

Informacija o fiskalnoj održivosti BiH

Uvod

Primarni predmet ove informacije je ukazivanje na održivost postojeće fiskalne politike sektora opšte vlade BiH.¹ Postoje broje definicije fiskalne održivosti. Prema jednoj od njih, fiskalna politika je održiva ako je kamatna stopa na javni dug manja od stope ekonomskog rasta i ako su stope rasta zaduženosti niže od kamatnih stopa. Neodrživim se smatra ona fiskalna politika kojom se zaduženost mjerena dugom u % BDP-a automatski povećava u nedogled. To je obično slučaj kada kamatne stope na dug prevazilaze stopu ekonomskog rasta. Materijali MMF-a² objašnjavaju neodrživost time da se rastom zaduženosti 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 BiH, sa osvrtom na pojedinačnu zaduženost entiteta u poređenju sa drugim zemljama. Potom se analiziraju faktori promjene zaduženosti sa posebnim naglaskom na budžetski deficit i razliku kamatnih stopa u odnosu na ekonomski rast. U ovom dijelu objašnjava se i kreditni rejting BiH, koji u velikoj mjeri ograničava prag prezaduženosti. Nakon toga se analiziraju potrebe finansiranja uslijed rasta obaveza servisiranja duga, te finansiranja deficita. Konačno, na kraju slijedi zaključak.

1. Teret zaduženosti sektora opšte vlade BiH

Projektovani dug sektora opšte vlade BiH na kraju 2017. godine je, prema procjeni DEP-a, iznosio 38,0% BDP-a³. Korišten je termin projektovani dug sektora opšte vlade jer uključuje i procjenu obaveza proisteklih na osnovu zakona, a koje se odnose na obaveze koje podrazumjevaju prethodnu verifikaciju potraživanja kao preduslov ostvarivanja prava na naplatu. Te obaveze se odnose na staru deviznu štednju, ratnu štetu i različite opšte obaveze. Tako je projektovani dug, na kraju 2017. godine dostigao iznos od oko 12 milijardi KM, i manji je za 7,4% u poređenju sa prethodnom godinom. 66% se odnosi na vanjski dug, a 34% na unutrašnji. Ukoliko se posmatraju samo verifikovane obaveze, dug je bio na nešto nižem nivou, 35,5% BDP-a. Prema ovom pokazatelju, odnosno udjelu duga prema BDP-u, BiH spada u umjereno zaduženu zemlju. U poređenju sa drugim tranzicijskim zemljama Centralne i Istočne Evrope, ali i zemljama bivše Jugoslavije, BiH je najmanje zadužena zemlja. Posljednjih godina, dug opšte vlade BiH se lagano smanjuje. Tačnije, zaduženost opšte vlade je ostvarila vrhunac u 2014. godini, nakog čega je u blagom opadanju. U poređenju sa prethodnom godinom, udio ukupnog duga u BDP-u je smanjen za 5,1 procentni poen.

Ono što je pozitivno kod javnog duga BiH, jeste da se veći dio duga odnosi na povoljno vanjsko zaduživanje kod međunarodnih institucionalnih kreditora. Kao što je ranije spomenuto, i vanjski dug se smanjuje tako da je na kraju 2017. godine udio vanjskog duga u BDP-u iznosio 25,1%. Zanimljivo je da je i udio unutrašnjeg duga kao udjela u BDP-u počeo da se smanjuje. Tako je na kraju 2017. godine iznosio oko 13,0% BDP-a. Unutrašnji dug se odnosi na kredite uzete kod komercijalnih banaka i emisije vrijednosnih papira (obveznica i trezorskih zapisa). Najveći dio komercijalnog zaduživanja se odnosi na vlade entiteta (72,6%).

Zaduženost, posmatrana na nivou entiteta, i dalje je neujednačena. Potencijalni (projektovani) dug opšte vlade RS takođe se smanjuje, nakon što je prije dvije godine skoro dostigao kriterij iz Mاستrihta

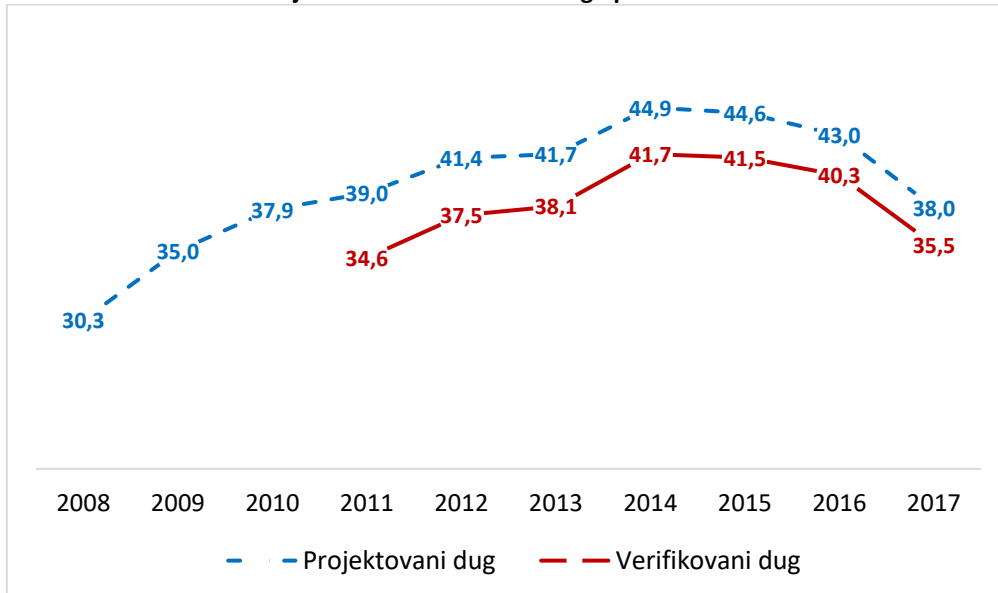
¹ Opšta vlada kao jedan od sektora u ekonomiji u BiH obuhvata sve nivoe vlasti uključujući lokalni, kantonalni, entitetski i državni, te fondove socijalne zaštite i JP direkcije za izgradnju i održavanje cesta.

² Course on Financial Programming and Policies (JV10.20), Volume I., str.74-75

³ Korišten je proizvodni BDP. Za 2017. korištena procjena BHAS.

(60%) entitetskog BDP-a (tačnije 59,7% BDP-a). Sa druge strane, potencijalni (projektovani) dug FBiH je dostigao 31,9% BDP-a. Visoka zaduženost RS koja je predstavljala problem održivosti duga na nivou RS, se smanjuje, tako da više ne predstavlja problem održivosti duga ni na entitetskom nivou, a ni na BiH nivou. Na ovaj problem visokog nivoa duga ukazivano je u ranijim izvještajima.

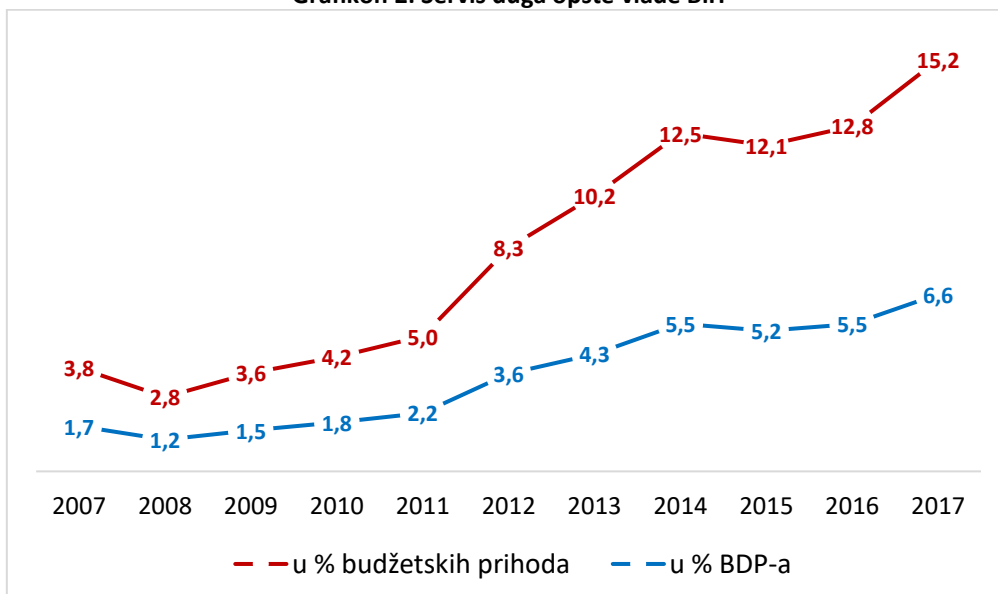
Grafikon 1: Projektovani i verifikovani dug opšte vlade BiH u % BDP-a



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

Pored stabilnog javnog duga, mogućnost (sposobnost) ekonomije da uredno servisira sve dospjele obaveze takođe predstavlja faktor održivosti fiskalne politike. Uprkos rastu servisiranja javnog duga kao udjela u BDP-u, na 6,6% na kraju 2017. godine, odnosno na 15,2% budžetskih prihoda konsolidovane opšte vlade, opšta vlada BiH je i dalje u mogućnosti da svoje obaveze finansira na vrijeme. Servis javnog duga posmatran kao faktor fiskalne održivosti, jasno ukazuje da BiH javne finansije nemaju problema sa održivosti.

Grafikon 2: Servis duga opšte vlade BiH



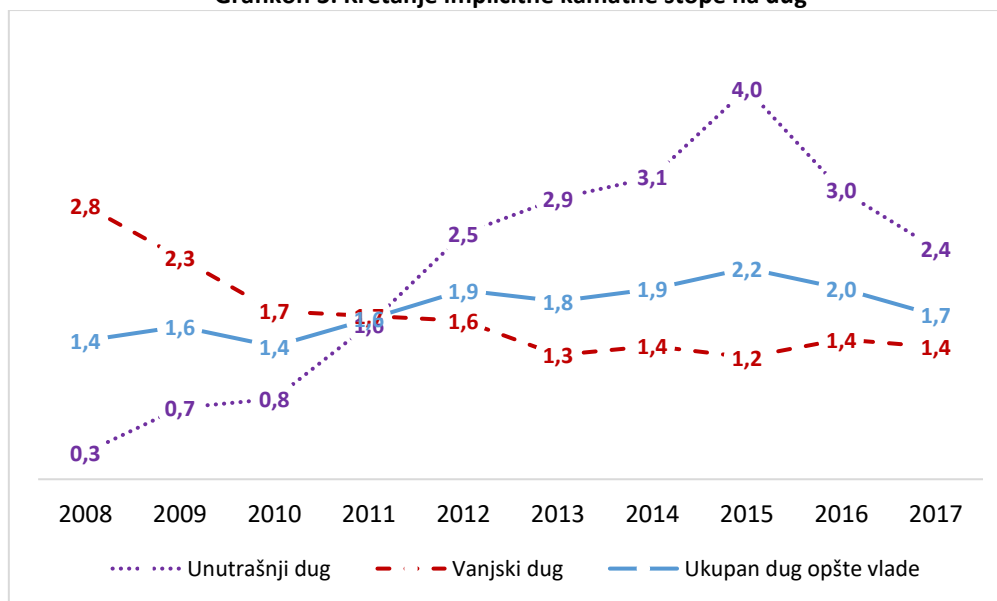
Izvor: Procjena DEP-a na bazi podataka ministarstva finansija entiteta i BiH, CBBiH i BHAS

Posljednje tri godine, sektor opšte vlade bilježi blagi budžetski suficit, koji je na kraju 2017. godine iznosio oko 2,6% BDP-a, kao rezultat nešto bržeg rasta prihoda u odnosu na rashode. Rashodi za kamate su se smanjivali za 1 procentni poen, u svakoj godini ostvarenog suficita što je rezultiralo da opšta vlada ostvari primarni suficit od 3,3% BDP-a. S obzirom na ostvareni suficit u toku 2017. godine, opšta vlada BiH nije imala problema sa finansiranjem istog, tako da je i to doprinijelo smanjenju ukupnog duga. Takođe, kao rezultat gore navedenog, tokom 2017. godine došlo je i do smanjenja potreba za finansiranjem i to na 4,0% BDP-a, odnosno na 9,3% ukupnih javnih prihoda. Međutim, uprkos poboljšanju koje se desilo 2017. godine, potrebe za finansiranjem su još uvijek na visokom nivou s obzirom na ograničen pristup tržištima kapitala uslijed lošeg kreditnog rejtinga.

2. Kamatno opterećenje

Nakon porasta izdataka za kamate ranijih godina, i smanjenja posljednje dvije godine, implicitna kamatna stopa⁴ na javni dug sektora opšte vlade BiH je još uvijek prilično niska (1,7% na kraju 2017. godine). Glavni razlog njenog povećanja, u ranijim godinama, su bili rastući izdaci za kamate na unutrašnji dug uslijed nepovoljnog unutrašnjeg (komercijalnog) zaduživanja, uprkos smanjenju (implicitne) kamatne stope na vanjski dug. Ono što se i očekivalo (o čemu je pisano u ranijim izvještajima) se i dogodilo, a to je da je došlo do porasta kamatne stope na vanjski dug, uslijed povećanog servisiranja obaveza vanjskog duga. Tako je implicitna kamatna stopa na vanjski dug na kraju 2017. godine iznosila 1,4%. Implicitna kamatna stopa na unutrašnji dug je smanjena sa 3,0%, koliko je iznosila na kraju 2016. godine, na 2,4% na kraju 2017. godine.

Grafikon 3: Kretanje implicitne kamatne stope na dug



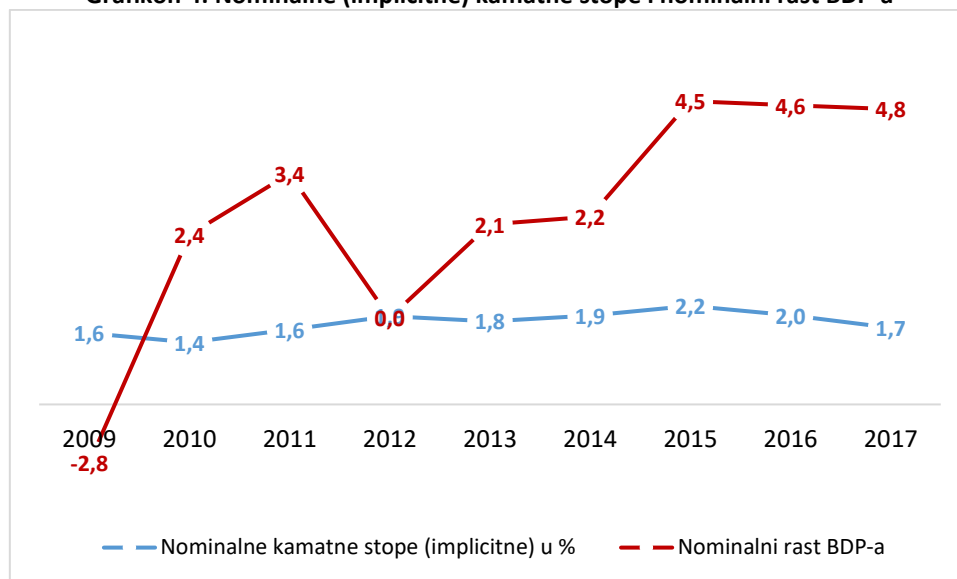
Izvor: Procjena DEP-a na bazi podataka ministarstva finansija entiteta i BiH, CBBiH i BHAS

U uvodnom dijelu je spomenuto sljedeće: fiskalna politika je održiva ako je kamatna stopa na javni dug manja od stope ekonomskog rasta i ako su stope rasta zaduženosti niže od kamatnih stopa. Implicitne nominalne kamatne stope su (osim 2009. i 2012. godine) su bile niže u odnosu na stopu nominalnog ekonomskog rasta u BiH. Ovo je jako bitno sa stanovišta fiskalne održivosti. Jer, ukoliko bi kamatne stope bile veće od ekonomskog rasta javio bi se problem povećanog zaduživanja uslijed rasta servisiranja kamata kao udjela u % BDP-a. Očekivani nastavak bržeg ekonomskog rasta u budućnosti bi

⁴ Implicitna kamatna stopa se računa u svrhu analize održivosti duga i predstavlja kamatne rashode budžeta u % stanja duga sa kraja prethodnog perioda (godine).

trebao dodatno da stabilizuje njihov odnos. Ukoliko se projekcija ekonomskog rasta ostvari, sa jedne strane, pa čak i uz blago povećanje kamatnih stopa (ili zadržavanje na nivou iz 2017. godine), sa druge strane, bio bi zadovoljen uslov solventnosti koji ukazuje na dugoročnu održivost vladinih finansija.

Grafikon 4: Nominalne (implicitne) kamatne stope i nominalni rast BDP-a



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

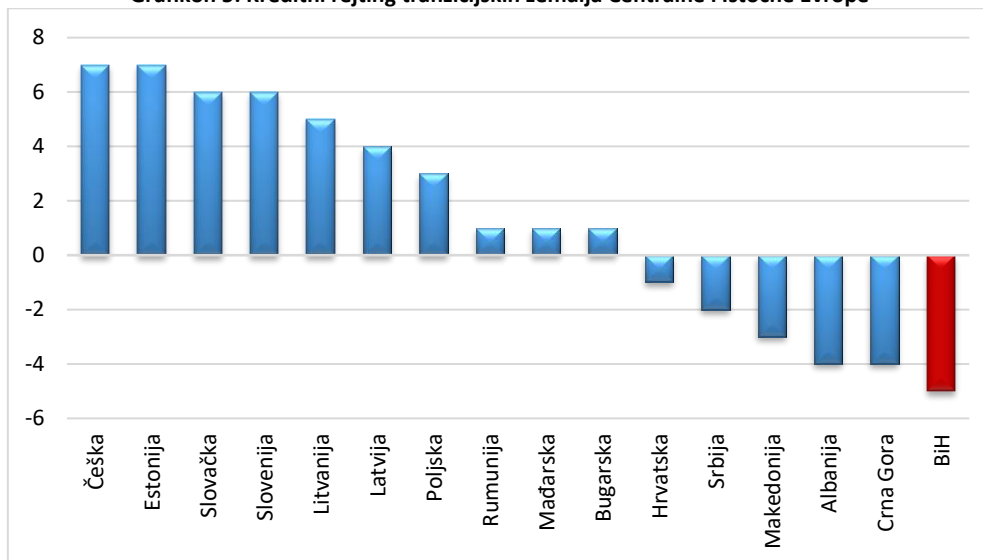
Kada se govori o kamatnom opterećenju javnog duga, treba svakako spomenuti i kamatne uslove po kojima se BiH zadužuje. Što se tiče prosječne kamatne stope na vanjski dug, pošto se BiH zadužuje po povoljnijim uslovima kod međunarodnih institucioanlnih kreditora, ona je još uvijek relativno niska. Prosječna kamatna stopa na vanjski dug je na kraju 2017. godine iznosila 1,41%. Kamatne stope, sa stanovišta održivosti duga, nose i određene rizike, i to prevenstveno zbog kredita ugovorenih po varijabilnim kamatnim stopama, čiji je udio u ukupnom portfoliju vanjskog duga na kraju 2017. godine iznosio 43%. I u poređenju sa prethodnom godinom se smanjio za 4,3 procentna poena, što je bila i preporuka da se smanji njihov udio, a da se preferiraju krediti sa fiksnim kamatnim stopama.

Visoke kamatne stope su zastupljene kod komercijalnog zaduživanja. Ali, na sreću BiH se još uvijek nije komercijalno zaduživala na međunarodnom finansijskom tržištu, gdje bi cijena zaduživanja, zbog nepovoljnih uslova, bila jako visoka. Čak, i na domaćem tržištu, gdje se BiH zadužuje, uprkos smanjenju posljednjih godina, kamate su i dalje visoke. Prosječna⁵ efektivna kamatna stopa na kredite vladinom sektoru u RS za 2016. godinu iznosila je 4,3%. Kamatna stopa na trezorske zapise u RS kretala se između 0,3% i 1,0%, a na dugoročne obveznice oko 2,5% i 4,3%. Prosječna kamatna stopa na kredite vladinom sektoru u FBiH u 2017. godine iznosila je 3,9%, dok se na trezorske zapise kretala između 0,01% i 0,27%, a na dugoročne obveznice 1,2%. Udio komercijalnog vida zaduživanja se takođe polako smanjuje, i na kraju 2017. godine, njegov udio u BDP-u je iznosio 8,1%. Sa druge strane, obaveze proistakle iz ratnih i poslijeratnih dešavanja (stara devizna štednja, ratna potraživanja i opšte obaveze) takođe, zbog verifikacije isih, se smanjuju, čime je njihov udio u BDP-u iznosio 4,9% na kraju 2017. godine. Ukoliko se pogledaju nepovoljni uslovi zaduživanja na domaćem tržištu, može se pretpostaviti da bi komercijalno zaduživanje na inostranim tržištima bilo i skuplje od navedenih. Glavni uzrok visokih kamatnih stopa jeste visok kreditni rizik što odražava i veoma nizak kreditni rejting BiH. Uprkos činjenici da analitičari međunarodnih agencija za rejting ocjenjuju BiH kao zemlju sa stabilnim ekonomskim rastom, relativno niskim nivoom zaduženosti, sposobnom da servisira vanjski dug, sa stabilnom

⁵ Aritmetički prosjek mjesečnih kamatnih stopa.

fiskalnom pozicijom⁶, ocjena kreditnog rejtinga je zadržana na istom nivou. Odnosno, prema Standard and Poor's „B sa stabilnim izgledima“, a prema Moody's Investors Service „B3 sa stabilnim izgledima“. Iako se i zemlje iz okruženja takođe nalaze u neinvesticijskoj zoni, BiH rejting je daleko lošiji u poređenju sa drugim tranzicijskim zemljama Centralne i Istočne Evrope.

Grafikon 5: Kreditni rejting tranzicijskih zemalja Centralne i Istočne Evrope⁷



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

3. Potrebe za finansiranjem

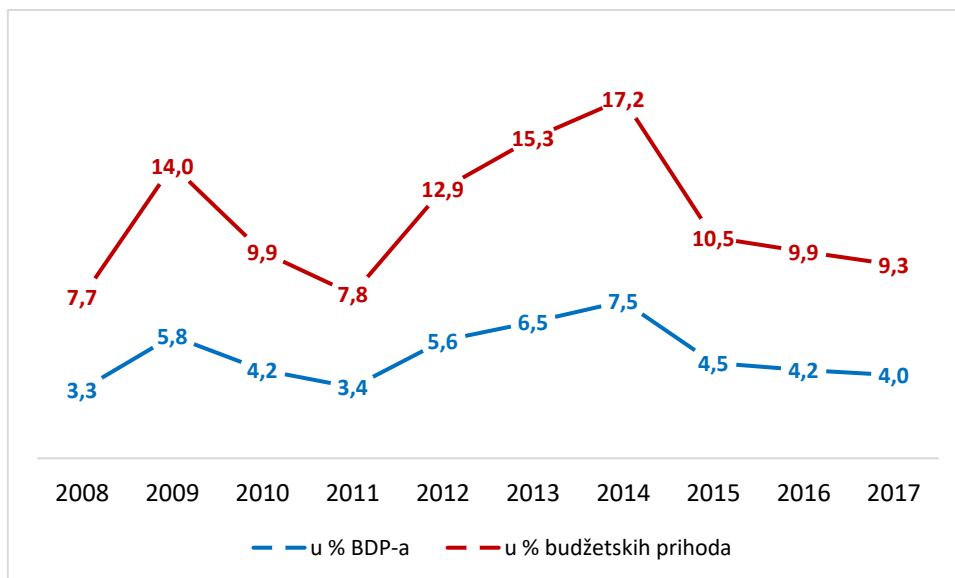
Javni dug koji je je rastao prethodnih godina, doveo do konstantnog porasta obaveza servisiranja. Na kraju 2017. godine obaveze servisiranja su dostigle 15,2% budžetskih prihoda odnosno 6,6% BDPa-, što je daleko više u poređenju sa predkriznim, a i sa periodom finansijske krize (vidjeti grafikon ispod). Pri tome je teret servisiranja u RS skoro dvostruko veći u odnosu na FBiH. Servis duga kao procenat ukupnih budžetskih prihoda u RS je na kraju 2017. godine iznosio 22,8%, dok je u FBiH iznosio 13,5%, usljed velike razlike u visini zaduženosti između entiteta. Dvije trećine servisiranih obaveza se odnosi na servis glavnice. Što se tiče omjera servisa unutrašnjeg i vanjskog duga, posljednje dvije godine on je skoro ujednačen, usljed ubrznog rasta unutrašnjeg duga u ranijim godinama. Najveći dio servisa unutrašnjeg duga se odnosi na staru deviznu štednju, kratkoročne hartije od vrijednosti (trezorski zapisi), ali i dugoročne hartije od vrijednosti (obaveznice) koje su emitovane u ranijim godinama.

Po pravilu, dug bi trebao biti servisiran budžetskim suficitom. Međutim, kako je sektor opšte vlade prethodnih godina ostvarivao budžetske deficite, tako su se obaveze servisirale novim zaduživanjima. Kako je opšta vlada sve do 2015. godine ostvarivala deficit, tako su u tom periodu potrebe za finansiranjem bile u porastu. Na kraju 2015. godine, opšta vlada BiH ostvaruje suficit od 0,7% BDP-a, koji je naredne godine povećan na 1,2% BDP-a, da bi na kraju 2017. godine porastao na 2,6% BDP-a. Ostvareni budžetski suficit je svakako doveo do smanjenja potreba za finansiranjem. Time su na kraju 2017. godine iznosile 4,0% BDP-a, odnosno 9,3% budžetskih prihoda.

Grafikon 6: Potrebe za finansiranjem sektora opšte vlade BiH

⁶ Ocjena stabilne fiskalne pozicije se bazira na procjeni da će budžetski deficiti ostati na istom nivou i tokom perioda smanjenog finansiranja iz vanjskih izvora.

⁷ 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 S&P.



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

Međutim, ako se posmatraju entiteti, s obzirom na sve veće razlike u zaduženosti, ali i razlike u budžestkim bilansima, razlikuju se i potrebe za finansiranjem. Teret servisiranja u RS na kraju 2017. godine od 22,8% budžetskih prihoda sektora vlade je bio značano veći u poređenju sa 13,5% prihoda u FBiH. Zadnje dvije godine, ova razlika među entitetima se značajno uvećava. Međutim, s obzirom da se potrebe finansiranja na BiH nivou smanjuju, ovo ne bi trebalo da ugrozi solventnost sektora opšte vlade BiH.

4. Zaključak

Nizak nivo duga sektora opšte vlade (38% BDP-a) u poređenju sa tranzicijskim zemljama Zapadne Evrope je održiv, s obzirom na to da BiH ima ograničene mogućnosti zaduživanja na finansijskim tržištima. Deficiti su bili u granicama ispod 3% BDP-a po kriterijumu iz Matrihta, osim 2009. godine kada je BiH bila u recesiji. A od 2015. godine, BiH bilježi bužetske suficite. I sa ovog stanovišta BiH javne finansije su održive, jer su ovim smanjene potrebe za finansiranjem. Jedini problem ovde jeste porast servisa javnog duga, a posebno servisa unutrašnjeg duga. Još jedan problem, a koji se odnosi na unutrašnji dug, predstavljaju implicitne kamatne stope na dug, koje su u stalnom porastu. Ali, još uvijek su niže od stopa ekonomskog rasta. Glavni rizik koji se tiče održivosti duga, ali i održivosti javnih finansija sektora opšte vlade BiH jeste ekonomski rast. Takođe, među rizicima mogu se identifikovati i loš kreditni rejting, koji bi mogao da se pogorša a koji bi obeshrabrio investitore, onemogućio kredite sa međunarodnim finansijskim institucijama, pa tako povećao unutrašnje zaduživanje (rast kratkoročnog duga).

Što se tiče održivosti duga, treba navesti još par rizika koji mogu uticati na njegovo uvećanje, a to su kamatne stope, posebno varijabilne kamatne stope; valutni rizik (posebno za kredite koji se ugovaraju u valutama koje nisu evro); rizik refinansiranja (posebno za unutrašnji kratkoročni dug)