemlje iz okruženja takođe nalaze na neinvesticionom nivou, rejting Bosne i Hercegovine je daleko lošiji u poređenju sa drugim tranzicijskim zemljama prikazanim na grafikonu iznad.

**Grafikon 5: Kreditni rejting tranzicijskih zemalja Centralne i Istočne Evrope<sup>7</sup>**



Izvor: CBBiH i Standard & Poor's Financial Services LLC

### 3. Potrebe za finansiranjem

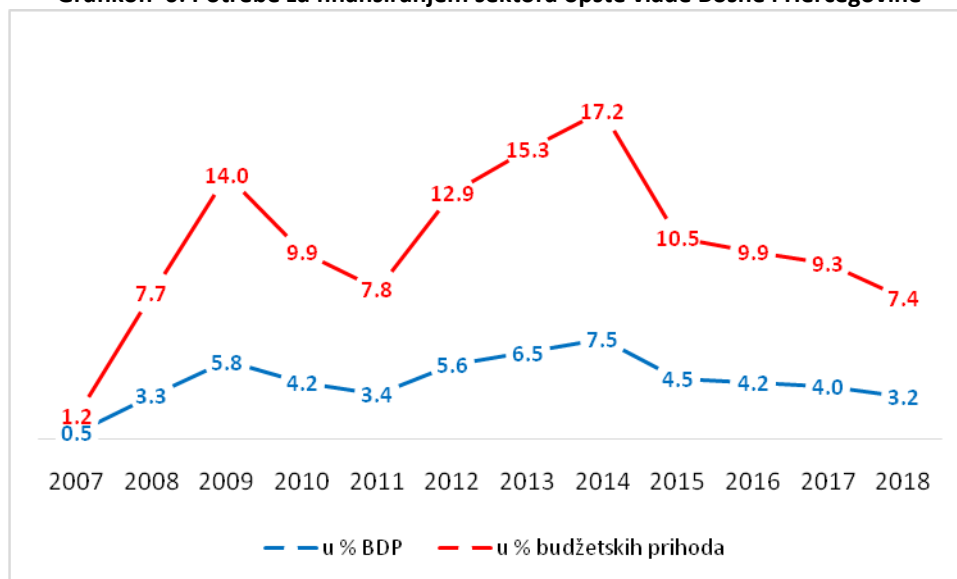
Posljednje dvije godine došlo je do stabilizacije javnog duga mjenog udjelom u BDP-u, dok je s druge strane, došlo do povećanja obaveza servisiranja javnog duga. Na kraju 2018. godine, servis vanjskog duga dostigao je nivo od 5,5% BDP-a, odnosno 12,8% budžetskih prihoda. U poređenju sa prethodnom godinom, uočava se napredak u pogledu servisiranja javnog duga, odnosno njegovo smanjenje bilo da se posmatra kao udio u BDP-u ili kao udio u budžetskim prihodima konsolidovane Bosne i Hercegovine. Međutim, već i postojeći nivo servisiranja obaveza javnog duga je na viskom nivou. Razlog za ovo leži u različim nivoima obaveza servisiranja među entitetima. Teret servisiranja u Republici Srpskoj je dva puta veći u odnosu na Federaciju Bosne i Hercegovine. Razlog za to leži u porastu obaveza po osnovu unutrašnjeg duga. Na kraju 2018. godine, servis javnog duga u Republici Srpskoj je dostigao nivo od 21% budžetskih prihoda, odnosno 8,7% entitetskog BDP-a. U isto vrijeme, obaveze servisiranja javnog duga u Federaciji Bosne i Hercegovine su iznosile oko 4,2% BDP-a ili 10,3% budžetskih prihoda. Veći dio servisiranja obaveza se odnosi na servis glavnice javnog duga.

Posljednje četiri godine, konsolidovana Bosna i Hercegovina bilježi budžetske suficite. Tako, da nije bilo potreba za novim zaduživanjem, radi finansiranja deficita. Potrebe za finansiranjem na kraju 2018. godine su iznosile oko 3,2% BDP-a ili 7,4% budžetskih prihoda. Ovaj nivo potreba za finansiranjem je niži i od onog koji je ostvaren u predkriznom periodu, što se može vidjeti sa grafikona ispod.

<sup>6</sup>Ocjena stabilne fiskalne pozicije se zasniva na procjeni da će budžetski deficiti sektora opšte vlade ostati na niskom nivou i tokom perioda smanjenog finansiranja iz vanjskih izvora.

<sup>7</sup>Poređenje je urađeno na način da je svakom kreditnom rejtingu zemlje dodijeljen rang unutar skale od 1 - 10 za investicioni nivo, i od -1 do -10 za neinvesticioni nivo. Za poređenje je korišten kreditni rejting agencije Standard & Poor's Financial Services LLC.

**Grafikon 6: Potrebe za finansiranjem sektora opšte vlade Bosne i Hercegovine**



Izvor: Procjena DEP-a na bazi podataka ministarstva finansija Bosne i Hercegovine i entiteta, BHAS i CBBiH

Ukoliko se posmatraju entiteti, i u obzir uzmu razlike u visini i strukturi duga, teretu servisiranja, ali i budžetskim bilansima, uočavaju se i razlike u potrebama za finansiranjem. Potrebe finansiranja u Republici Srpskoj na kraju 2018. godine dostigle su nivo od 20,0% budžetskih prihoda, odnosno 8,3% entitetskog BDP-a, što je jako visoko. A sa druge strane, potrebe za finansiranjem u Federaciji Bosne i Hercegovine su na kraju 2018. godine iznosile svega 0,8% entitetskog BDP-a ili 1,9% budžetskih prihoda. Uz postojeće nivoe potreba finansiranja koje su trenutno na visokom nivou u Republici Srpskoj, i one koje se postepeno smanjuju u Federaciji Bosne i Hercegovine, Bosna i Hercegovina u narednom periodu ne bi trebala imati problema sa finansiranjem.

#### 4. Zaključak

Fiskalna (ne)održivost ekonomije se veže uz problem prekomjernih deficita i akumulacije javnog duga, pa se u užem smislu često govori o održivosti javnog duga. Bosna i Hercegovina, u poređenju sa drugim tranzicijskim zemljama, ima umjerenu zaduženost. U prilog tome, govori i nivo javnog duga u iznosu od 34,7% BDP-a. Po jednom od kriterijuma iz Mastrihta, dug je neodrživ ukoliko prelazi 60% BDP-a. Dakle, dug je održiv, a samim tim i fiskalna politika. Dalje, posljednjih godina sektor opšte vlade bilježi budžetske suficite. I sa ovog stanovišta fiskalna politika Bosne i Hercegovine je održiva. Čak i u vrijeme kada je ostvarivala deficite, sa izuzetkom 2009. godine, deficiti nisu prelazili 3% BDP-a (kriterij iz Mastrihta). Ostvareni suficit i održiv nivo javnog duga, doveli su do još jednog povoljnog pokazatelja održivosti, a to su smanjenje potrebe za finansiranjem.

Ono što bi se moglo identifikovati kao potencijalni rizici na fiskalnu održivost Bosne i Hercegovine u srednjem roku jesu: ekonomski rast, budžetski bilans, povećanje udjela direktnog duga entiteta u ukupnom vanjskom dugu, povećanje servisa javnog duga, a naročito unutrašnjeg, kamatno opterećenje, kamatne stope, rizici deviznog kursa, rizik refinansiranja, ali i kreditni rejting.

Ekonomski rast i budžetski bilans (pozitivan) ne treba detaljnije objašnjavati. Ranije u tekstu je spomenuto da se udio direktnog vanjskog duga entiteta povećao u 2018. godini. Ovaj dug, kao i vanjski dug lokalnih jedinica samouprave u narednom periodu treba ograničiti da ne bi došlo do njegove pretjerane akumulacije, koja bi se odrazila na vanjski dug, ali i na ukupan javni dug. Kao rezultat pretjeranog zaduživanja iz ranijih godina, obaveze po osnovu servisiranja javnog duga se značajno uvećavaju. Velikim dijelom, razlog za ovo je komercijalni unutrašnji dug, zbog visokih kamata i kraćih rokova otplate. Uvećani izdaci za kamate, najvećim dijelom zbog unutrašnjeg duga, i

dalje ne predstavljaju problem za održivost javnih finansija. Na ovo ukazuju i nominalne implicitne kamatne stope na javni dug koje su još uvijek niže od stope ekonomskog rasta. Kamatne stope na unutrašnji vid zaduživanja su nepovoljnije, tako da je preporuka da se komercijalno zaduživanje izbjegava ili smanji na najmanju moguću mjeru. Što se tiče kamatnih stopa na vanjski dug, preporuka iz Strategije upravljanja javnim dugom je da se preferiraju fiksne kamatne stope prilikom ugovaranja kredita sa međunarodnim finansijskim institucijama. S obzirom na to da je u Bosni i Hercegovini na snazi valutni odbor, svi krediti koji su ugovoreni u evrima sa sobom ne nose rizik deviznog kursa. Rizik predstavljaju krediti koji se ugovaraju u ostalim valutama, koje nisu evro, a čiji kurs varira na dnevnoj osnovi. Rizik refinansiranja se najvećim dijelom odnosi na rokove dospelja duga, sa posebnim akcentom na kratkoročni dug (kreditni i vrijednosni papiri). Takođe, i smanjenje (pogoršanje) kreditnog rejtinga bi se moglo odraziti na fiskalnu održivost. Pogoršan kreditni rejting bi djelovao destimulativno na potencijalne investitore, ali i na međunarodne finansijske institucije, čime bi se zbog nedostatka sredstava više okrenuli komercijalnom (unutrašnjem) zaduživanju.

Polazeći od naprijed navedenog, predlaže se Vijeću ministara Bosne i Hercegovine da nakon razmatranja dokumenta ***Informacija o fiskalnoj održivosti za Bosnu i Hercegovinu*** donese sljedeći:

## **ZAKLJUČAK:**

1. Usvaja se dokument ***Informacija o fiskalnoj održivosti za Bosnu i Hercegovinu***.