

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

## Sadržaj

Uvod.....	2
1. Zaduženost sektora opšte vlade .....	2
2. Kamatno opterećenje .....	6
3. Potrebe za finansiranjem.....	9
4. Zaključak .....	10

## Uvod

Primarni predmet ove informacije jeste održivost postojeće fiskalne politike sektora opšte vlade Bosne i Hercegovine<sup>1</sup>. Brojne su definicije održivosti fiskalne politike, odnosno javnih finansija.

Jedna od njih podrazumjeva sposobnost države da dugoročno održava postojeći nivo negativnog fiskalnog bilansa (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, mjenjen odnosom prema bruto domaćem proizvodu (dalje u tekstu BDP). U užem smislu često se 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, a takođe i stope rasta duga su znatno više od kamatnih stopa po kojima je dug ugovoren. Stručni radovi Međunarodnog monetarnog fonda (dalje u tekstu MMF) objašnjavaju neodrživost javnog duga 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 izvještaja 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 (pre)zaduženosti. Nakon toga se analiziraju potrebe finansiranja uslijed rasta obaveza servisiranja duga. Na kraju slijedi zaključak.

## 1. Zaduzenost sektora opšte vlade

U ranijim informacijama o fiskalnoj održivosti, kretanje zaduženosti sektora opšte vlade Bosne i Hercegovine je posmatrano kroz dva perioda. U toj podjeli, 2014. godina je predstavljala kraj jednog i početak drugog perioda. Podsjećanja radi, zaduženost Bosne i Hercegovine svoj vrhunac dostiže u 2014. godini (43,4% BDP-a), nakon čega slijedi period ublažavanja odnosno smanjivanja zaduženosti (mjerene udjelom u % BDP-a). U periodu od 2015-2018. godine, a u skladu sa Reformskom agendom, Bosna i Hercegovina sprovodi fiskalnu konsolidaciju. Tokom navedenog perioda, adekvatnom implementacijom reformskih mjera koje su bile bazirane na smanjenju javnih rashoda, došlo je do smanjenja budžetskog deficita, odnosno budžetski deficit je zamjenjen suficitom, zahvaljujući smanjenju javnih rashoda. Takođe, tokom ovog perioda,

---

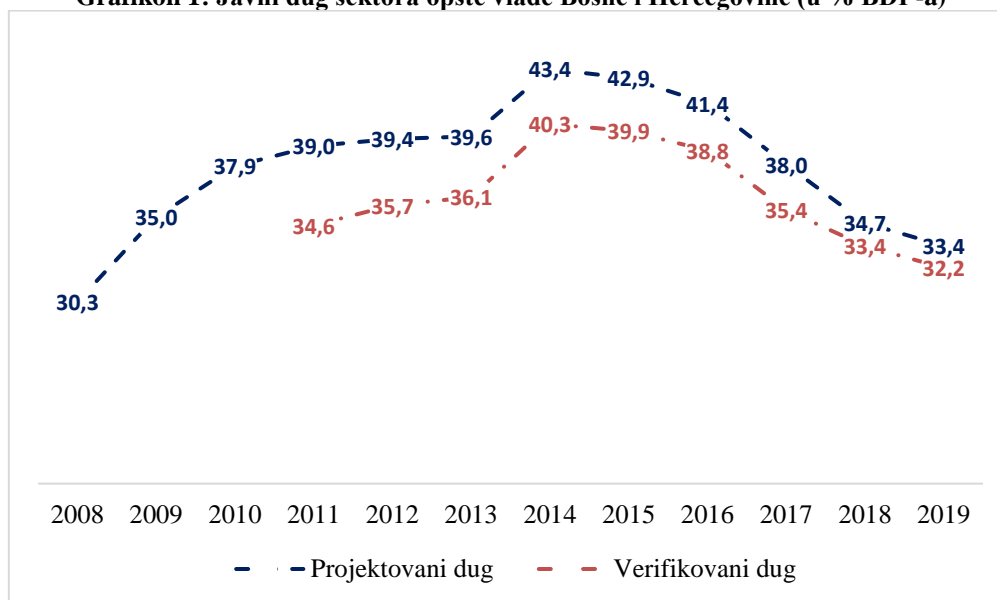
<sup>1</sup> U skladu sa GFS Priručnikom, sektor opšte vlade definiše se tako da obuhvata sve entitete koji obavljaju funkcije vlade kao njihove osnovne djelatnosti. On ne obuhvata poslovna poduzeća u vlasništvu vlade koja proizvode robe i/ili usluge te ostvaruju profit prodajom istih po ekonomskim cijenama. U opštu vladu uključeni su i fondovi socijalne zaštite, tj. fondovi za penzijsko-invalidiđsko 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.

došlo je i do smanjenja nivoa javnog duga za 8,2 procenta poena (u daljem tekstu p.p.) na 34,7% BDP-a na kraju 2018. godine.

U periodu nakon 2018. godine, svi nivoi vlasti u Bosni i Hercegovini su se obavezali na očuvanje održivosti javnih finansija. Ovo je samo nastavak sprovođenja mjera fiskalne konsolidacije.

Na kraju 2019. godine, projektovani dug sektora opšte vlade Bosne i Hercegovine je dostigao 33,4% BDP-a. U poređenju sa prethodnom godinom, uočava se smanjenje nivoa javnog duga mjerenim udjelom prema BDP-u. Ovaj procenat uključuje i procjenu zakonskih obaveza vezanih za ratna dešavanja poput stare devizne štednje, materijanih i nematerijalnih ratnih šteta, te opštih obaveza koje podrazumjevaju prethodnu verifikaciju potraživanja kao preduslov ostvarivanja prava na naplatu. Međutim, vremenom se udio navedenih potraživanja smanjuje, zbog verifikacije istih, a odnose se na unutrašnji dug. Primjera radi, u 2011. godini neverifikovani unutrašnji dug je iznosio 4,5% BDP-a, a na kraju 2019. godine taj procenat je iznosio svega 1,2% BDP-a. Ako se u obzir uzmu isključivo verifikovane obaveze, javni dug Bosne i Hercegovine, na kraju 2019. godine je bio nešto niži i iznosio je 32,2% BDP-a. Bilo da javni dug Bosne i Hercegovine uključuje neverifikovane obaveze ili ne, rezultat po Bosnu i Hercegovinu, je isti. Tako se Bosna i Hercegovina svrstava u red manje zaduženih zemalja u razvoju u poređenju sa zemljama Centralne i Istočne Evrope. Također je stavlja u povoljan položaj, po visini (nivou) javnog duga, u odnosu na zemlje iz regiona. Međutim, problem predstavljaju uslovi zaduživanja, jer većina ostalih zemalja sa kojima je Bosna i Hercegovina upoređena ima znatno bolji kreditni rejting i pristup tržištima kapitala pod povoljnijim 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. U posljednjih nekoliko godina 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: Javni dug sektora opšte vlade Bosne i Hercegovine (u % BDP-a)**



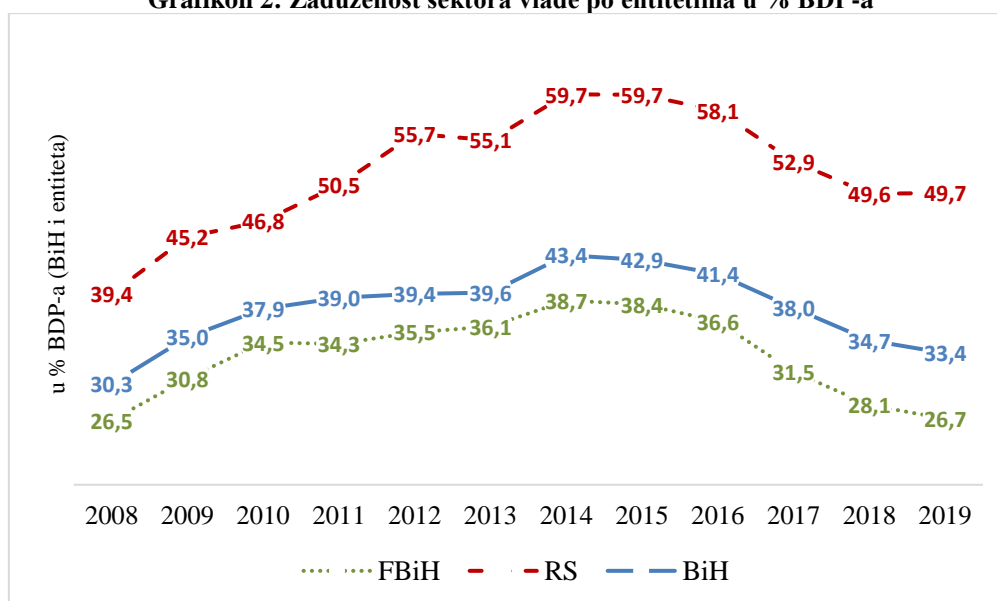
Izvor: Procjena DEP-a na bazi podataka ministarstva finansija svih nivoa vlasti

U strukturi ukupnog duga dominira vanjski dug, koji je mjereno udjelom u BDP-u, u poređenju sa prethodnom godinom, smanjen i na kraju 2019. godine je iznosio oko 23,2% BDP-a. Udio unutrašnjeg duga prema procentu BDP-a, je ostao na istom nivou kao u 2018. godini, odnosno 10,2% BDP-a. Potencijalni javni dug izražen u procentima javnih prihoda, je na kraju 2019.

godine, iznosio oko 80% javnih prihoda, dok je verifikovani javni dug iznosio oko 75% javnih prihoda.

Pozitivni pokazatelji zaduženosti ukupnog sektora vlade na nivou Bosne i Hercegovine na neki način prikrivaju značajnu razliku između dva entiteta za čiji račun je skoro cjelokupni dug zapravo i kreiran. Dinamika duga na nivou entiteta je različita. U Republici Srpskoj posljednjih godina primjetan je oporavak. Podsjećanja radi, 2014. i 2015. godine, ukupan dug u Republici Srpskoj je skoro dostigao kriterij iz Mاستrihta, odnosno 60% entitetskog BDP-a, čime je održivost javnih finansija bila ugrožena. Uvođenjem fiskalne discipline, odnosno konsolidacije, taj odnos je na kraju 2019. godine iznosio skoro 50% entitetskog BDP-a. Kod ovakvog nivoa duga postoji nekoliko scenarija po održivost javnih finansija ovog entiteta, ali i Bosne i Hercegovine. Prvi, najgori, jeste da se dug u kratkom roku poveća i ugrozi javne finansije, Drugi se odnosi na slučaj kada fiskalna održivost nije ugrožena, a sastoji se od najgoreg slučaja da dug ostane na istom nivou, i onog boljeg da nastavi da se smanjuje u narednom periodu. Mjeren udjelom prema javnim prihodima, ukupan dug Republike Srpske na kraju 2019. godine je iznosio oko 120,2% budžetskih prihoda. Ovo je jako visok procenat, ali sve dok je naplata prihoda prisutna, ne predstavlja neki značajniji problem. Javni dug Federacije Bosne i Hercegovine, je uvijek bio skoro upola manji od duga u Republici Srpskoj. Kao i u drugom entitetu, vrhunac dostiže 2014. i 2015. godine, kada dostiže skoro 39% entitetskog BDP-a. Na kraju 2019. godine javni dug Federacije Bosne i Hercegovine je dostigao nivo od oko 26,7% BDP-a. Ovaj nivo duga, kod ovog entiteta ostvaren je 2008. godine. Sprovođenje mjera fiskalne konsolidacije i u ovom entitetu, dalo je mjerljive rezultate. Na kraju 2019. godine, potencijalni javni dug Federacije Bosne i Hercegovine je iznosio oko 66% javnih prihoda, dok je verifikovani dug iznosio oko 61%, što je upola manje nego u Republici Srpskoj.

**Grafikon 2: Zaduženost sektora vlade po entitetima u % BDP-a**



Izvor: Procjena DEP-a na bazi podataka ministarstva finansija svih nivoa vlasti

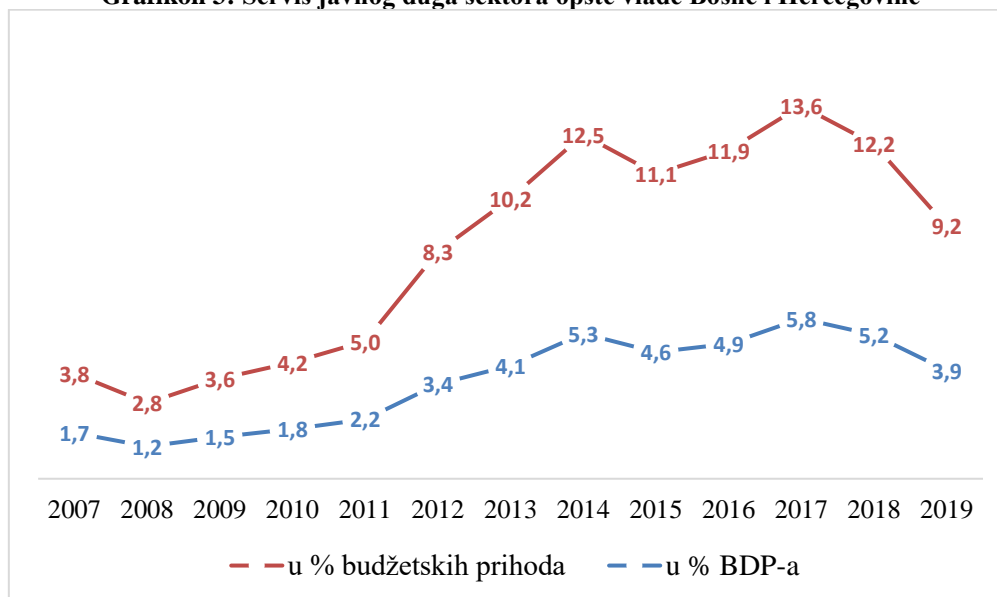
Na grafikonu iznad prikazan je ukupan javni dug Bosne i Hercegovine, kao i dug koji ga čini, odnosno pojedinačni dug entiteta. Jasno se može vidjeti, da je u periodu, nakon uvođenja fiskalne konsolidacije entitetski dug počeo da se smanjuje i da u oba entiteta javni dug ima isti trend, samo je razlika u nivou duga. Takođe, se primjećuje da ukupan dug, odnosno dug Bosne i Hercegovine, predstavlja neku vrstu „prosjeaka“ između duga entiteta.

U ovom dijelu, jedino treba posebno istaći povećanje direktnog vanjskog entitetskog duga, koji je značajno porastao tokom prethodne godine. Od 2007. godine, kada je prvi put evidentiran, pa sve do 2018. godine, njegovo povećanje je bilo umjereno. U 2018. godini je ostvario trostruko veći rast u odnosu na 2017. godinu, ili čak šest puta u poređenju sa 2007. godinom. Na kraju 2019. godine direktni vanjski dug entiteta je dostigao nivo od 444 miliona KM, što predstavlja 5,5% ukupnog vanjskog duga Bosne i Hercegovine. U godinama koje su prethodile njegovom naglom povećanju njegov udio u ukupnom dugu nije prelazio 2% ukupnog vanjskog duga Bosne i Hercegovine. Posmatrano, po entitetima, direktni vanjski dug se kretao različito. U periodu od 2007. do 2010. godine, direktni dug Federacije Bosne i Hercegovine iz godine u godinu, se brže uvećavao. Od 2011. pa sve do 2019. 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 koji se desio usljed zaduživanja emisijom evroobveznica Republike Srpske na Bečkoj berzi. Ovo je po prvi put, da Bosna i Hercegovina, odnosno njen entitet izlazi na međunarodno finansijsko tržište. Takođe, u 2018. godini se po prvi put u ukupnom vanjskom dugu Bosne i Hercegovine, pojavljuje i vanjski dug jedinica lokalne samouprave (u Republici Sprskoj), na koji takođe treba obratiti pažnju. Na kraju 2019. godine, a u poređenju sa prethodnom godinom uvećan je za oko 48%. Stanje vanjskog duga jedinica lokalne samouprave na kraju posmatrane godine je iznosilo oko 24 miliona KM. Ali, ako se ovolikom stopom u narednim godinama bude uvećavao, mogao bi predstavljati rizik na održivost duga, a samim tim i na javne finansije. 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 da ugrozi fiskalnu stabilnost kako entiteta, tako i Bosne i Hercegovine.

Na osnovu ranije napisanog zaključuje se da posmatrajući nivo javnog duga može se zaključiti da Bosna i Hercegovina nije prezadužena zemlja, nego zemlja sa umjerenim i održivim javnim dugom. Sa druge strane, sposobnost ekonomije da uredno servisira sve dospjele obaveze takođe bitno utiče i određuje održivost javnih finansija. Razvijenije zemlje često lakše servisiraju svoj dug čak i na višim nivoima zaduženosti. Sa druge strane, niža zaduženost manje razvijenih zemalja i zemalja u razvoju ne znači automatski da lakše servisiraju svoje obaveze. Ovo je posljedica ograničenog pristupa tržištima kapitala uslijed visokih rizika pozajmljivanja, te nedovoljno razvijenih ili nerazvijenih finansijskih tržišta. Vraćanje postojećeg duga (servisiranje) se može finansirati kroz suficit budžeta opšte vlade ili kroz novo zaduživanje, tzv. refinansiranje. U periodu od 2009-2015. godine, od izbijanja ekonomske krize do uvođena mjera fiskalne konsolidacije, opšta vlada Bosne i Hercegovine je uglavnom bilježila skromne deficite. Usljed postojanja deficita, Bosna i Hercegovina je često bila u situaciji ne samo da refinansira postojeći dug, nego i da ga povećava kako bi mogla isfinasirati postojeće deficite. Naime, teret servisiranja duga opšte vlade Bosne i Hercegovine je ubrzano rastao sve do 2014. godine kada je dostigao nivo od 5,3% BDP-a, odnosno 12,5% ukupnih prihoda opšte vlade. Sličan nivo otplate je potom zadržan u narednim godinama. Tek od 2018. godine, servisiranje obaveza javnog duga bilježi smanjenje, koje je nastavljeno i tokom 2019. godine. Na kraju 2019. godine teret servisiranja duga opšte vlade Bosne i Hercegovine je dostigao nivo od 3,9% BDP-a, odnosno 9,2% ukupnih prihoda opšte vlade.

Ovdje takođe postoje značajne razlike među entitetima što ne iznenađuje s obzirom na različite nivoe zaduženosti. Naime, teret servisiranja od 12,2% prihoda vladinog sektora u Republici Srpskoj je bio znatno teži 2019. godine u odnosu na 8,7% prihoda vladinog sektora u Federaciji Bosne i Hercegovine.

**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

Uprkos visokom udjelu servisiranja obaveza javnog duga u budžetskim prihodima, kao i povećanju obaveza, 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.

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. U 2015. godini opšta vlada Bosna i Hercegovina ostvaruje suficit, usljed sprovođenja mjera fiskalne konsolidacije i smanjenja javnih rashoda, koji se u narednim godinama povećava. Na kraju 2019. godine budžetski suficit je iznosio 1,9% 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 sporiji rast obaveza servisiranja javnog duga sa druge strane, u prethodnim godinama smanjili su potrebe finansiranja na znatno niži nivo od oko 4,7% budžetskih prihoda zabilježenih na kraju 2019. godine. O potrebama finansiranja biće više u nastavku.

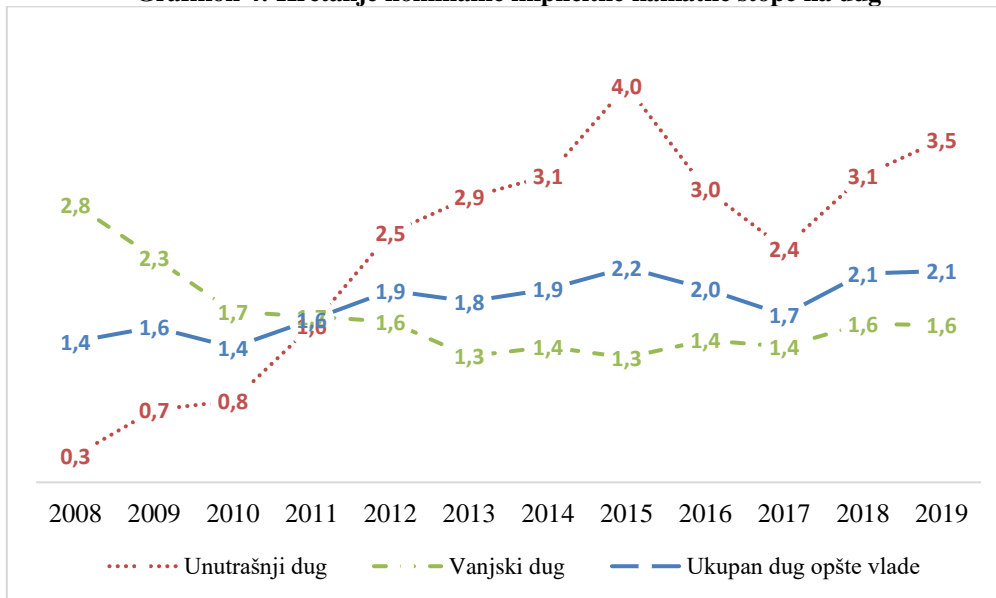
## 2. Kamatno opterećenje

Izdaci po osnovu kamata na dug su bili u stalnom porastu, sa izuzetkom 2017. godine. Na kraju 2019. godine, nominalna implicitna kamatna stopa<sup>2</sup> na javni dug sektora opšte vlade ostala je na nivou iz prethodne godine (2,1%). Razlog rasta ovih kamatnih izdataka leži u bržem porastu izdataka za kamate po osnovu unutrašnjeg duga, uglavnom komercijalnog duga (3,5%). 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 posljednje dvije godine bilježe povećanje, kao rezultat

<sup>2</sup> Implicitna kamatna stopa se računa u svrhu analize održivosti duga i predstavlja kamatne rashode budžeta posmatrane godine u % stanja duga sa kraja prethodne godine.

povećanja servisiranja obaveza vanjskog duga (1,6%). Dakle, na porast nominalne implicitne kamatne u jednakoj mjeri uticao je porast kamatnih izdataka i za unutrašnji i za vanjski dug u 2019. godini. 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, ali i da posljednje dvije godine ponovo bilježe veći nivo.

**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 CB BiH

Veći udio unutrašnjeg duga u Republici Srpskoj 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 s obzirom da se za izračun implicitnih stopa upravo koristi vrijednost dospjelih kamatnih otplata. Pored toga, do većeg kamatnog opterećenja u Republici Srpskoj su takođe dovele i više kamatne stope na unutrašnji dug u odnosu na Federaciju Bosne i Hercegovine. U 2019. godini su implicitne kamatne stope na unutrašnji dug Republike Srpske bile na nivou od 4,7% što je više u odnosu na 1,7% u Federaciji Bosne i Hercegovine. U periodu do 2018. godine, ova razlika je bila znatno niža i kretala se oko 1 procentnog poena (u daljem tekstu p.p.). S druge strane, implicitne kamatne stope na vanjski dug su bile znatno niže od unutrašnjeg i bile su približno jednake u oba entiteta (1,4% -1,7% tokom posljednjih godina. Ovim se jasno ilustruje važnost vanjskog zaduživanja za BiH kojim se ne samo umanjuje kamatno opterećenje, nego se i usporava njegov rast.

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 duga 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. U ostalim godinama, ekonomski rast je rastao brže od rasta kamata na javni dug, tako da je bio zadovoljen uslov solventnosti opšte vlade Bosne i Hercegovine, što dalje ukazuje na postojanje održivosti javnih finansija.

Ovo je dio informacije u kojem se daje više detalja o kamatnom opterećenju, tako da u nastavku slijedi nešto više o kamatama i uslovima po kojima se Bosna i Hercegovina zadužuje. Uslovi



pod kojima se Bosna i Hercegovina zadužuje kod međunarodnih finansijskih institucija (vanjski javni dug) su uglavnom povoljni: povoljne kamatne stope, rokovi otplate, grejs period. U ovom dijelu pažnju treba usmjeriti na namjenu kredita. Najveći dio vanjskog duga se odnosi na kredite podrške na realizaciji infrastrukturnih projekata, zatim slijede krediti namjenjeni javnom sektoru i za privredne djelatnosti. Krediti uzeti za ove namjene doprinose rastu ekonomske aktivnosti, i sa tog stanovišta su opravdani. Prosječna kamatna stopa na vanjski dug, na kraju 2019. godine je iznosila 1,6%, i 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 2019. godine ugovoreni krediti po varijabilnim kamatnim stopama su iznosili oko 32% ukupno ugovorenih kredita. Ovde je preporuka da se i dalje radi na smanjenju duga u varijabilnim, a u korist fiksnih kamatnih stopa, iako je trošak varijabilne kamatne stope znatno niži od troška fiksne kamatne stope, ali ne i rizik koji nosi. Na kraju 2019. godine, 39% od ukupnog stanja duga je bilo u „grejs periodu“, što takođe ukazuje na to da je vanjski dug u povoljnijem položaju u odnosu na unutrašnji dug.

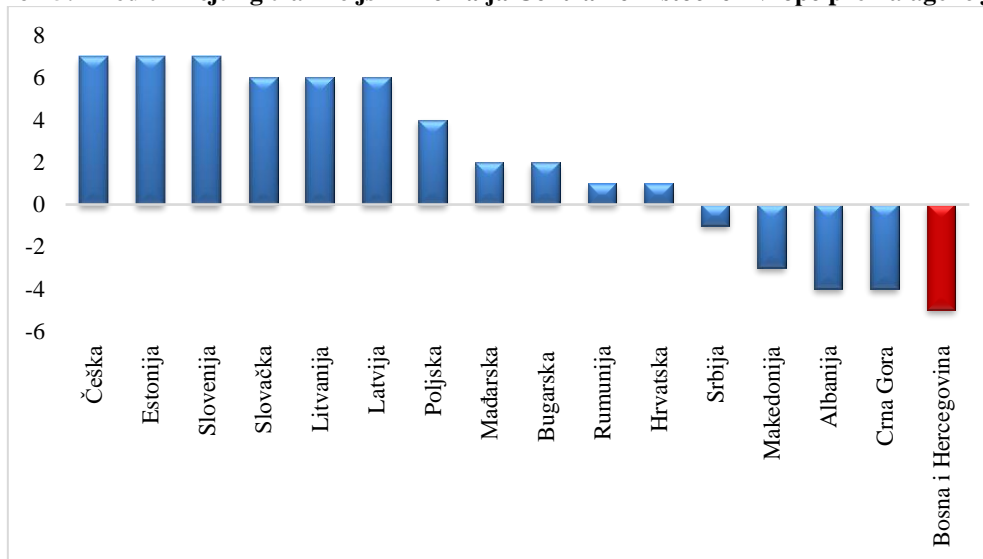
Nepovoljnije zaduživanje, sa stanovišta kamatnih stopa, je svakako komercijalno zaduživanje (uzimanje kredita kod komercijalnih banaka, ali i kroz emisije vrijednosnih papira). Osim što je u 2018. godini, Republika Srpska izašla na međunarodno tržište (prva emisija evroobveznica sa kamatnom stopom od 4,75% na Bečkoj berzi), drugih izlazaka na međunarodno tržište nije bilo. Kamatna stopa kojom se Republika Srpska zadužila je daleko viša od prosječne kamatne stope na kredite uzete kod međunarodnih finansijskih institucija. 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 2019. godini je iznosila oko 0,1% na kratkoročne kredite i ona predstavlja jedinu povoljnu kamatnu stopu dok je prosječna kamatna stopa na dugoročne kredite iznosila oko 2,5%. U Federaciji Bosne i Hercegovine prosječna efektivna kamatna stopa na kratkoročne kredite vladi i vladinim institucijama je iznosila oko 4,4%, dok je na dugoročne kredite iznosila oko 2,9%. Nešto niže kamatne stope su kod emisije kratkoročnih vrijednosnih papira (trezorski zapisi). Tako su u Republici Srpskoj kamatne stope na emitovane trezorske zapise iznosile 0,1%, dok su u Federaciji Bosne i Hercegovine iste iznosile oko -0,2%. Kamatne stope na dugoročne vrijednosne papire (obveznice) su u Republici Srpskoj su se kretale od 1,7% do 3,3%, dok su se u Federaciji Bosne i Hercegovine iste kretale u intervalu od 0,1% do 0,8%. U periodu od 2015-2017. godine, komercijalni vid zaduživanja je dostigao vrhunac, kada je iznosio preko 8,0% BDP-a. Posljednje dvije godine prisutno je njegovo smanjenje usljed smanjenje obaveza kojima prethodi verifikacija, ali i smanjenih potreba za finansiranjem. 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>3</sup>, od 2012. godine do kraja 2019. godine, kreditni rejting Bosne i Hercegovine nije se značajnije 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,

---

<sup>3</sup> Ocjena stabilne fiskalne pozicije se zasniva na procjeni da će budžetski defцити sektora опште vlade остати на niskom nivou i tokom perioda smanjenog finansiranja iz vanjskih izvora.

rejting Bosne i Hercegovine je daleko lošiji u poređenju sa drugim tranzicijskim zemljama prikazanim na grafikonu ispod.

**Grafikon 5: Kreditni rejting tranzicijskih zemalja Centralne i Istočne Evrope prema agenciji S&P<sup>4</sup>**



Izvor: CB BiH i Standard & Poor's Financial Services LLC

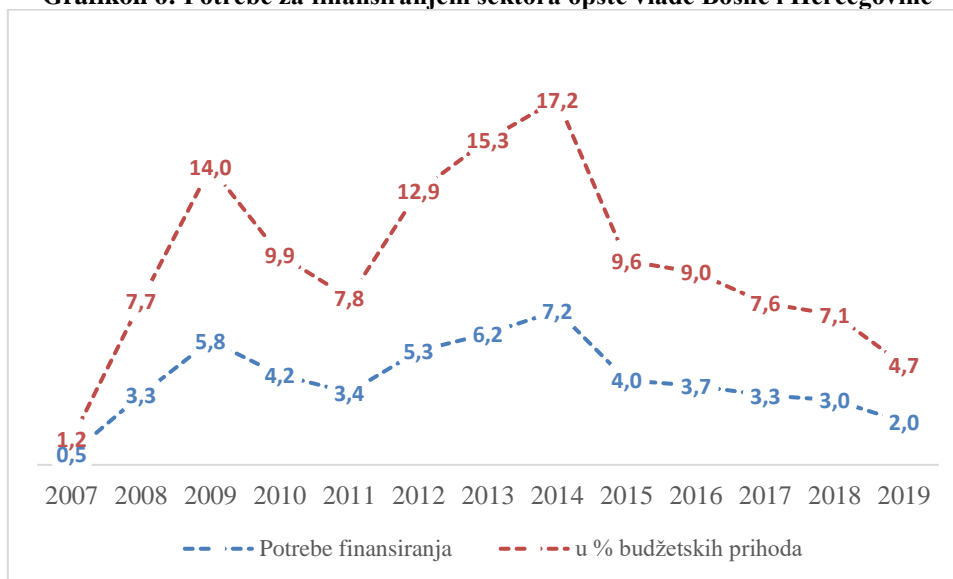
### 3. Potrebe za finansiranjem

Posljednjih godina, a posebno u 2017. godini došlo je do stabilizacije nivoa javnog duga izraženog procentom BDP-u, ali je tokom istog perioda, došlo do povećanja obaveza servisiranja javnog duga, sa izuzetkom 2019. godine. Na kraju 2019. godine, servis vanjskog duga dostigao je nivo od 3,9% BDP-a, odnosno 9,2% 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 (1,3 p.p.) ili kao udio u budžetskim prihodima konsolidovane Bosne i Hercegovine (3,0 p.p.). Uprkos navedenom smanjenju, postojeći nivo servisiranja obaveza javnog duga je još uvijek na visokom nivou. Razlog za ovo leži u različitim nivoima obaveza servisiranja među entitetima, a posebno po osnovu unutrašnjeg duga. Teret servisiranja u Republici Srpskoj je dva puta veći u odnosu na Federaciju Bosne i Hercegovine. Na kraju 2019. godine, servis javnog duga u Republici Srpskoj je dostigao nivo od 12,2% budžetskih prihoda, odnosno 5,1% entitetskog BDP-a (gdje su obaveze po osnovu unutrašnjeg duga postale dominantnije u odnosu na obaveze po osnovu vanjskog duga). U isto vrijeme, obaveze servisiranja javnog duga u Federaciji Bosne i Hercegovine su iznosile oko 8,7% budžetskih prihoda ili 3,5% entitetskog BDP-a.

Od 2015. godine, opšta vlada Bosne i Hercegovine ostvaruje budžetske suficite. Ostvareni suficiti budžeta opšte vlade su doveli su do smanjenja potreba za finansiranjem. A takođe, usljed nepostojanja deficita koji treba da se finansira, nisu postojale potrebe za novim zaduživanjem. Potrebe za finansiranjem na kraju 2019. godine su dostigle nivo od oko 2,0% BDP-a ili 4,7% budžetskih prihoda. Odnos između potreba za finansiranjem i budžetskih prihoda je skoro upolovljen u odnosu na prethodnu godinu, kada je iznosio oko 7,1%. Uprkos poboljšanju, ove pokazatelje ne treba zanemariti ako se u obzir uzme ograničen pristup tržištima kapitala zbog postojećeg kreditnog rejtinga.

<sup>4</sup> Poređenje je urađeno na način da je svakom kreditnom rejtingu zemlje dodijeljen rang unutar skale od 1 - 10 za investicijski nivo, i od -1 do -10 za neinvesticijski 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 CB BiH

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 2019. godine dostigle su nivo od 9,8% budžetskih prihoda, odnosno 4,1% entitetskog BDP-a, što je iako je poboljšano u odnosu na prethodnu godinu, i dalje jako visoko. A sa druge strane, potrebe za finansiranjem u Federaciji Bosne i Hercegovine su na kraju 2019. godine iznosile 1,2% entitetskog BDP-a ili 2,9% budžetskih prihoda (i u poređenju sa prethodnom godinom ostvareno je pogoršanje). Uz postojeće nivoe potreba finansiranja koje su trenutno na visokom nivou u Republici Srpskoj, i one koje se postepeno uvećavaju 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. Stoga se u užem smislu često misli na održivost 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 33,4% BDP-a. Po jednom od kriterijuma iz Mastroihta, dug je neodrživ ukoliko prelazi 60% BDP-a. Dakle, dug Bosne i Hercegovine je održiv, a samim tim i javne finansije. Deficiti od preko 2% BDP-a koji su bili prisutni do 2014. su zamjenjeni suficitima posljednjih godina. 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 Mastroihta). Ostvareni suficit i održiv nivo javnog duga, doveli su do još jednog povoljnog pokazatelja održivosti, a to su smanjenje potrebe za finansiranjem. U narednom periodu, od 2020. godine, za Bosnu i Hercegovinu, kao i za sve svjetske ekonomije slijede izazovi. Na globalnom nivou, proglašena je epidemija izazvana novim virusom Covid-19. Kratkoročni pokazatelji za prvih par mjeseci 2020. ukazuju na pad ekonomske aktivnosti, smanjenje u naplati prihoda, povećanje rashoda. Ukoliko nivo duga i ostane na istom nivou, njegov udio prema BDP-u će se značajno povećati, usljed smanjenja BDP-a. Smanjeni prihodi, sa jedne strane i povećani javni rashodi sa druge, direktno vode ka negativnom budžetskom bilansu. Ovakva dešavanja svakako će uticati na održivost javnih finansija Bosne i Hercegovine, ali na koji način i u kojoj mjeri ostaje da se vidi.

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

Ekonomski rast i budžetski bilans su detaljnije objašnjeni ranije u tekstu. Takođe, ranije je spomenuto da se udio direktnog vanjskog duga entiteta značajno 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 stanje vanjskog duga, 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 (kreditni kod komercijalnih banaka i emisije vrijednosnih papira), zbog visokih kamata i kraćih rokova otplate. Iako su uvećani izdaci za kamate, najvećim dijelom zbog unutrašnjeg duga, oni 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. Ali, pošto su i opštine u Bosni i Hercegovini počele više da se zadužuju na ovaj način, njihovo zaduživanje treba držati pod kontrolom. 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 dospeljeća 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. Podsjećanja radi, kreditni rejting Bosne i Hercegovine od 2012. godine, nije se značajnije mijenjao.