

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

Sadržaj

Uvod.....	2
1. Zaduženost sektora opšte vlade	3
2. Kamatno opterećenje	7
3. Potrebe za finansiranjem.....	11
4. Zaključak	12

Uvod

Primarni predmet ove informacije jeste održivost postojeće fiskalne politike sektora opšte vlade Bosne i Hercegovine¹. 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 se 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 potrebe servisiranja duga.

U 2020. godini proglašena je pandemija izazvana virusom Covid-19, koja je pred sve vlade svijeta postavila velike izazove pri suzbijanju pandemijske, zdravstvene i ekonomske krize. U pogledu početnog odgovora na pandemiju Covid-19 Bosna i Hercegovina je reagovala brzo i slijedila je globalne preporuke uvodeći mjere za prevenciju, usporavanje i kontrolu prenošenja virusa. Svi nivoi vlasti su, takođe, povećali kapacitete zdravstvenog sistema. Dalje, svi nivoi vlasti su donosili privremene, jednokratne ili mjere koje će biti nastavljene i u narednim periodima, a u cilju ublažavanje negativnih posljedica izazvanih pandemijom. Naravno, njihova realizacija značajno uvećava rashode i utiče na fiskalnu politiku. Sprovedenjem navedenih mjera nastojalo se očuvati stabilnost poslovanja privrednih subjekata, uz istovremeno održavanje budžetske stabilnosti. Prema podacima entitetskih ministarstava finansija, entitetske vlade su u 2020. godine za realizaciju jednokratne pomoći (jednokratne novčane isplate radnicima kao vid podrške u borbi protiv virusa Covid-19) isplatile oko 747 miliona KM. Isplate u borbi protiv Covid-19 čine oko 2,2% BDP-a za 2020. godinu. Kao posljedica poremećaja uzrokovanih pandemijom virusa Covid-19, obje entitetske vlade su usvojile rebalanse budžeta za 2020. godinu (Republika Srpska čak dva puta). Razlog za njihovo donošenje i usvajanje svakako leži u smanjenom prilivu prihoda i uvećanju rashoda.

Informacija je podijeljena na tri perioda: postkrizni period (nakon svjetske ekonomske krize), period fiskalne konsolidacije, i kriza izazvana virusom Covid-19. 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

¹ 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 preduzeća 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.

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.

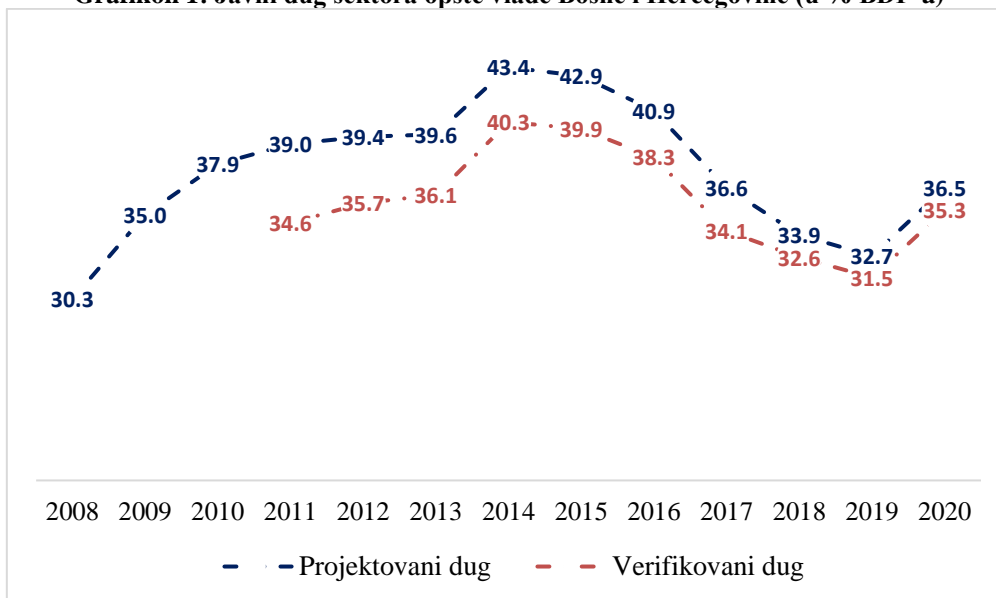
1. Zaduzenost sektora opšte vlade

U godinama nakon svjetske ekonomske krize u Bosni i Hercegovini je uslijedio period bržeg rasta javnih rashoda u odnosu na javne prihode, kao rezultat saniranja posljedica svjetske ekonomske krize. Ovakvo kretanje javnih prihoda i rashoda je dovelo do pojave budžetskog deficita. Prosječan primarni deficit tokom perioda 2009.-2014. godina se kretao oko 1,7% BDP-a godišnje. U isto vrijeme rastući rashodi kamata su doveli do ukupnog deficita opšte vlade od 2,0% u 2014. godini. Navedeni period karakteriše i rastući trend zaduzenosti sektora opšte vlade Bosne i Hercegovine. Glavni izvor rasta javnog duga nalazi se upravo u deficitu. Pored deficita, na kretanje zaduzenosti su uticali i drugi faktori poput razlike kamatnih stopa i ekonomskog rasta, kursne razlike, te verifikacija potraživanja stare devizne štednje i ratne štete. Zaduzenost Bosne i Hercegovine svoj vrhunac dostiže u 2014. godini (43,4% BDP-a) nakon čega slijedi period ublažavanja odnosno smanjivanja zaduzenosti (mjeren udjelom prema BDP-u). Taj period počinje 2015. godine i predstavlja uvođenje mjera fiskalne konsolidacije, koji je u skladu sa Reformskom agendom za Bosnu i Hercegovinu. Tokom perioda 2015.-2018. godina, djelimičnim ili potpunim sprovođenjem reformskih mjera zasnovanih na smanjenju javnih rashoda, došlo je do smanjenja budžetskog deficita. Tačnije, budžetski deficit je zamijenjen suficitom, zahvaljujući smanjenju javnih rashoda i bržem rastu javnih prihoda u odnosu na rashode. Javni dug, tokom ovog perioda, takođe se smanjuje. Tako je nivo javnog duga smanjen za 9,0 procentnih poena (u daljem tekstu p.p.) na 33,9% BDP-a na kraju 2018. godine. Nakon ovog perioda, i u 2019. godini, nastavilo se sa primjenom mjera restriktivne fiskalne politike, sve do 2020. godine (tačnije mart mjesec 2020. godine). U Bosni i Hercegovini je u martu 2020. godine uvedeno vanredno, odnosno stanje nepogode zbog pandemije COVID-19. Pandemija COVID-19 je dovela do snažnih poremećaja u ekonomijama širom svijeta. Većina zemalja je u martu potpuno zatvorila ekonomije zbog brzog širenja epidemije. Zatvaranje ekonomija se nametnula kao nužna potreba. Naravno, cijena zatvaranja je pad ekonomske aktivnosti. Sve zemlje koje su bile zatvorene su morale preduzeti odgovarajuće mjere za spašavanje ekonomije i zdravstvenog sistema, pa tako i naša zemlja. Vlade oba entiteta su donijele rebalans budžeta (Vlada Republike Srpske dva puta). Rashodi su prvenstveno planirani za pomoć zdravstvenom sektoru i za saniranje ekonomskih posljedica pandemije. Posljedice COVID-19 na ekonomsku aktivnost u zemlji su značajne i vjerovatno će se osjećati i u narednom periodu. Prekidom primjene restriktivne javne potrošnje, vlade na svim nivoima u Bosni i Hercegovini su počele da primjenjuju ekspanzivnu fiskalnu politiku kako bi ublažile ekonomske posljedice u zemlji. Kako bi odgovorile na izazove krize prouzrokovane pandemijom COVID-19, usljed značajnog smanjenja prihoda, vlade entiteta bile su primorane da se zaduže kako kod inostranih kreditora tako i na domaćem tržištu kapitala.

Na kraju 2020. godine, projektovani dug sektora opšte vlade Bosne i Hercegovine je dostigao 36,5% BDP-a. Time je nivo javnog duga, mjeren udjelom prema BDP-u, porastao za 3,9 p.p. u poređenju sa prethodnom godinom. Ovaj procenat uključuje i procjenu zakonskih obaveza vezanih za ratna dešavanja poput stare devizne štednje, materijalnih i nematerijalnih ratnih šteta, te opštih obaveza koje podrazumjevaju prethodnu verifikaciju potraživanja kao preduslov ostvarivanja prava na naplatu. Udio neverifikovanih obaveza se, iz godine u godinu, smanjuje u korist verifikovanih obaveza, jer se iste odnose na unutrašnji dug. Primjera radi, u 2011. godini neverifikovani unutrašnji dug je iznosio 4,5% BDP-a (kada je prvi put i registovan), a

na kraju 2020. godine taj procenat je iznosio svega 1,3% BDP-a. Ako se u obzir uzmu isključivo verifikovane obaveze, javni dug Bosne i Hercegovine, na kraju 2020. godine je bio nešto niži i iznosio je 35,3% BDP-a. Bilo da javni dug Bosne i Hercegovine uključuje neverifikovane obaveze ili ne, rezultat po Bosnu i Hercegovinu, je isti. Uprkos povećanju javne zaduženosti, u toku 2020. godine, Bosna i Hercegovina se i dalje svrstava u red manje zaduženih zemalja u razvoju u poređenju sa zemljama regiona. Povoljnost u poređenju za Bosnu i Hercegovinu predstavlja visina (nivo) javnog duga, ali ono što je nepovoljno jesu uslovi zaduživanja. Većina ostalih zemalja sa kojima je Bosna i Hercegovina upoređena ima znatno bolji kreditni rejting i pristup tržištima kapitala pod povoljnijim uslovima. Zbog toga su one u stanju da lakše refinansiraju postojeći dug, a i da podnesu 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

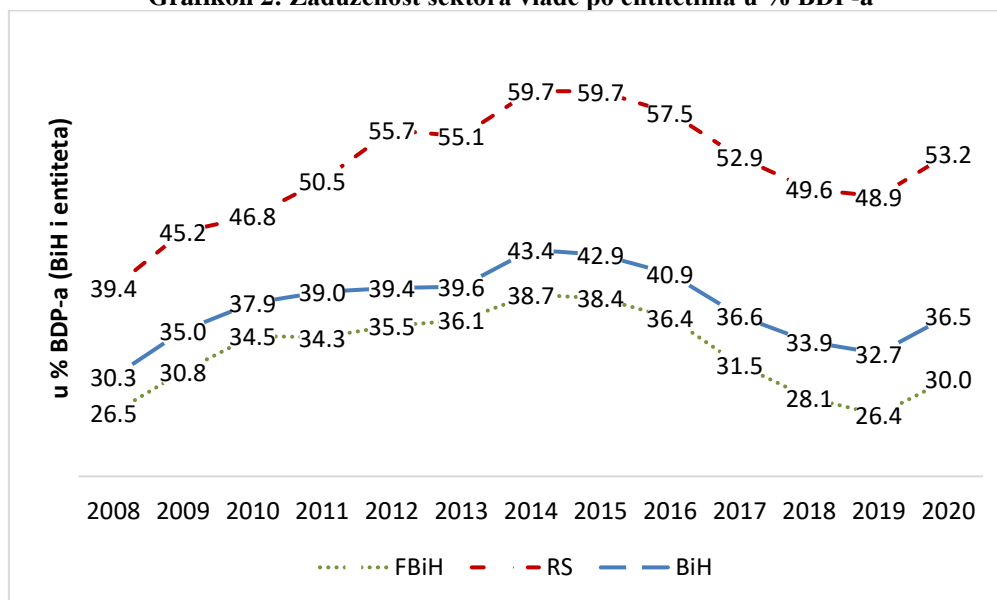
U strukturi ukupnog duga dominira vanjski dug, koji je mjeran udjelom u BDP-u, u poređenju sa prethodnom godinom, uvećan za 2,4 p.p. i na kraju 2020. godine je iznosio oko 25,1% BDP-a. Iako uvećan, ovakav pokazatelj ne predstavlja ništa alarmantno za fiskalni sektor Bosne i Hercegovine. Ako se uporede raniji periodi, može se uočiti da je vanjski dug izražen udjelom u BDP-u iznosio i više. Takođe, i udio unutrašnjeg duga (u % BDP-a), je uvećan zbog uvećanih potreba za novčanim sredstvima i smanjenja prihoda. Na kraju 2020. godine je iznosio 10,2% BDP-a, što je za 1,4 p.p. više nego u 2019. godini.

Ukupan dug Bosne i Hercegovine, većim dijelom zavisi od dinamike zaduživanja na nivoima entiteta, gdje postoje značajne razlike. U Republici Srpskoj posljednjih godina bilo je primjetno smanjenje duga. 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 konsolidacije, taj odnos je na kraju 2019. godine iznosio oko 49% entitetskog BDP-a. Usljed pojave krize izazvane virusom COVID-19, dug ponovo bilježi povećanje. Projektovani dug u Republici Srpskoj na kraju 2020. godine je iznosio oko 53,2% entitetskog BDP-a. Sa druge, strane nivo javnog duga u Republici Srpskoj mjeran udjelom prema budžetskim prihodima i dalje je jako visok i na kraju 2020. godine je

iznosio 126,0% budžetskih prihoda ovog entiteta. Javni dug Federacije Bosne i Hercegovine, je uvijek bio skoro upola manji od duga u Republici Srpskoj. Kao i u manjem entitetu, vrhunac dostiže 2014. i 2015. godine, sa iznosom od oko 39% entitetskog BDP-a. Sprovođenje mjera fiskalne konsolidacije i u ovom entitetu, rezultiralo je smanjenjem istog. Na kraju 2020. godine javni dug Federacije Bosne i Hercegovine je dostigao nivo od 30% BDP-a ili 77,2% budžetskih prihoda.

Na grafikonu ispod prikazan je ukupan dug Bosne i Hercegovine, ali i pojedinačni dug entiteta. Jasno se uočava 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, od 2018. godine, visina duga je pala ispod 50% entitetskog BDP-a, kao rezultat preduzetih mjera i politika na strani javnih finansija. Pošto je 2020. godina bila godina krize, očekivano je i povećanje duga. Ono što nije zabrinjavajuće jeste nivo duga na kraju posmatrane godine.

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



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

Kao potencijalni budući rizik na održivost duga, ali i javnih finansija uopšte, u ovom dijelu pažnju treba posvetiti povećanju direktnog vanjskog entitetskog duga. U poređenju sa 2019. godinom, ostao je na istom nivou (444 miliona KM). 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. Njegov ubrzani rast posljednjih godina, u narednom periodu treba pratiti. Na kraju 2020. godine direktni vanjski entitetski dug čini oko 5,1% ukupnog vanjskog duga. Sve do 2018. godine, njegov udio 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, nakon čega slijedi period njegovog smanjenja. U Republici Srpskoj je, direktni dug do 2011. bio beznačajan, a nakon navedene 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 inostrano berzansko tržište.

Od 2018. godine, se po prvi put, u ukupnom vanjskom dugu Bosne i Hercegovine, pojavljuje i vanjski dug jedinica lokalne samouprave (u Republici Srpskoj), na koji bi takođe trebalo obratiti pažnju. Na kraju 2020. godine, a u poređenju sa prethodnom godinom isti je uvećan za oko 48%. Stanje vanjskog duga jedinica lokalne samouprave na kraju posmatrane godine je iznosilo oko 24 miliona KM. Ali, ako se ovolikim stopama i u narednim godinama bude uvećavao, mogao bi predstavljati rizik na održivost duga, a samim tim i na javne finansije Bosne i Hercegovine. 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.

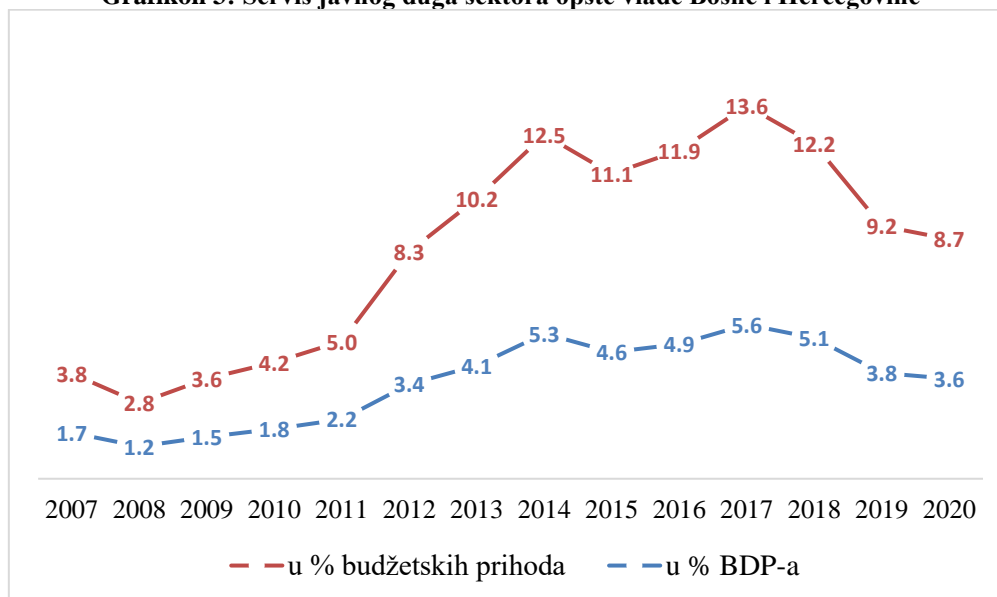
Na osnovu ranije napisanog, posmatrajući nivo javnog duga, može se zaključiti da Bosna i Hercegovina nije prezadužena zemlja, nego zemlja sa umjerenim i održivim javnim dugom. Jer, uprkos povećanju duga u 2020. godini, usljed pandemije COVID-19, stanje duga izraženo udjelom prema BDP-a se nalazi na nivou iz 2017. godine. Problem bi mogao postati, ukoliko bi se u narednih par godina produbila kriza i nastavila smanjena (ili obustavljena) ekonomska aktivnost.

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 uvođenja 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 ima problem sa refinansiranjem postojećeg duga, nego i da ga povećava kako bi mogla isfinansirati 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 2019. godine, servisiranje obaveza javnog duga bilježi smanjenje, koje je nastavljeno čak i tokom 2020. godine. Na kraju 2020. godine teret servisiranja duga opšte vlade Bosne i Hercegovine je dostigao nivo od 3,6% BDP-a, odnosno 8,7% ukupnih prihoda opšte vlade.

Uprkos postojanju značajnih razlika među entitetima u pogledu nivoa zaduženosti, u 2020. godini teret servisiranja među entitetima je skoro pa ujednačen: 9,9% prihoda vladinog sektora u Republici Srpskoj, odnosno 9,0% prihoda vladinog sektora u Federaciji Bosne i Hercegovine. U ranijim godinama, ovaj odnos je bilo daleko gori. Ovde, svakako, treba uzeti u obzir i visinu javnih prihoda. Može se zaključiti da se obaveze servisiraju redovno i da još uvijek, uprkos, visokom udjelu u budžetskim prihodima, ne predstavljaju preveliko opterećenje na njih. 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, BHAS i CBBH

Na grafikonu iznad prikazan je servis javnog duga Bosne i Hercegovine. Uočava se da se njegov udio mjeran 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 Bosne i Hercegovine ostvaruje suficit, usljed sporovođenja 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. Obaveze javnog duga su se nesmetano servisirale, a u isto vrijeme nije bilo dodatnih potreba za finansiranjem. Ostvareni suficit budžeta konsolidovane opšte vlade omogućio je nesmetano servisiranje obaveza javnog duga, a u isto vrijeme omogućio smanjenje zaduženosti jer nije bilo dodatnih potreba za refinansiranjem postojećeg duga. 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. Međutim, 2020. godina nosi nove šokove i terete. Ostvaren je deficit od 5,2% BDP-a, usljed smanjenja prihoda, a znatno bržeg rasta rashoda. Zbog povećanih potreba za finansiranjem javila se i potreba za dodatnim zaduživanjem, kako bi se pokrili rastući rashodi. O potrebama finansiranja više detalja se nalazi u podnaslovu 3.

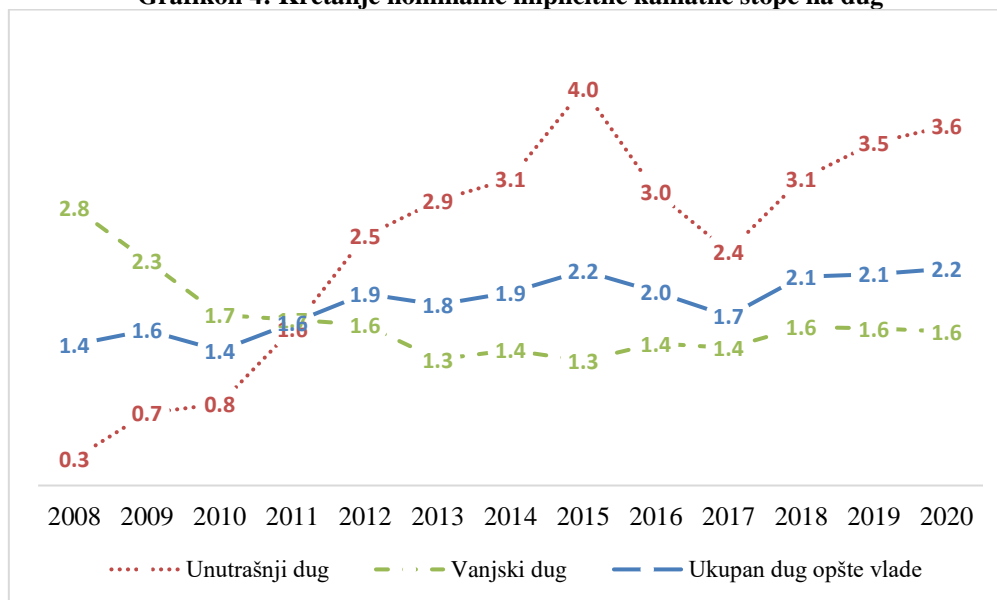
2. Kamatno opterećenje

Izdaci po osnovu kamata na dug su bili u stalnom porastu (izuzetak predstavlja 2017. godina), pa je tako na kraju 2020. godine, nominalna implicitna kamatna stopa² na javni dug sektora opšte vlade iznosila 2,2%. Interesantno je, da je kamatna stopa na kraju posmatrane godine, ostala skoro nepromijenjena od one ostvarene u 2019. godini (porast od 0,1 p.p.). Razlog rasta ovih kamatnih izdataka leži u bržem porastu izdataka za kamate po osnovu unutrašnjeg duga, uglavnom komercijalnog duga (3,6%). 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. U 2018. godini je zabilježen blagi porast nominalne kamatne stope, koja je svoju vrijednost zadržala i u 2020. godini (1,6%). Na kretanje nominalne implicitne kamatne

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

stopa značajnije je uticalo kretanje kamatnih izdataka za unutrašnji dug u 2020. 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 CBBH

Visoko kamatno opterećenje na nivou Bosne i Hercegovine u pogledu unutrašnjeg duga rezultat je kretanja u Republici Srpskoj. Struktura duga u Republici Srpskoj je dovela i do većeg kamatnog opterećenja (brži rast unutrašnjeg duga u odnosu na vanjski dug) u ovom entitetu. Implicitne kamatne stope na unutrašnji dug su posljednjih godina bile za preko dvije trećine više od kamatnih stopa na vanjski dug. 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 otplate. 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 2020. godini su implicitne kamatne stope na unutrašnji dug Republike Srpske bile na nivou od 5,2% što je više u odnosu na 1,4% u Federaciji Bosne i Hercegovine. U periodu do 2018. godine, ova razlika je bila znatno niža i kretala se oko 1 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, a kretale su se od 1,4% do 1,7% tokom posljednjih godina. Ovim se ističe važnost i značaj vanjskog zaduživanja Bosne i Hercegovine, u odnosu na unutrašnje, a koje se ugleda u smanjenju kamatnog opterećenja (povoljnije kamatne stope, rokovi otplate).

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 2020. 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. U obje godine, gdje se nalaze izuzeci, desile su se krize, praćene negativnom stopom ekonomskog rasta. Na osnovu pokazatelja, u 2010. godini, iako se desio blagi oporavak ekonomske

aktivnosti, odnos stopa ekonomskog rasta i kamata se vratio u „normalu“, što znači da javni dug dobro reaguje na kratkoročni šok. Da li će se to desiti u 2021. godini, ostaje da se vidi.

U ovom dijelu daje se više informacija o kamatnom opterećenju, tako da će dalje u tekstu biti više detalja 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. Prosječna kamatna stopa na vanjski dug, na kraju 2020. godine je iznosila 1,61%, 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 rizik refiksiranja (vrstu kamatne stope: fiksna ili varijabilna). Ranijih godina udio ugovorenih kredita po varijabilnim kamatnim stopama se postepeno smanjivao. Izloženost riziku kamatne stope u 2020. godini je veća u odnosu na 2019. godinu, te je u cilju smanjenja izloženosti ovom riziku poželjno zaduživanje po fiksnoj kamatnoj stopi pritom vodeći računa o odnosu troška i rizika, s obzirom da je trenutno trošak varijabilne kamatne stope znatno niži od troška fiksne kamatne stope. Ugovoreni krediti po varijabilnim kamatnim stopama u 2020. godini su iznosili oko 38% ukupno ugovorenih kredita (porast od 0,6 p.p. u odnosu na 2019. godinu). Na kraju 2020. godine, 35,4% od ukupnog stanja duga je bilo u „grejs periodu“, što takođe ukazuje na da je vanjski dug u povoljnijem položaju u odnosu na unutrašnji dug. Upoređujući indikatore rizika refinansiranja u 2020. godini sa indikatorima rizika refinansiranja iz 2019. godine uočava se neznatno povećanje izloženosti riziku refinansiranja u 2020. godini, a kako bi se smanjio i ublažio navedeni rizik potrebno je produžiti ročnost vanjskog duga. Što se tiče rokova otplate, kod vanjskog duga u poređenju sa unutrašnjim, i ovaj pokazatelj je povoljniji. Veći dio unutrašnjeg duga je kratkoročnog karaktera. U 2020. godini i valutni rizik je nešto prisutniji u odnosu na 2019. godinu, jer oko 41,4% duga je podložno promjenama valutnih kurseva. Na navedene indikatore rizika najveći uticaj imalo je zaduživanje po osnovu novog RFI aranžmana (Rapid Finance Instrument) sa Međunarodnim monetarnim fondom. Aranžman je izražen u SDR čiji kurs varira u poređenju sa KM i evrom.

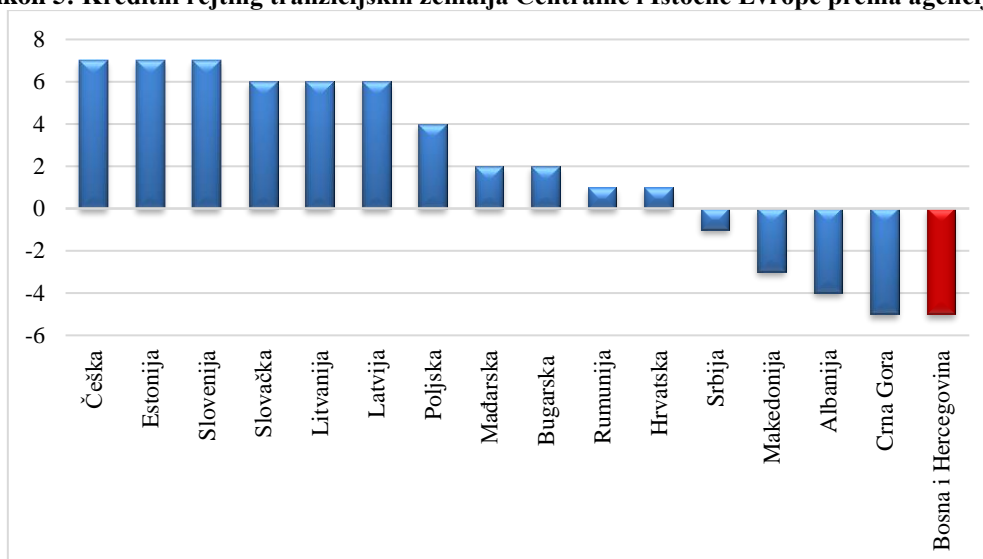
Nepovoljniji vid zaduživanja, sa stanovišta kamatnih stopa, je svakako komercijalno zaduživanje (uzimanje kredita kod komercijalnih banaka, ali i kroz emisije vrijednosnih papira). Već ranije je spomenuto da se Bosna i Hercegovina još nije zaduživala komercijalno na inostranim finansijskim tržištima. Ali, zato u 2018. godini jeste Republika Srpska³. Radi se o prvoj emisiji evroobveznica na Bečkoj berzi sa kamatnom stopom od 4,75%. Kamatna stopa 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 2020. godini je iznosila oko 2,1% na kratkoročne kredite i 3,9% na dugoročne kredite. U Federaciji Bosne i Hercegovine prosječna efektivna kamatna stopa na kratkoročne kredite vladi i vladinim institucijama je iznosila oko 3,6%, dok je na dugoročne kredite iznosila oko 3,2%. Nešto niže kamatne stope su kod emisije kratkoročnih vrijednosnih papira (trezorski zapisi). Tako su se u Republici Srpskoj kamatne stope na emitovane trezorske zapise kretale do 1,5%, a u Federaciji Bosne i Hercegovine do 1,3%. Iako su povoljnije u odnosu na kamatne stope na uzete kredite, uočava se porast istih u poređenju sa 2019. godinom. Kamatne stope na dugoročne vrijednosne papire (obveznice) su u Republici Srpskoj su se kretale od 1,7% do 3,1%, dok su se u Federaciji

³ Vlada Republike Srpske je, početkom drugog kvartala 2021. godine, na međunarodnom finansijskom tržištu emitovala petogodišnje obveznice denominirane u eurima (oko 600 miliona KM) po kuponskoj stopi od 4,75%. Navedena zaduženja, vlada Republike Srpske je planirala u budžetu za 2021. godinu kao i u Odluci Narodne Skupštine Republike Srpske o dugoročnom zaduživanju za 2021. Sredstva će biti usmjerena za povećanje plata, servisiranje duga, kao i za određene projekte za koje nema dovoljno sredstava u budžetu.

Bosne i Hercegovine iste kretale u intervalu od 0,1% do 3,2%. I kod njih je, kao i kod kamatnih stopa na trezorske zapise, prisutna promjena na više, u poređenju sa 2019. godinom.

Zaduživanja Bosne i Hercegovine na domaćem tržištu kapitala, kako se može zaključiti iz svega ranije napisanog, je veoma nepovoljan (kamatne stope, vrijeme dospelosti, uspješnost realizovane emisije). Naravno, na međunarodnim tržištima ovaj vid zaduživanja bi bio još nepovoljniji, zbog visokih kamatnih stopa (podsjećanja radi, emitovanje evroobveznice na Bečkoj berzi sa kamatnom stopom od 4,75%). Glavni razlog visokih kamatnih stopa leži u visokom kreditnom riziku, 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 pozicijom⁴, od 2012. godine do kraja 2020. 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 u zoni visokog kreditnog rizika, 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&P⁵



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

Sa stanovišta kamata, postoje određeni rizici o kojima je pisano ranije u tekstu. U ovom dijelu će biti spomenut još jedan potencijalni rizik, a to je namjena uzetih kredita na međunarodnom i domaćem tržištu. Najveći dio vanjskog duga se odnosi na kredite podrške na realizaciji infrastrukturnih projekata (57,4% u 2020. godini), zatim slijede krediti namjenjeni javnom sektoru (29,4%) i za privredne djelatnosti (13,2%). Krediti uzeti za ove namjene doprinose rastu ekonomske aktivnosti, i sa tog stanovišta su opravdani. Krediti namjenjeni javnom sektoru bilježe rast u 2020. godini, ali je to i razumljivo jer je tu uključen RFI aranžman, kao i drugi izvori finansiranja projekata na suzbijanju pandemije COVID-19.

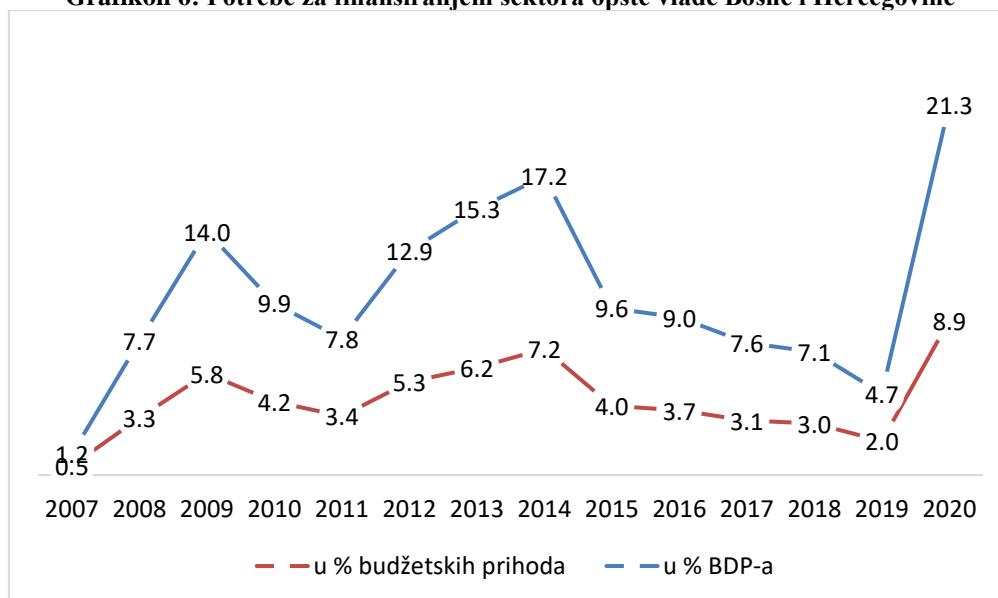
⁴ Ocjena stabilne fiskalne pozicije se zasniva na procjeni da će budžetski deficiti sektora opšte vlade ostati na niskom nivou i tokom perioda smanjenog finansiranja iz vanjskih izvora.

⁵ 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.

3. Potrebe za finansiranjem

Od početka sprovođenja mjera fiskalne konsolidacije, 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. Obaveze servisiranja javnog duga, u 2019. bilježe sporiji rast (smanjenje od 1,3 p.p. u poređenju sa 2018. godinom), koji je zadržan čak i u 2020. godini. Na kraju 2020. godine, one dostižu nivo od oko 3,6% BDP-a ili 8,7% budžetskih prihoda. 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 2020. godine, servis javnog duga u Republici Srpskoj je dostigao nivo od 9,9% budžetskih prihoda, odnosno 4,2% entitetskog BDP-a (obaveze po osnovu unutrašnjeg duga su posljednjih godina dominirale u odnosu na obaveze po osnovu vanjskog duga). U isto vrijeme, obaveze servisiranja javnog duga u Federaciji Bosne i Hercegovine su iznosile oko 9,0% budžetskih prihoda ili 3,5% entitetskog BDP-a. Usljed porasta zaduženosti, u 2020. godini, u narednim godinama moglo bi doći do značajnijeg rasta obaveza servisiranja javnog duga.

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

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 izfinansira, 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. Usljed smanjenja rasta prihoda i rasta rashoda zbog implementacije stabilizacijskih mjera za ublažavanje negativnih efekata pandemije, u 2020. godini javile su se dodatne potrebe za finansiranjem. Sa grafikona iznad može se vidjeti da je nagli rast istih bio prisutan u vrijeme iznenadnih šokova (npr. 2009. godine desila se svjetska ekonomska kriza koja se prelila i u Bosnu i Hercegovinu, 2014. godine Bosnu i Hercegovinu i region su zahvatile poplave). Takav slučaj je i sa 2020. godinom. Razlika između COVID-19 krize i kriza iz ranijih godina je što je u 2020. godini bilo prisutno potpuno zatvaranje ekonomije Bosne i Hercegovine, što je naravno izazvalo određene promjene u fiskalnom sistemu. Na kraju 2020. godine, potrebe za finansiranjem su iznosile čak 21,3% BDP-a, odnosno 8,9% budžetskih

prihoda. Posmatrajući istorijske podatke, potrebno će biti par godina da se ovi pokazatelji vrte na predkrizni period. Ovdje ne treba zanemariti ni činjenicu da je Bosni i Hercegovini ograničen pristup međunarodnim tržištima kapitala, ali i kreditni rejting.

Uprkos problemima koji su se pojavili u 2020. godini, ukoliko entiteti uspiju da realizuju planirane budžete, uvećane rashode pokriju planiranim izvorima finansiranja bez zabrinjavajuće velikog zaduživanja ili produbljivanja postojećeg deficita onda ne bi trebalo biti problema sa finansiranjem ni na nivou entiteta, a ni na nivou Bosne i Hercegovine.

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, čak i u godini u kojoj je bilo prisutno povećanje duga. U prilog tome, govori i nivo javnog duga u iznosu od 36,5% BDP-a. Po jednom od kriterijuma iz Mاستrihta, 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. Čak i u vrijeme kada je ostvarivala deficite, sa izuzetkom 2009. godine, deficiti nisu prelazili 3% BDP-a (kriterij iz Mاستrihta). Podsjećanja radi, u 2020. godini deficit je iznosio 5,2% BDP-a. Ovo je do sada najviše zabilježeni deficit. Međutim, ako se uporedi odnos prihoda prema BDP-u, uprkos njihovom smanjenju na godišnjem nivou (3,9%), u poređenju sa prethodnom godinom ostao je isti (41,8%). Rast rashoda zabilježenih 2020. godine, od 13,2% u Bosni i Hercegovini, povećao je njihov udio mjeren procentom BDP-a na 47% (za 7,0 p.p.). Svi nivoi vlasti i u narednoj godini očekuju prisustvo budžetskog deficita, ali i njegovo vraćanje na održiv nivo. Pošto se u 2020. godini desila pandemija globalnih razmjera, i mnogo veće i stabilnije ekonomije od Bosne i Hercegovine, su više pogođene negativnim efektima. Sa stanovišta budžetskog deficita, ukoliko se realizuju planirani budžeti i bude ostvaren glavni fiskalni cilj-smanjenje deficita, a u isto vrijeme se ne desi iznenadno povećanje rashoda, fiskalna politika ostaje održiva i adekvatno bi reagovala na šok izazvan pandemijom.

Ostvareni deficit i održiv, iako uvećan, nivo javnog duga, doveli su do još jednog pokazatelja održivosti, na koji treba obratiti pažnju u narednom periodu. Misli se na potrebe za finansiranjem. Kao što je ranije napisano, potrebe za finansiranjem su značajno povećane. Međutim, svi nivoi vlasti su predvidjeli, u svojim budžetima, izvore finansiranja kako domaćim tako i inostranim novčanim sredstvima. Uz finansiranje tekućih rashoda, servisiranje obaveza javnog duga, ostalo je prostora i za kapitalne investicije. Ovakvo očekivanje, ukazuje da i ovaj skok potreba za finansiranjem nije alarmantan. Međutim, rizik da se ovo ostvari, postoji. Ukoliko se epidemiološka situacija ponovo pogorša, ponovi se zatvaranje ekonomije, desi se ponovno smanjenje ekonomskog rasta i slično, moglo bi se desiti da se potrebe za finansiranjem uvećaju.

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.

Negativan ekonomski rast i negativan budžetski bilans nose rizik ako se nastave ostvarivati i u narednim periodima i istim intenzitetom. Takođe, ranije je spomenuto da se udio direktnog

vanjskog duga entiteta značajno povećao u 2018. godini. Direktni vanjski dug entiteta, kao i vanjski dug lokalnih jedinica samouprave u narednom periodu treba držati pod nadzorom 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, a s druge strane rast unutrašnjeg duga treba držati pod kontrolom. Nominalne implicitne kamatne stope na javni dug, su u 2020. godini bile više od stope ekonomskog rasta. Ukoliko se ovo nastavi i u budućnosti, moglo bi predstavljati ozbiljan problem na održivost javnih finansija. Međutim, ono što izgleda ohrabrujuće jeste podatak da su nominalne implicitne kamatne stope u 2020. godini ostale na istom nivou, kao one koje su bile u prethodnoj godini.

Kao što se moglo vidjeti ranije u tekstu, kamatne stope na unutrašnji vid zaduživanja su nepovoljnije. Iz ovoga slijedi preporuka da se komercijalno zaduživanje (domaće tržište kapitala i krediti banaka) izbjegavaju ili svedu na najmanju moguću mjeru, odnosno da im se pribjegava u krajnjoj nuždi. Što se tiče kamatnih stopa na vanjski dug, preporuka je da se preferiraju fiksne kamatne stope prilikom ugovaranja kredita sa međunarodnim finansijskim institucijama, iako je trenutno trošak varijabilne kamatne stope znatno niži od troška fiksne kamatne stope. 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 (bankarski krediti i vrijednosni papiri). Ali ne treba zanemariti ni procenat vanjskog duga koji dospeljeva u kratkom roku. Takođe, 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 ostvario neke značajne promjene.

Još jedan od pokazatelja održivosti, jeste negativan fiskalni bilans opšte vlade, pri kojem je vlada sposobna da ispunjava obaveze prema kreditorima. I u ovom pogledu Bosna i Hercegovina je, u uslovima najviše zabilježenog deficita, uspjela sve svoje obaveze da servisira u punom iznosu i na vrijeme.