

**INFORMACIJA O FISKALNOJ ODRŽIVOSTI  
ZA BOSNU I HERCEGOVINU U 2021. GODINI**

## Sadržaj

Uvod.....	2
1. Zaduženost sektora opšte vlade.....	3
2. Kamatno opterećenje .....	7
3. Potrebe za finansiranjem .....	10
4. Zaključak .....	11

## 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.

Fiskalna održivost još se naziva „održivost javnih finansija“ ili „održivost fiskalne politike“. Postoji čitav niz definicija fiskalne održivosti, ali gotovo uvijek podrazumijeva sposobnost države da dugoročno održava postojeći nivo javnih rashoda i javnih prihoda (dugoročno održava postojeći nivo negativnog fiskalnog bilansa, a da pritom ne ugrožava solventnost države, odnosno da pri tome ispunjava obaveze prema kreditorima te izvršava planirane rashode. 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.

Vrlo često, fiskalna (ne)održivost se veže uz problem prekomjernih deficita i akumulaciju javnog duga, 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 čitavog niza 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 denominiran u stranoj valuti. Održivost duga takođe zavisi i od tržišnih očekivanja i kretanja navedenih faktora 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. Međunarodni monetarni fond (dalje u tekstu MMF) u svojoj metodologiji analize održivosti javnog duga („debt sustainability analysis“ - DSA) objašnjava neodrživost javnog duga tako da se sa 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 su rastuće potrebe servisiranja duga. Dug je održiv kada dužnik može nastaviti servisirati svoje obaveze bez nerealno velike korekcije u bilansu prihoda i rashoda. Održivost duga, po MMF-u, odražava solventnost, likvidnost i sposobnost prilagođavanja zemlje. Zemlja je solventna ako sadašnja vrijednost tekućih i budućih primarnih rashoda (bez kamata) nije veća od sadašnje vrijednosti budućih tokova prihoda. Zemlja je likvidna ako može refinansirati svoje dospjele obaveze. Pritom ocjena održivosti duga uvažava i činjenicu da postoje društvene i političke granice prilagođavanja u rashodima i prihodima koje (za razliku od ekonomske sposobnosti) određuju spremnost pojedine zemlje da plati svoje obaveze.

Početkom 2020. godine proglašena je pandemija izazvana virusom Covid-19 i na snazi su bile restriktivne mjere u pogledu rada privrednih subjekata, zabrane kretanja, zatvaranja granica, smanjenog uvoza robe, mjera iz oblasti naplate poreza i doprinosa i drugih mjera pomoći stanovništvu i privredi, koje su se direktno odrazile na smanjenje prihoda. Realizacija navedenih mjera zahtjevala je dodatna novčana sredstva (povećanje rashoda). U toku 2021. godine, dolazi do značajnog oporavka privrede, što se svakako pozitivno odrazilo na naplatu prihoda (porezi i prihodi po osnovu socijalnih doprinosa).

---

<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 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.

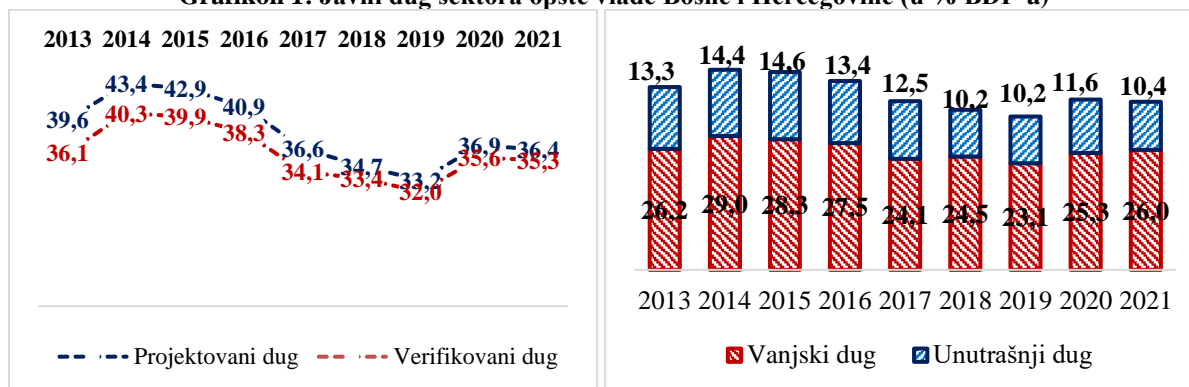
Fokus prvog dijela izvještaja je na visini zaduženosti sektora opšte vlade Bosne i Hercegovine, sa osvrtnom na pojedinačnu zaduženost entiteta. Zatim se analiziraju faktori kamatnog opterećenja, kao i odnos kamatnih stopa i ekonomskog rasta. U ovom dijelu objašnjava se i kreditni rejting Bosne i Hercegovine, koji u velikoj mjeri ograničava prag (pre)zaduženosti. Nakon toga se analiziraju potrebe finansiranja uslijed rasta obaveza servisiranja duga, postojeći budžetski bilans i nivo javnog duga. Na kraju slijedi zaključak.

## **1. Zaduzenost sektora opšte vlade**

U godinama koje su prethodile pojavi pandemije izazvane virusom Covid-19, u Bosni i Hercegovini se sprovodila fiskalna konsolidacija. Djelimičnim ili potpunim sprovođenjem reformskih mjera zasnovanih na smanjenju javnih rashoda došlo se do krajnjeg rezultata: smanjen je budžetski deficit, koji je čak prešao i u pozitivan fiskalni bilans (suficit). Suficit se zadržao sve do 2020. godine. Tada dolazi do drastičnog pada ekonomske aktivnosti uslijed pandemije izazvane virusom Covid-19. Pad prihoda i finansiranje socio-ekonomskih mjera podrške privredi i građanima i zdravstvenog sistema na svim nivoima vlasti uslovlili su veliki deficit na nivou opšte vlade u Bosni i Hercegovini. Ovakva situacija je zahtjevala sprovođenje mjera fiskalnog prilagođavanja na svim nivoima vlasti. Prekidom primjene restriktivne javne potrošnje, vlade na svim nivoima vlasti u Bosni i Hercegovini su počele da primjenjuju ekspanzivnu fiskalnu politiku kako bi ublažile negativne ekonomske posljedice u zemlji. Kako bi odgovorile na izazove krize prouzrokovane pandemijom, usljed značajnog smanjenja prihoda, vlade entiteta bile su primorane da se zadužuju kako kod inostranih kreditora tako i na domaćem tržištu kapitala. Time je ukupan javni dug na kraju 2020. godine, ponovo uvećan.

Na kraju 2021. godine, projektovani dug sektora opšte vlade Bosne i Hercegovine je dostigao 36,4% BDP-a. U poređenju sa predpandemijskim periodom (2019. godinom) nivo javnog duga, mjereno udjelom prema BDP-u, je porastao za 3,2 p.p., ali je u poređenju sa 2020. godinom smanjen za skromnih 0,5 p.p. Ovaj procenat uključuje i procjenjene zakonske obaveze nastale 90-tih godina: stara devizna štednja, materijalne i nematerijalne ratne štete, te opšte obaveze 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 2021. godine taj procenat je iznosio svega 1,1% BDP-a. Ako se u obzir uzmu isključivo verifikovane obaveze, javni dug Bosne i Hercegovine, na kraju 2021. 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. U godinama šokova i kriza prisutan je porast javnog duga, koji se u periodima oporavka smanjuje. Uprkos povećanju javne zaduženosti, u toku 2020. godine, i u 2021. godini Bosna i Hercegovina se i dalje svrstava u red manje zaduženih zemalja u razvoju u poređenju sa zemljama regiona. Bosna i Hercegovina je zemlja sa srednjoročno održivim javnim dugom. Povoljnost 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)**



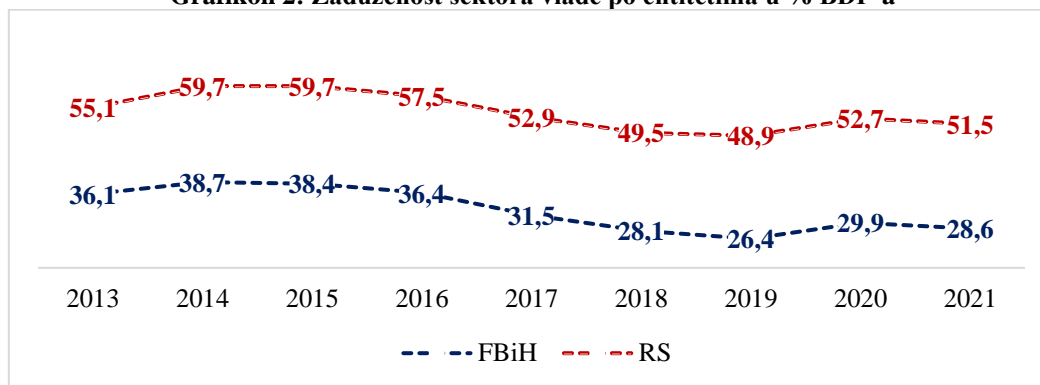
Izvor: Procjena DEP-a na bazi podataka ministarstva finansija svih nivoa vlasti

U strukturi ukupnog duga dominira vanjski dug, što je prikazano na grafikonu iznad. Vanjski dug mjereno udjelom prema BDP-u, kao pokazateljem opterećenosti dugom, na kraju 2021. godine je dostigao 26% BDP-a, čime je u poređenju sa 2019. godinom zabilježio povećanje od 2,9 p.p.. I u poređenju sa pandemijskom, 2020. godinom prisutno je umjereno povećanje istog (0,7 p.p.). Ako se uporede raniji periodi, može se uočiti da je vanjski dug izražen udjelom u BDP-u iznosio i više, tako da se stopa zabilježena na kraju 2021. godine kreće oko prosjeka perioda. Udio unutrašnjeg duga (u % BDP-a), nakon porasta u 2020. godini, vratio se na nivo iz predpandemijskog perioda.

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 ranijim godinama javni dug Republike Srpske bio je u stalnom porastu (vidjeti grafikon ispod), da je skoro dostigao kriterij iz Mاستrihta. Ovim je održivost javnih finansija kako ovog entiteta, a tako i Bosne i Hercegovine donekle bila ugrožena. Nakon sprovođenja mjera fiskalne discipline (konsolidacije) javni dug je značajno smanjen. Na kraju 2021. godine, ukupan javni dug Republike Srpske je dostigao nivo od oko 51,5% entitetskog BDP-a. Javni dug mjereno u odnosu prema budžetskim prihodima na kraju iste godine je iznosio 123%. Ovo je jako visok procenat, ali sve dok je naplata prihoda prisutna, ne predstavlja neki značajniji problem. Bruto potrebe za finansiranjem (indikator opterećenosti dugom) su na kraju 2021. godine iznosile oko 6,2% BDP-a.<sup>2</sup> Povećanje ovog indikatora se direktno vezuje za povećanje servisiranja duga, ali i budžetskog deficita. Javni dug Federacije Bosne i Hercegovine, je uvijek bio skoro upola manji od duga u Republici Srpskoj, ali su imali isti trend. Najveći nivo mjereno udjelom prema BDP-u dostiže u godinama, nakon sprovođenja fiskalne konsolidacije i tada je iznosio oko 39% BDP-a. Na kraju 2021. godine, javni dug Federacije Bosne i Hercegovine je iznosio oko 28,6% BDP-a ili 74,4% budžetskih prihoda.

<sup>2</sup> Indikativna granica bruto potreba za finansiranjem javnog sektora iznosi 15% BDP-a

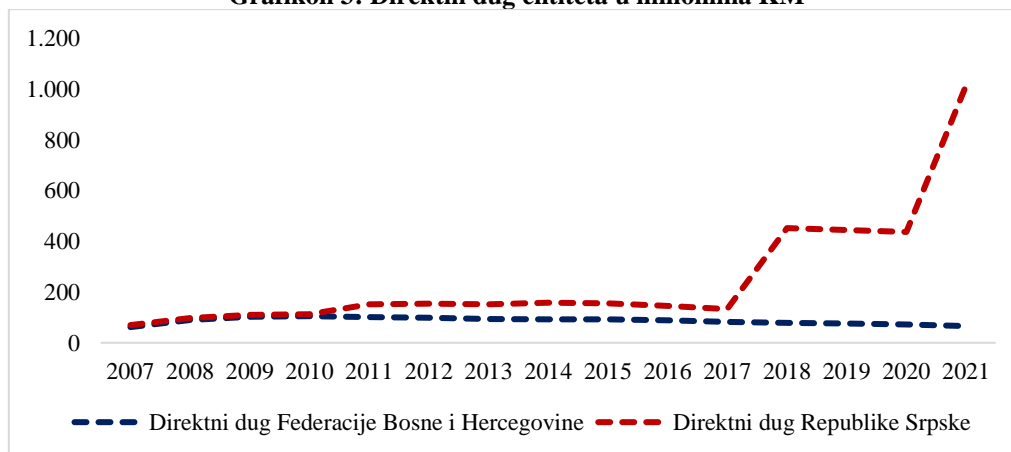
**Grafikon 2: Zaduženost sektora vlade po entitetima u % BDP-a**



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

U ranijim informacijama istican je porast direktnog entitetskog vanjskog duga. Od 2007. godine, kada je prvi put evidentiran, pa sve do 2018. godine, njegovo povećanje je bilo umjereno i nije prelazilo 2% ukupnog vanjskog duga Bosne i Hercegovine. Od 2018-2020. godine prosječno godišnje povećanje je iznosilo oko 445 miliona KM ili 5,5% ukupnog vanjskog duga. Na kraju 2021. godine iznosio je oko 1 milijardu KM, što čini oko 10% ukupnog javnog vanjskog duga. Izlazak i direktno zaduživanje Republike Srpske na inostrano tržište kapitala (emitovanjem evroobveznica) je direktno uticalo na povećanje direktnog duga entiteta. Po prvi put to se desilo 2018. godine, kada su emitovane obveznice na Bečkoj berzi (rok otplate 5 godina, grejs period 4 godine uračunat u period otplate, kuponska kamatna stopa 4,75%). Da bi se ublažile negativne posljedice Covid-19 na privredu i stanovništvo, Republika Srpska izlazi na Londonsku berzu i emituje obveznice (rokovi otplate i kamata isti kao na Bečkoj berzi). Na porast direktnog duga u narednom periodu bi trebalo obratiti posebnu pažnju, jer bi mogao uticati na održivost javnih finansija.

**Grafikon 3: Direktni dug entiteta u milionima KM**



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

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 skrenuti pažnju. U 2020. godini, a u poređenju sa prethodnom godinom uvećan je za oko 42%. Na tom nivou (22 miliona KM) ostao je i na kraju 2021. godine. Stanje vanjskog duga jedinica lokalne samouprave na kraju posmatrane godine još uvijek nije zabrinjavajuće, ali ako bi se u narednim godinama povećavalo ovako visokim stopama moglo 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

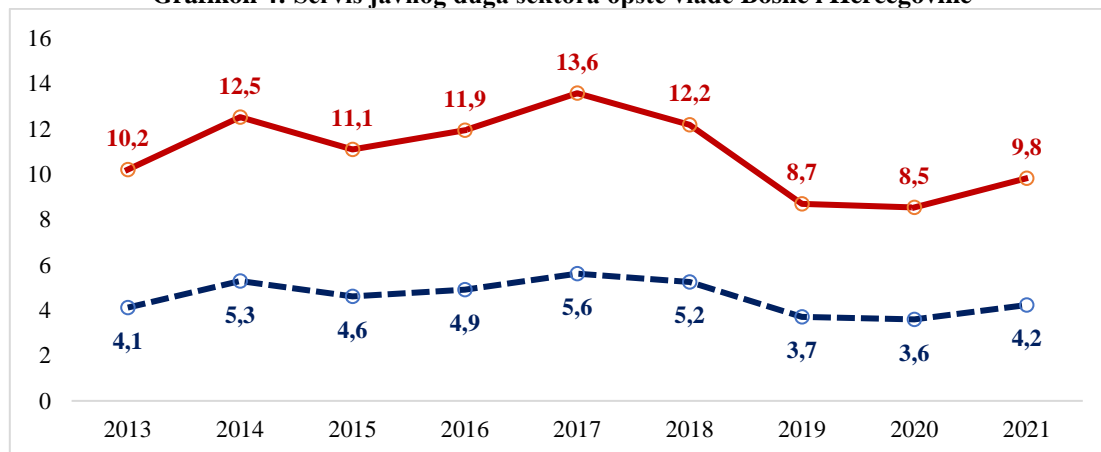
nekontrolisano povećanje, ovo bi moglo da predstavlja faktor koji bi mogao da ugrozi fiskalnu stabilnost kako entiteta, tako i Bosne i Hercegovine.

Kao faktori rizika za povećanje zaduženosti u narednom periodu mogu se izdvojiti smanjenje ili prestanak ekonomske aktivnosti (kao što je bio slučaj u 2020. godini), rast budžetskog deficita, promjena profila duga u pogledu ročnosti i valute, struktura duga prema nosiocima.

Na osnovu ranije napisanog, posmatrajući nivo javnog duga, može se zaključiti da je Bosna i Hercegovina 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 dešavanja koja su započela u 2022. godini produžila i u narednih par godina (sukobi u Ukrajini). Na osnovu kratkoročnih pokazatelja, već su naniže revidirane projekcije ekonomskog rata vodećih ekonomija.

Sa druge strane, sposobnost ekonomije da uredno servisira sve svoje dospjele obaveze takođe bitno utiče i određuje fiskalnu održivost. Razvijenije zemlje često lakše servisiraju svoj dug čak i na višim nivoima zaduženosti. Sa druge strane, niži nivo zaduženosti 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 (nepovoljne i visoke kamatne stope), te nedovoljno razvijenih ili nerazvijenih finansijskih tržišta. Vraćanje postojećeg duga (servisiranje) se planira kroz budžet opšte vlade ili kroz novo zaduživanje, tzv. refinansiranje. U slučaju ostvarenog negativnog fiskalnog bilansa (deficita), radi servisiranja obaveza javnog duga dolazi do povećanja nivoa javnog duga (usljed novih zaduženja). U periodu od 2009-2015. godine, od izbijanja svjetske ekonomske krize do uvođenja mjera fiskalne konsolidacije, opšta vlada Bosne i Hercegovine je uglavnom bilježila skromne deficite. Usljed postojanja deficita, Bosna i Hercegovina je imala potrebu za dodatnim novčanim sredstvima kako bi se mogao refinansirati (izmiriti) postojeći dug, ali i finansirati nastali deficit. Sve to je uvećavalo stanje javnog duga, ali i povećavalo buduće otplate duga. Teret servisiranja javnog duga opšte vlade Bosne i Hercegovine po godinama, može se vidjeti sa grafikona ispod. Nakon sprovođenja fiskalne konsolidacije, uz ostvarenje pozitivnog budžetskog bilansa i teret servisiranja obaveza javnog duga počinje da se stabilizuje. Usljed pandemije, u 2020. godine servis duga se uvećava, jer sa jedne strane se desio negativan ekonomski rast, a sa druge smanjenje prihoda. S obzirom da 2021. godinu karakteriše oporavak ekonomske aktivnosti uz značajno povećanje javnih prihoda, što je rezultiralo budžetskim deficitom manjim nego što se očekivalo (čak je ostvaren pozitivan primarni bilans), ovo je u značajnoj mjeri smanjilo teret servisiranja u posmatranoj godini. Naime, na kraju 2021. godine teret servisiranja duga opšte vlade Bosne i Hercegovine je dostigao nivo od 4,2% BDP-a, odnosno 9,8% ukupnih prihoda opšte vlade.

**Grafikon 4: Servis javnog duga sektora opšte vlade Bosne i Hercegovine**



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

Kao i kod stanja javnog duga, i kod servisiranja istog postoje značajne razlike među entitetima, a što je posljedica različitih nivoa zaduženosti. Teret servisiranja od 14,9% prihoda vladinog sektora u Republici Srpskoj je bio veći u odnosu na 8,3% prihoda vladinog sektora u Federaciji Bosne i Hercegovine.

Uprkos visokom udjelu servisiranja obaveza javnog duga posebno u javnim приходima, kao i povećanju obaveza servisiranja, Bosna i Hercegovina do sada nije imala problema da sve obaveze po ovom osnovu 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. Do 2023. očekuje se umjeren rast otplate javnog duga, s obzirom da tada dospijevaju kredit Evropske komisije Makrofinansijska pomoć II, Euroobveznica RS, te dio otplate glavnice za sredstava Međunarodnog monetarnog fonda u okviru proširenog aranžmana (EFF)<sup>3</sup> za suzbijanje negativnih posljedica na smanjenu ekonomsku aktivnost prouzrokovanu pandemijom Covid-19. Uz očekivani ekonomski rast i povećanje u naplati prihoda ni ovo uvećanje ne bi trebalo predstavljati problem. Na osnovu analize podataka po entitetima, moguće probleme u servisiranju obaveza mogu imati nekoliko kantona, opština i javnih preduzeća kojima je Federacija Bosne i Hercegovine usmjerila kreditna sredstva. Međutim, i ovaj problem se može riješiti reprogramom obaveza.

Obzirom da je u 2021. godini, evidentiran ubrzani rast cijena, koji je nastavljen i u 2022. godini, veća inflacija bi mogla povećati troškove servisiranja javnog duga.

Trošak servisiranja duga u direktnoj je korelaciji sa promjenama kamatnih stopa. Dug sa visokim kamatnim stopama generira tokom vremena veće troškove duga, odnosno povećava potrebe za refinansiranjem.

## **2. Kamatno opterećenje**

Ukupan javni dug Bosne i Hercegovine karakteriše relativno niska prosječna nominalna implicitna kamatna stopa<sup>4</sup>. Prosječna nominalna implicitna kamatna stopa ukupnog duga na kraju 2021. godine je iznosila 1,9%. Nakon rasta u prethodnim godinama, na kraju 2021. godine bilježi smanjenje od 0,3 p.p. (u poređenju sa 2020. godinom). Posljednjih godina prisutan je trend nešto bržeg rasta kamatnih stopa na unutrašnji dug u odnosu na vanjski dug, koji svakako određuje i kretanje ukupne kamatne stope na javni dug.

Što se tiče izdataka za kamate po osnovu vanjskog duga, posljednjih godina uglavnom su imali stabilnu stopu koja nije dozvoljavala dalji rast ukupne kamate na javni dug (prosječna kamatna stopa 1,5%). Iako je u prethodne dvije godine implicitna kamatna stopa na vanjski dug prelazila prosjek perioda (1,6%), nije predstavljala faktor rizika na održivost. Na kraju 2021. godine čak je i manja za 0,4 p.p. u poređenju sa 2020. godinom.

Detalji o kretanju kamatnih stopa dati su na grafikonu ispod.

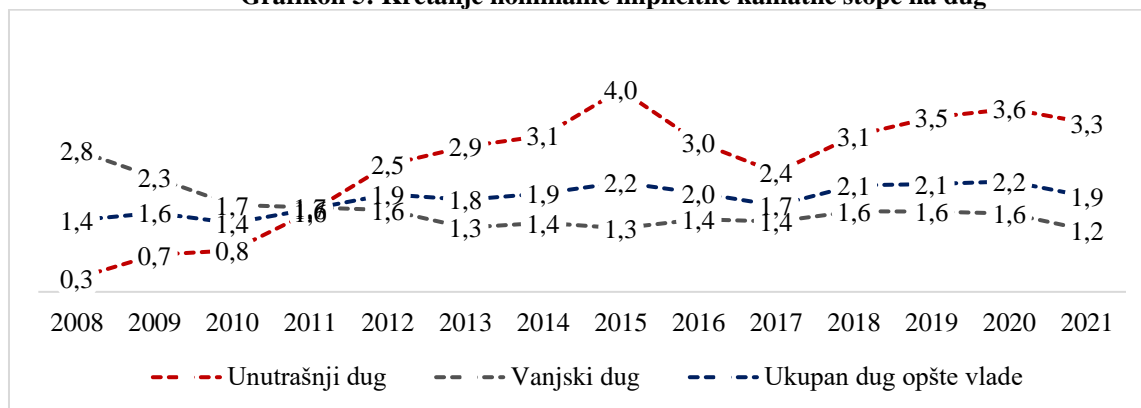
---

<sup>3</sup> Kredit Evropske komisije Makrofinansijska pomoć II u iznosu od 50 mil evra. Euroobveznica RS u iznosu od 168 mil evra. EEF (Rapid Finance Instrument) u iznosu od 87,44 mil SDR.

<sup>4</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.



**Grafikon 5: Kretanje nominalne implicitne kamatne stope na dug**



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

Visoko kamatno opterećenje na nivou Bosne i Hercegovine u pogledu unutrašnjeg duga rezultat je nejednakosti unutar entiteta. Struktura duga u Republici Srpskoj je dovela i do većeg kamatnog opterećenja (brži rast unutrašnjeg duga u odnosu na vanjski dug) u ovom entitetu, a samim tim i na nivou Bosne i Hercegovine. Implicitne kamatne stope na unutrašnji dug su posljednjih godina bile oko 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 dospelih 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 2021. godini su implicitne kamatne stope na unutrašnji dug Republike Srpske bile na nivou od 4,8% što je četiri puta više u odnosu na 1,2% u Federaciji Bosne i Hercegovine. 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).

Po jednoj od definicija održivosti javnih finansija ističe se da ukoliko su kamatne stope na javni dug manje od stope ekonomskog rasta, da je fiskalna politika održiva. Kamatne stope su, sa izuzetkom kriznih godina (2009., 2014. i 2020.), bile niže od stope ekonomskog rasta Bosne i Hercegovine, i u nominalnom i u realnom smislu, čime je zadovoljen uslov solventnosti opšte vlade Bosne i Hercegovine. Ovakav odnos stopa ekonomskog rasta i kamatnih stopa pokazuje da javni dug dobro reaguje na kratkoročne šokove što dalje ukazuje na postojanje održivosti javnih finansija.

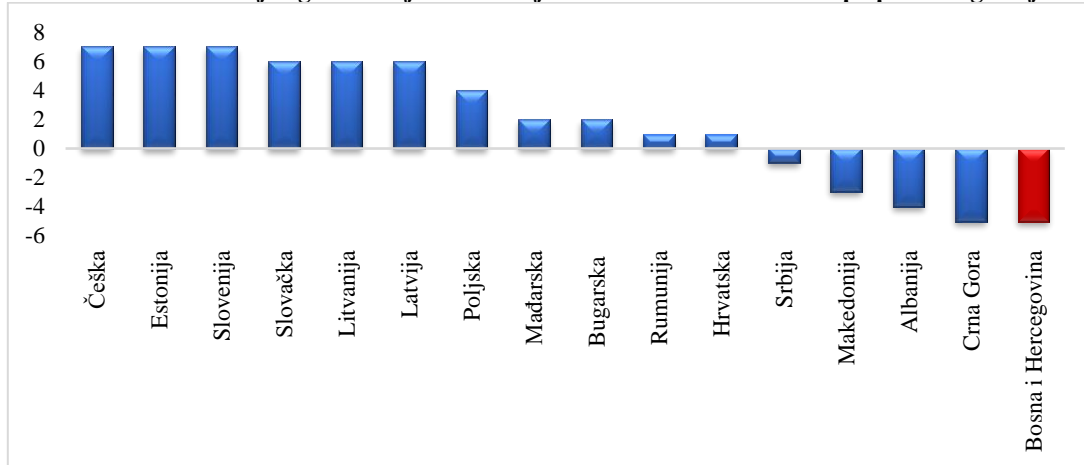
Uslovi pod kojima se Bosna i Hercegovina zadužuje kod međunarodnih finansijskih institucija (vanjski javni dug) su uglavnom povoljni: povoljne kamatne stope, rokovi otplate i grejs period. Prosječna kamatna stopa na vanjski dug, na kraju 2021. godine je iznosila 1,51%, i sa stanovišta održivosti smatra 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 2021. godini je manja u poređenju sa prethodnom godinom. U cilju smanjenja izloženosti ovom riziku poželjno je zaduživanje po fiksnoj kamatnoj stopi pri čemu treba voditi 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 2021. godini su iznosili oko 35% ukupno ugovorenih kredita (smanjenje od 2,7 p.p. u odnosu na 2020. godinu). Na kraju 2020. godine, 46% 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. Upoređujući indikatore rizika refinansiranja u 2021. godini sa indikatorima rizika refinansiranja iz 2020. godine uočava se neznatno povećanje izloženosti riziku refinansiranja u 2021. 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 2021. godini i valutni rizik je nešto prisutniji u odnosu na 2020. godinu, jer oko 36,2% duga je podložno promjenama valutnih kurseva.

Nepovoljniji vid zaduživanja, sa stanovišta kamatnih stopa, je svakako komercijalno zaduživanje (uzimanje kredita kod komercijalnih banaka, ali i kroz emisije vrijednosnih papira). Nakon prve emisije evroobveznica, Republika Srpska emitovala je ponovo evroobveznice u 2021. godini putem Londonske berze sa kuponskom 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 2021. godini je iznosila oko 1,6% na kratkoročne kredite i 3,6% na dugoročne kredite. U Federaciji Bosne i Hercegovine prosječna efektivna kamatna stopa na kratkoročne kredite vladi i vladinim institucijama je iznosila oko 3,1%, dok je na dugoročne kredite iznosila oko 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 0,5%, a u Federaciji Bosne i Hercegovine oko 0,014%. Iako su povoljnije u odnosu na kamatne stope na uzete kredite, uočava se porast istih u poređenju sa 2020. godinom. Kamatne stope na dugoročne vrijednosne papire (obveznice) su u Republici Srpskoj su se kretale od 1,0% do 2,5%, dok su se u Federaciji Bosne i Hercegovine iste kretale u intervalu od 0,8% do 1,1%. I kod njih je, kao i kod kamatnih stopa na trezorske zapise, prisutna promjena na više, u poređenju sa 2020. godinom.

Zaduživanja Bosne i Hercegovine na domaćem tržištu kapitala, kako se može zaključiti iz svega ranije napisanog, je veoma nepovoljan (kamatne stope, vrijeme dospeljeća, uspješnost realizovane emisije). Naravno, na međunarodnim tržištima ovaj vid zaduživanja bi bio još nepovoljniji, zbog visokih kamatnih stopa (podsjećanja radi, emitovanje evroobveznice 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 pozicijom, od 2012. godine do kraja 2021. godine, kreditni rejting Bosne i Hercegovine nije se značajnije mijenjao. Početkom 2020. godine promijenjen je iz pozitivnih u stabilne izglede, ali ocjena je ostala ista. 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“. Oba kreditna rejtinga su nepovoljna i svrstavaju Bosnu i Hercegovinu među zemlje sa visokim kreditnim rizikom - neinvestitorski rejting, odnosno u grupu zemalja koja može da izmiruje trenutne dugoročne obaveze, ali nepovoljna ekonomska kretanja mogu dovesti do problema u servisiranju njenih obaveza. Od svih zemalja u regionu Bosna i Hercegovine ima najlošiji kreditni rejting.

**Grafikon 6: Kreditni rejting tranzicijskih zemalja Centralne i Istočne Evrope prema agenciji S&P<sup>5</sup>**



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

### 3. Potrebe za finansiranjem

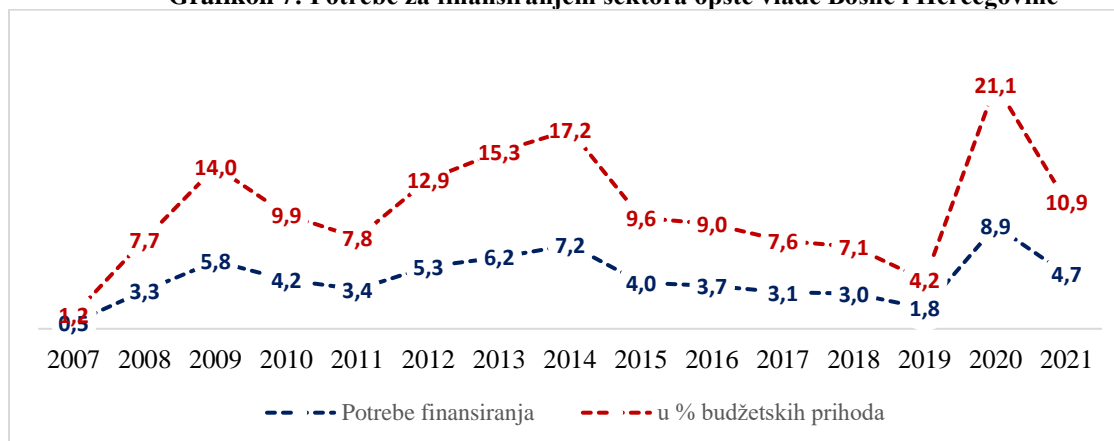
Trošak servisiranja duga u direktnoj je vezi sa promjenama kamatnih stopa. Dug sa visokim kamatnim stopama generiše tokom vremena veće troškove duga, odnosno povećava potrebe za refinansiranjem. Visina javnog duga i visina budžetskog deficita su dva pokazatelja koji su prema kriterijima kovergencije definisani Mاستriškim kriterijumima, gdje javni dug zemalja članica EU ne bi smio prelaziti 60% BDP-a, a budžetski deficit ne bi smio prelaziti 3% BDP-a. Javni dug usko je vezan sa budžetskim deficitom.

Od početka sprovođenja mjera fiskalne konsolidacije, došlo je do stabilizacije nivoa javnog duga izraženog procentom prema BDP-u, ali i ostvarivanja budžetskog suficita. Međutim, tokom istog perioda, došlo je do povećanja obaveza servisiranja javnog duga. U 2019. godini prisutno je smanjenje nivoa javnog duga, ostvaren je budžetski deficit opšte vlade, smanjenje obaveze servisiranja, što je u značajnoj mjeri smanjilo potrebu za finansiranjem. U navedenoj godini potrebe za finansiranjem su iznosile 1,8% BDP-a ili 4,2% budžetskih prihoda. Ovo je i najniži nivo zabilježen od kako se proizvode podaci za konsolidovanu vladu Bosnu i Hercegovinu.

Već u 2020. godini desila se pandemija virusom Covid-19 i tada je ostvaren budžetski deficit i povećan je javni dug, ali su se zbog sprovođenja stabilizacijskih mjera za ublažavanje negativnih efekata pandemije, javile i dodatne potrebe za finansiranjem. Iako je u 2021. ostvaren ekonomski oporavak, naplata prihoda je bila veća od očekivane, ipak su potrebe za finansiranjem ostale na nešto višem nivou u odnosu na predkrizni period, ali su značajno smanjenje u poređenju sa 2020. godinom. Na kraju posmatrane godine one su iznosile 4,5% BDP-a ili 10,5% budžetskih prihoda.

<sup>5</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 7: 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

Sa grafikona iznad može se vidjeti da je nagli rast istih bio prisutan u vrijeme iznenadnih šokova (npr. 2009., 2014. i 2020. godina). Razlika između Covid-19 krize i kriza iz ranijih godina je što je u 2020. godini bilo prisutno potpuno zatvaranje ekonomije Bosne i Hercegovine tokom većeg dijela godine, ali i poslovanje pod ograničenim uslovima, što je naravno izazvalo određene promjene u fiskalnom sistemu, ali i dodatna opterećenja na javne finansije.

Naravno, ovde treba uzeti u obzir i potrebe za finansiranjem na nivou entiteta, koji su direktno kreirali iste na nivou Bosne i Hercegovine. Ukoliko se posmatraju entiteti, a u obzir uzmu razlike u nivou i strukturi duga, teretu servisiranja, ali i budžetskim bilansima, uočavaju se i razlike u potrebama za finansiranjem. Potrebe finansiranja u Republici Srpskoj na kraju 2021. godine dostigle su nivo od 14,8% budžetskih prihoda, odnosno 6,2% entitetskog BDP-a, što je više u poređenju sa dvije prethodne godine. S obzirom, da je 2019. godina bila bez nekih velikih šokova, ovi pokazatelji bi mogli biti zabrinjavajući. Sa druge strane, potrebe za finansiranjem u Federaciji Bosne i Hercegovine su na kraju 2021. godine iznosile 4,3% entitetskog BDP-a ili 11,2% budžetskih prihoda, što je nešto niže u odnosu na prethodnu godinu, ali se nalazi na nivou iz 2015. godine. S obzirom na to da se nalaze na nivou kada je započeta fiskalna konsolidacija, ukazuju da bi se u narednom periodu trebalo raditi na njihovoj stabilizaciji i poboljšanju. Uz postojeće nivoe potreba finansiranja koje su u porastu u oba entiteta, Bosna i Hercegovina u narednom periodu ne bi trebala imati problema sa finansiranjem, jer je indikativna granica bruto potreba za finansiranjem 15% BDP-a. Ukoliko se počnu uvećavati značajnije, mogle bi dovesti do problema sa finansiranjem, a tako i do ponovnog budžetskog deficita, s obzirom da se u 2023. godini očekuje povećanje otplata obaveza.

Prema Programu ekonomskih reformi za 2022-2024. godine, opštu vladu u 2022. očekuje blagi suficit, glavni izvor finansiranja će biti vanjski izvori finansiranja (novo zaduživanje). Sve ovo (povećanje otplata obaveza, povlačenje novih kredita, budžetski deficit ili umjeren suficit, kao i kriza na globalnom nivou izazvana dešavanjima u Ukrajini, mogli bi se u značajnoj mjeri odraziti na javne finansije u Bosni i Hercegovini.

#### 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 spada u srednje zadužene zemlje, i poređenju sa drugim tranzicijskim zemljama, ima umjerenu zaduženost. Na to ukazuje i nivo duga od 36,4% BDP-a na kraju 2021. godine. Po jednom od kriterijuma iz Mastrihta, dug je neodrživ ukoliko prelazi 60% BDP-a. Dakle, dug Bosne i

Hercegovine je održiv, a samim tim i javne finansije. Sa druge strane, budžetski deficiti nisu prelazili 3% BDP-a (kriterij iz Mastrihta). Izuzeci su kratkoročni šokovi koji su izazvani globalnim krizama (svjetska ekonomska kriza 2009. godine i pandemija Covid-19 u 2020. godini). U tim godinama, budžetski deficit su iznosili 4,3% i 5,3%, respektivno. Usljed ekonomskog oporavka i rasta prihoda, budžetski deficit na kraju 2021. godine je iznosio svega 0,3% BDP-a. Javni prihodi u 2021. godini su ostvarili rast od 11,3%, čime su dostigli nivo od oko 43,0% BDP-a. Sa druge strane, javni rashodi su niži za 0,5% u poređenju sa 2020. godinom, čime je njihov udio prema BDP-u, u poređenju sa istom godinom, smanjen za 4,1 p.p. i na kraju posmatrane godine iznosio je 43,3% BDP-a. Svi nivoi vlasti u narednoj godini očekuju ostvarenje budžetskog suficita, što je zajednički cilj fiskalne politike. Međutim, neizvjesnosti zbog uticaja dešavanja na globalnom planu, ostaje da se vidi da li će se to i realizovati. 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 kratkoročne šokove izazvane pandemijom ili dešavanjima u Ukrajini.

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. Takođe, porast duga po osnovu izdatih garancija nižim nivoima vlasti, mogao bi u budućnosti predstavljati problem. Tokom 2020. i 2021. godine po ovom osnovu bilo je prisutno uvećanje duga, radi saniranja posljedica izazvanih pandemijom za privredne subjekte, zdravstveni sektor, javka preduzeća i sl.

Ostvareni deficit (u granicama održivosti) i održiv 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 spomenuto, potrebe za finansiranjem su posljednje dvije godine uvećane. Međutim, svi nivoi vlasti su predvidjeli, u svojim budžetima, izvore finansiranja kako domaćim tako i inostranim novčanim sredstvima. Uz uravnotežen odnos između prihoda i rashoda, nesmetano finansiranje tekućih rashoda, servisiranje obaveza javnog duga, ostalo je prostora i za kapitalne investicije. Ovakvo očekivanje, ukazuje da potrebe za finansiranjem ne predstavljaju rizik na održivost javnih finansija. 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. Uz, to sa početkom 2022. godine, desila se nova kriza koja se održila na cijeli svijet (Ukrajina), porast cijena na svjetskim tržištima, koja se prelivaju na domaću ekonomiju. Direktni vanjski dug entiteta, kao i vanjski dug lokalnih jedinica samouprave i fondova socijalne sigurnosti 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.

Ono što u nosi rizik na održivost javnih finansija jeste postojeći penzioni i zdravstveni sistem. Postojeći penzioni sistem ima značajan uticaj na održivost javnih finansija, imajući u vidu

permanentan deficit Fonda penzijskog i invalidskog osiguranja (dalje u tekstu: Fond PIO) koji zahtijeva isplatu od strane budžeta kako bi se obezbijedilo redovno servisiranje prava iz oblasti penzijskog i invalidskog osiguranja. Budući da, zbog starenja stanovništva i odlaska mladih i radno sposobnih, postoji sve manji broj uplatioca doprinosa, dugoročno će penzijski sistem biti ugrožen a budžetski sistem preopterećen. Kao i prethodnih godina nije bilo značajnijih promjena odnosa između broja penzionisanih lica i zaposlenih koji uplaćuju doprinose za penzijsko i invalidsko osiguranje i taj odnos i dalje se kreće oko 1:1,2. Sa druge strane, zdravstveni sektor je i u ranijim godinama akumulirao deficite, a onda u 2020. godini zbog pandemije bila su potrebna dodatna novčana sredstva kako bi se spriječilo i zaustavilo širenje virusa (nabavka vakcina, opremanje dodatnog prostora za smještanje pacijenata i sl.). Ovaj sektor zahtijeva reformu kako bi se obezbijedili i pronašli novi modeli finansiranja zdravstvenog osiguranja.

Kao rezultat bržeg i većeg 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 uglavnom niže od stope ekonomskog rasta. Jedino su više u uslovima kratkoročnih šokova. Ako zadrže ovakav trend i u budućnosti, ne predstavljaju problem na održivost javnih finansija. Ranije je spomenuto da su kamatne stope na unutrašnji dug 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.

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.

Na osnovu člana 17. Zakona o Vijeću ministara Bosne i Hercegovine („Službeni glasnik Bosne i Hercegovine“, br. 30/03, 42/03, 81/06, 94/07 i 24/08), člana 54. stava (1) tačke b) i člana 56. Poslovnika o radu Vijeća ministara Bosne i Hercegovine („Službeni glasnik BiH“, broj 22/03) Vijeće ministara Bosne i Hercegovine na \_\_\_\_\_. sjednici, održanoj \_\_\_\_\_ godine, donijelo

## **ZAKLJUČAK**

1. Vijeće ministara Bosne i Hercegovine usvojilo je dokument *Informacija o fiskalnoj održivosti za Bosnu i Hercegovinu u 2021. godini.*

broj: \_\_\_\_\_ od \_\_\_\_\_ godine.

Broj: \_\_\_\_\_, \_\_\_\_\_ godina.  
S a r a j e v o

M. P.

Predsjedavajući  
Vijeća ministara Bosne i Hercegovine  
**Dr. Zoran Tegeltija**

Na temelju članka 17. Zakona o Vijeću ministara Bosne i Hercegovine („Službeni glasnik Bosne i Hercegovine“, br. 30/03, 42/03, 81/06, 94/07 i 24/08), članka 54. stavka (1) točke b) i članka 56. Poslovnika o radu Vijeća ministara Bosne i Hercegovine („Službeni glasnik BiH“, broj 22/03) Vijeće ministara Bosne i Hercegovine na \_\_\_\_\_ sjednici, održanoj \_\_\_\_\_ godine, donijelo je

### **ZAKLJUČAK**

Vijeće ministara Bosne i Hercegovine usvojilo je dokument ***Informacija o fiskalnoj održivosti za Bosnu i Hercegovinu u 2021. godini.***

broj: \_\_\_\_\_ od \_\_\_\_\_ godine.

Broj: \_\_\_\_\_, \_\_\_\_\_ godina.

Sarajevo

M. P.

Predsjedatelj  
Vijeća ministara Bosne i Hercegovine  
***Dr. Zoran Tegeltija***



На основу члана 17. Закона о Савјету министара Босне и Херцеговине („Службени гласник Босне и Херцеговине“, бр. 30/03, 42/03, 81/06, 94/07 и 24/08), члана 54. става (1) тачке б) и члана 56. Пословника о раду Савјета министара Босне и Херцеговине („Службени гласник БиХ“, број 22/03) Савјет министара Босне и Херцеговине на \_\_\_\_\_ сједници, одржаној \_\_\_\_\_ године, донио је  
(број сједнице) (датум сједнице)

### ЗАКЉУЧАК

1. Савјет министара Босне и Херцеговине усвојио је документ ***Информација о фискалној одрживости за Босну и Херцеговину у 2021. години.***

број: \_\_\_\_\_ од \_\_\_\_\_ . године.

Број: \_\_\_\_\_ , \_\_\_\_\_ . година.

С а р а ј е в о

М. П. Председавајући  
Савјета министара Босне и Херцеговине  
***Др Зоран Тегелтија***