

UDK 336.273:336.14(497.6)

DOI: 10.7251/FIN1802013K

Milenko Krajišnik*

Saša Stevanović**

ORIGINALNI NAUČNI RAD

Analiza dinamike održivosti duga Bosne i Hercegovine i zemalja regiona

Analysis of the dynamics of the debt sustainability of Bosnia and Herzegovina and the countries of the region

Rezime¹

Javni dugovi imaju značajan uticaj na ekonomska, socijalna i politička dešavanja u društvu. Tokom proteklih godina u našoj zemlji, regionu i svijetu zabilježen je trend rasta javnih dugova. Povećani su izazovi u njihovom upravljanju, otvoreno je pitanje njihove održivosti, vode se polemike da li je trend rasta dugova moguće zaustaviti ili se njima treba prilagoditi. Domaći donosioci ključnih ekonomskih i političkih odluka, prilikom kreiranja strategija i politika razvoja sve više su ograničeni trenutnim stanjem ali i budućim kretanjima javnog duga. Investitori u javni dug su sve više zainteresovani za buduće kretanje nivoa javnog duga. Ovim radom nastojaćemo popularizovati ovo pitanje, ukazati na prakse analize održivosti dugova, prikazati dinamiku javnog duga zemalja u regionu, ključne pokazatelje za analizu održivosti javnih dugova i stanje javnog duga sa projekcijama u njegovom kretanju u budućnosti za Bosnu i Hercegovinu.

Ključne riječi: javni dug, dinamika i održivost javnog duga, indikatori rizika, intertemporalna solventnost.

Abstract

Public debts have a significant impact on economic, social and political developments in society. Over the past years, there has been a trend in the growth of public debt in our country, the region and the world. Challenges in their management have been raised, the question of their sustainability is open, controversy is being made whether the trend of debt growth can be stopped or should be adapted. Domestic policy-makers and policy makers are increasingly confined to the current state of affairs as well as to future public debt developments when developing strategies and development policies. Public debt investors are increasingly interested in the future movement of public debt. With this work we will try to popularize this issue, point out the practices of debt sustainability analysis, present the dynamics of public debt of the countries in the region, key indicators for analyzing the sustainability of public debt and the state debt with projections in his movement in the future for Bosnia and Herzegovina.

Keywords: public debt, dynamics and sustainability of public debt, risk indicators, intertemporal solvency.

UVOD

Javni dugovi se povećavaju iz godine u godinu. Ovo je trend u BiH i trend u Republici Srpskoj. Sličan trend karakteriše region, ali i cijeli svijet. Postavlja se pitanje da li je stalno zaduživanje opravdano, da

li je nivo duga održiv? Takođe, postavlja se pitanje koji je nivo duga održiv? Razlozi za zaduživanje su razni. Zaduzivanje se vrši radi različitih investicionih programa kao što je izgradnja infrastrukture, zatim radi pokrića deficita, upravljanja likvidnošću itd. Zaduzuju se nacionalni, subnacionalni, lokalni nivoi, ali i privredna društva iz

* Predsjednik Fiskalnog savjeta Republike Srpske, vanredni profesor Ekonomskog fakulteta Banjaluka.

** Član Fiskalnog savjeta Republike Srpske, izvršni direktor Penzijskog rezervnog fonda.

¹ Stavovi i mišljenja izneseni ovim radom predstavljaju lične stavove autora i ne odražavaju stav institucija u kojima su autori profesionalno angažovani.

javnog sektora. Učešće javnih dugova u BDP-u je najčešća mjera kojom se iskazuje kretanje javnih dugova. U periodu od 1995. do 2015. godine razvijene zemlje iz grupe G-20² povećale su dug sa 55,8% na 91,5% BDP-a³. U apsolutnom iznosu javni dug zemalja G-20 je povećan za 22,2 hiljade milijardi dolara. U periodu 1998. godine dug BiH je povećan u apsolutnom iznosu za 4,96 milijardi dolara, ali je kao procenat BDP-a u 1998. godini iznosio 54,4% dok je u 2015. godini iznosio 44,7% BDP-a – mjereno kao odnos nominalnog duga i BDP-a u konstantnim cijenama. Dug je povećan sa 2,28 na 7,24 milijardi dolara, a BDP sa 4,1 na 16,2 milijardi dolara u periodu od 1998. do 2015. godine⁴. U narednom periodu očekuje se nastavak ovog trenda. Vlasnici ovih dugova su različiti. To su banke, institucionalni investitori (penzioni fondovi, osiguravajuća društva i investicioni fondovi), međunarodne finansijske i razvojne institucije (Svjetska banka, Evropska banka za obnovu i razvoj – EBRD, Evropska investiciona banka – EIB, Međunarodni monetarni fond – MMF). S obzirom na to da se javni dugovi pored finansiranja investicionih programa koriste i kao podrška budžetima, za održivost javnog duga pored kreditora zainteresovani su i dužnici – sadašnji, ali i buduće generacije, jer će buduće generacije vraćati današnje dugove. Radi boljeg upravljanja dugovima razvijene su različite metodologije i pristupi. Jedna od njih je okvir za analizu održivosti duga (Debt Sustainability Analysis – DSA). Ovo je važan instrument procjene „ranjivosti“ državnih dugova i javnih dugova ostalih oblika suvereniteta. Ovaj institut pruža nosiocima ključnih ekonomskih i političkih odluka osnovu za kreiranje strategija i politika razvoja. DSA je instrument koji se koristi u dizajniranju politika koje su preduslov za finansijske programe EU i MMF-a. Kao takav, ovaj instrument se koristi sve više u BiH. Cilj rada je prikazati dinamiku javnih dugova u okruženju, predstaviti metodologiju za ocjenu održivosti duga, analizirati održivost duga BiH, odgovoriti na pitanje da li je moguće kvantifikovati održivost dugova ili je to stvar subjektivne procjene.

1. DOSADAŠNJA ISTRAŽIVANJA I TEORETSKI OKVIR

U domaćoj literaturi u BiH oblasti održivosti javnih dugova – fiskalnoj održivosti posvećuje se malo ili nedovoljno pažnje. Bez adekvatnog pristupa analizi održivosti dugova, njegovoj popularizaciji i otvaranju polemike i debate ostavlja se prostor za špekulacije i pogrešne

Tabela 1. Aranžmani BiH i MMF-a u periodu od 1995. do 2017. godine

Aranžman	Datum aranžmana	Istek aranžmana	Dogovoreni iznos	Povučeni iznos	Preostali iznos
EFF	07. 09. 2016.	06. 09. 2019.	443,042	63,413	63,413
Stendbaj	26. 09. 2012.	30. 06. 2015.	558,030	422,750	180,726
Stendbaj	08. 07. 2009.	07. 07. 2012.	1,014,600	338,200	
Stendbaj	02. 08. 2002.	29. 02. 2004.	67,600	67,600	
Stendbaj	29. 05. 1998.	29. 05. 2001.	94,420	94,420	

Izvor: MMF. Iznos je prikazan u SPV – specijalnim pravima vučenja.

Drugi razlog je činjenica da istorijski i geografski prostor koji pokriva ova međunarodna institucija trenutno predstavlja jedan od najboljih primjera za uvid u „dobre“ prakse i dugogodišnje iskustvo u posmatranju ovog fenomena. MMF posjeduje najsveobuhvatniju

zaključke. Na osnovu špekulacija i pogrešnih zaključaka nemoguće je zasnivati ispravne politike, ali se takođe i povećava „strah“ od sprovođenja ispravnih politika. Dosadašnja istraživanja i publikacije možemo sintetizovati na sljedeći način. Ovim pitanjem u BiH bavi se Direkcija za ekonomsko planiranje BiH koja u vidu informacija koje dostavlja Savjetu ministara BiH svake godine analizira nivo javne zaduženosti⁵. Takođe, pitanje fiskalne održivosti BiH može se naći u prezentaciji Hurić Bjelan (2015) godine. Ovom prezentacijom ukazano je na potrebe donošenja hitnih mjera fiskalne održivosti, racionalnosti u korišćenju kredita i tendencije u kretanju javne zaduženosti. Iako se reformaska agenda za BiH u periodu 2015–2018. godine bavi pitanjima javnih finansija, oporezivanja i fiskalne održivosti, izostaje veće zanimanje naučne zajednice za ova pitanja. U Republici Hrvatskoj, u sklopu projekta Održivost javnih finansija na putu u monetarnu uniju, doprinos popularizaciji ovog pitanja dali su Šimović i Batur (2016). Šimović i Batur su analizirali fiskalnu održivost i održivost javnog duga izdvajajući pokazatelje fiskalne stabilnosti, fiskalne ranjivosti i složeni pokazatelj. U Hrvatskoj je Tadić (2016) ispitivao tezu održivosti javnih dugova odabranih zemalja srednje i jugoistočne Evrope i pitanje odnosa kamatnih stopa i visine javnog duga. Jedan od prioriteta fiskalne strategije Crne Gore 2017–2020. godine je rješavanje problema fiskalne održivosti i smanjenje javnog duga. Fenomenom održivosti duga u Srbiji bavili su se Arsić i dr. (2012). Oni su posmatrali strukturni fiskalni deficit i dinamiku javnog duga Srbije, te problem održivosti javnog duga Srbije prije i tokom globalne ekonomske krize. Pitanjem održivosti duga na nivou Evropske unije bavili su se Bouabdallah i dr. (2017). Ovim istraživanjem postavljeni su metodološki okviri za analizu održivosti duga zemalja u Evropskoj uniji.

2. PRIMJENA OSNOVNIH METODA ANALIZE ODRŽIVOSTI DUGA

Polazeći od činjenice da je osnovna misija MMF-a održavanje stabilnosti međunarodnog monetarnog sistema i činjenice da je BiH od svog pristupanja fondu 1992. godine pet puta zaključivala sporazume – aranžmane sa ovom institucijom, u nastavku će pažnja biti posvećena metodologiji analize održivosti dugova koju koristi MMF. Dva su razloga za ovaj pristup. Prvi je činjenica da je BiH više puta zaključivala aranžmane sa MMF-om. Aranžmani sa ovom institucijom su prikazani sljedećom tabelom.

Polazeći od činjenice da je osnovna misija MMF-a održavanje stabilnosti međunarodnog monetarnog sistema i činjenice da je BiH od svog pristupanja fondu 1992. godine pet puta zaključivala sporazume – aranžmane sa ovom institucijom, u nastavku će pažnja biti posvećena metodologiji analize održivosti dugova koju koristi MMF. Dva su razloga za ovaj pristup. Prvi je činjenica da je BiH više puta zaključivala aranžmane sa MMF-om. Aranžmani sa ovom institucijom su prikazani sljedećom tabelom.

i javno dostupnu bazu podataka o stanju javnih finansija najvećeg dijela zemalja u svijetu.

Prema ovom pristupu za dug se tvrdi da je održiv ukoliko je zadovoljen uslov intertemporalne solventnosti, odnosno ukoliko je

² Posmatrane zemlje iz grupe G-20 su: Australija, Kanada, Francuska, Njemačka, Italija, Japan, Južna Koreja, Velika Britanija, SAD.

³ Izvor: Međunarodni monetarni fond.

⁴ Izvor: Svjetska banka i Međunarodni monetarni fond.

⁵ Izvor: https://www.mft.gov.ba/hrv/images/stories/javni_dug/informacije/Analiza%20odrivnosti%20duga%20BiH%20HRV.pdf, pristupljeno 05. 03. 2018. godine.

očekivana sadašnja vrijednost budućih primarnih bilansa veća od postojećeg nivoa duga. Prema definiciji MMF-a⁶ (2013), javni dug se može tretirati kao održiv ukoliko je primarni bilans koji je potreban za stabilizaciju duga u bazičnom scenariju i scenariju zasnovanom na realnim šokovima ekonomski i politički izvodljiv na način da je nivo duga konzistentan sa niskim rizikom refinansiranja i da se održi potencijalni ekonomski rast na prihvatljivom nivou. Da bi dug bio održiv akumulirani dug mora se servisirati po rokovima dospjeća tj. mora biti zadovoljen uslov likvidnosti, ali i percepcija investitora u dugoročnu održivost duga mora biti zadovoljena, odnosno investitori moraju vjerovati da je Vlada solventna. Koncept likvidnosti je kratkoročnog karaktera, a koncept solventnosti je srednjoročnog i dugoročnog karaktera. Međutim, ova dva koncepta su povezana. Naime, ukoliko tržište, odnosno vlasnici duga sumnjaju u dugoročnu sposobnost države da vraća svoj dug, odnosno tržište vjeruje da je ugrožena solventnost, onda ovaj narušeni koncept solventnosti ugrožava likvidnost. Likvidnost je zadovoljena ukoliko pored uslova solventnosti Vlada ima dovoljno likvidne imovine i raspoloživih izvora finansiranja da može u roku dospjeća duga izmiriti svoje obaveze. Za dug se takođe kaže da je održiv ukoliko Vlada neće bankrotirati u budućnosti, restruktuirati svoj dug ili imati potrebu za teškim fiskalnim prilagođavanjima. Definicije događaja koje MMF podrazumijeva pod bankrotom su⁷:

- Difolt: neizmirene obaveze za glavnice i kamatu prema komercijalnim i zvaničnim kreditorima,
- Restruktuisanja duga: bilo koja operacija koja se tiče izmjena originalnih uslova iz ugovora između kreditora i dužnika,
- Finansiranja od strane MMF-a koja se tiču problema sa likvidnošću duga javnog sektora.

Ugroženost održivosti duga (Vulnerability) podrazumijeva rizik likvidnosti ili solventnosti koji dovode do krize duga. Ovi rizici kvantifikuju se pomoću indikatora opterećenja duga.

2.1. Kvantifikacija rizičnosti duga

Indikatori opterećenja duga predstavljaju odnose nivoa duga i servis duga u odnosu na BDP, izvoz i fiskalne prihode. Ekonomski indikatori poput BDP-a, izvoza i fiskalnih prihoda, nazivaju se kapaciteti za plaćanje. Indikatore koji posmatraju odnos nivoa duga i kapaciteta za plaćanje (BDP, izvoz i fiskalne prihode) nazivamo indikatorima solventnosti, dok indikatore koji posmatraju servis duga i kapacitet za plaćanje nazivamo indikatorima likvidnosti.

Indikatori solventnosti su:

- Javni dug/BDP,
- Javni dug/Prihodi,
- Javni dug/Izvoz.

Indikatori likvidnosti:

- Servisiranje duga/BDP,
- Servisiranje duga/Prihodi,
- Servisiranje duga/Izvoz.

Bruto finansijske potrebe predstavljaju indikator problema sa likvidnošću. Bruto finansijske potrebe (Gross Financing Needs – GFN) predstavlja iznos koji je potreban za finansiranje deficita i amortizacije duga.

GFN = Deficit + Amortizacija duga,

ili

GFN = Primarni deficit + Servisiranje duga

Pod amortizacijom duga podrazumijevamo plaćanja glavnice u budućem periodu. Pod servisiranjem duga podrazumijevamo amortizaciju duga uvećano za kamate na dug.

U praksi, analiza održivosti duga se zasniva na sljedećoj jednačini akumulacije duga⁸:

$$\Delta d_t = \frac{i_t - g_t}{1 + g_t} d_{t-1} - p b_t + d d a_t$$

Δd_t – rast bruto duga kao procenta BDP-a

i_t – nominalna kamatna stopa

g_t – nominalni rast BDP-a

d_{t-1} – odnos bruto duga izražen kao procenat BDP-a iz prethodnog perioda

$p b_t$ – primarni bilans

$d d a_t$ – faktori koji utiču na dug poput primitaka od privatizacije, priznavanje potencijalnih obaveza, oprost dugova i dr.

Ukoliko je $d d a_t = 0$ dug će se stabilizovati ukoliko je $p b_t \approx (i_t - g_t) d_{t-1}$. Ukoliko je $i > g$ kao što je slučaj sa većinom razvijenih zemalja, održivost duga je moguća samo u slučaju ostvarenja primarnog suficita. Kod zemalja gdje je $i < g$ održivost javnog duga moguće je postići i ostvarenjem primarnog deficita uz uslov da je $i + p b < g$.

2.2. Metodologija analize održivosti duga – DSA metodologija

Međunarodni monetarni fond u saradnji sa Svjetskom bankom je razvio instrument za analizu održivosti duga. U okviru analize održivosti duga (Debt Sustainability Framework – DSF), razvijen je instrument DSA. Okvir za analizu je bitan zbog toga što MMF i Svjetska banka teže ka tome da DSA bude uporediva između različitih zemalja. Za analizu održivosti duga zemalja koje imaju pristup finansijskom tržištu koristi se tzv. Okvir za fiskalnu politiku i analizu održivosti duga zemalja koje imaju pristup tržištu (Framework for Fiscal Policy and Public Debt Sustainability Analysis in Market-Access Countries (MAC DSA)). Za ostale zemlje koristi se tzv. Zajednički okvir Svjetske banke i MMF-a za zemlje niskog nivoa dohotka (The Joint World Bank – IMF Debt Sustainability Framework for Low-Income Countries (LIC DSF)). Bosna i Hercegovina pripada grupi zemalja koje imaju pristup finansijskim tržištima. Zemlje koje imaju pristup finansijskim tržištima su sve razvijene zemlje i većina zemalja u razvoju (Emerging markets). U nastavku ćemo pažnju posvetiti MAC DSA. Ovaj instrument koriste Svjetska banka i MMF u postupcima nadzora i prilikom dizajna i ocjene programa finansijske podrške. Ovaj instrument je dizajniran u 2002. godini, tokom vremena je mijenjan i 2013. je značajno revidiran. Prije analize potrebno je grupisati zemlje u jednu od dvije grupe. Zemlja se grupiše u kategoriju zemlje kojoj se posvećuje manje pažnje (Lower scrutiny) ili zemlje kojoj je potreban viši nivo ispitivanja (Higher scrutiny). Kriteriji razvrstavanja predstavlja nivo indikatora opterećenja duga i pristup resursima Svjetske banke i MMF-a. Ukoliko je riječ o razvijenoj zemlji i nivo javnog duga prelazi 60% BDP-a ili su bruto finansijske potrebe veće od 15%, zemlja ulazi u kategoriju višeg nivoa ispitivanja. Ukoliko je riječ o zemlji u razvoju onda granični nivo za klasifikaciju za javni dug iznosi 50%, a bruto

⁶ MMF, (2013), „Vodič za analizu održivosti duga za zemlje koje imaju pristup finansijskim tržištima“. Dostupan na: <http://www.imf.org/external/np/pp/eng/2013/050913.pdf>

⁷ Isto.

⁸ Isto.

finansijske potrebe 10%. Takođe, ukoliko zemlja koristi sredstva MMF-a, koristi se viši nivo ispitivanja. S obzirom na to da je BiH od 1995. godine u aranžmanu sa MMF-om, bilo kao primalac sredstava fonda ili kao strana koja vraća primljena sredstva, za BiH se primjenjuje viši nivo ispitivanja. Dodatni indikatori za analizu kod zemalja kod kojih se primjenjuje viši nivo ispitivanja su:

- Razlika u trogodišnjem primarnom bilansu (izražen kao % BDP-a),
- Koeficijent varijacije ekonomskog rasta,
- Prinosi na obveznice i razlika između referentnog prinosa (za BiH se koristi tzv. EMBI⁹ spred tj. razlika),

- Potreba za eksternim finansiranjem (izražena kao % BDP-a),
- Javni dug u vlasništvu nerezidenata (izražen kao % od ukupnog javnog duga),
- Javni dug u stranoj valuti (izražen kao % od ukupnog javnog duga),
- Godišnje promjene kratkoročnog duga.

U nastavku ćemo prikazati granične veličine dodatnih indikatora za analizu kod zemalja kod kojih se primjenjuje viši nivo ispitivanja.

Tabela 2. Granične veličine dodatnih indikatora za analizu

Indikator	Razvijena zemlja	Zemlja u razvoju
Razlika trogodišnjeg primarnog bilansa	2	2
Varijacija ekonomskog rasta	1	1
Razlika prinosa na obveznice izražena kao procentni poen	600	600
Potreba za eksternim finansiranjem	25%	15%
Javni dug u vlasništvu nerezidenata	45%	45%
Javni dug u stranoj valuti	-	60%
Godišnje promjene kratkoročnog duga	1.5%	1%

Ovdje je potrebno napomenuti da se varijacija ekonomskog rasta dobije kao odnos standardne devijacije i prosjeka ekonomskog rasta u posljednjih deset godina. Potreba za eksternim finansiranjem se izračunava kao zbir kratkoročnog spoljnog duga, pripadajući dio glavnice dugoročnog duga koji se izmiruje u narednih godinu dana uvećano za apsolutnu razliku salda tekućeg računa.

MAC DSA višeg nivoa ispitivanja sastoji se iz nekoliko dijelova: osnovne analize održivosti duga, analize realnosti pretpostavki za bazični scenario, indikatora profila duga sa grafičkim i tabelarnim prikazima koji ukazuju na stepen rizika (Heat map, Fun charts), eventualno uz dodatni dio koji se odnosi na napomene.

Dio osnovne analize održivosti duga sastoji se od ključnih pokazatelja o dugu, ključnim ekonomskim i tržišnim indikatorima, glavnim faktorima koji utiču na promjene u javnom dugu, bazičnim i alternativnim scenarijima u očekivanom kretanju duga u budućnosti. Ovdje je važno napomenuti da kod izrade scenarija kretanja duga bazični i alternativni scenario podrazumijeva zadržavanje konstantne politike upravljanja dugom. U slučaju promjene u politikama upravljanja dugom potrebno je korigovati i scenario i analizu. Dio koji se odnosi na analizu realnosti pretpostavki za bazični scenario odnosi se na utvrđivanje stepena intervala povjerenja sljedećih varijabli: realni rast BDP-a, primarni bilans, inflacija, potreba fiskalnih

prilagođavanja, analize ekspanzije i kontrakcije. Dio koji se odnosi na indikatore profila duga koji ukazuje na stepen rizika sastoji se iz makrofiskalnih stres-testova i ranjivosti profila duga. Napomene za analizu održivosti duga obuhvataju konačnu ocjenu održivosti duga, naglašavaju određene specifičnosti i daju osvrt na podloge za ključne pretpostavke i ocjenu realnosti bazičnog scenarija.

3. ANALIZA ODRŽIVOSTI DUGA I REZULTATI

Polazeći od dinamike duga i njenih osnovnih komponenti – nominalne kamatne stope na dug, nominalnog rasta BDP-a i primarnog bilansa za zemlje regiona, možemo konstatovati sljedeće: kamatne stope kod većine zemalja su imale trend pada (Grafikon 1), ostvaren je kumulativni deficit u rasponu od 12,04% do 26,55%, sve zemlje je karakterisao ekonomski rast i sve zemlje su imale rast dugova u rasponu od 15,45% (Makedonija) do 55,72% (Slovenija). Zemlje kod kojih je zabilježen rast kamatnih stopa su Srbija i Crna Gora. Postavlja se pitanje da li rast dugova, postojeći nivo duga, karakteristike ekonomija u okruženju i stanje njihovih javnih finansija ukazuju na održivost javnog duga. U nastavku dajemo prikaz osnovnih komponenti dinamike duga za zemlje regiona.

Tabela 3. Promjena u bruto dugu u periodu od 2007. do 2016. godine za izabranu grupu zemalja i kumulativni primarni bilansi izraženi kao procenat BDP-a

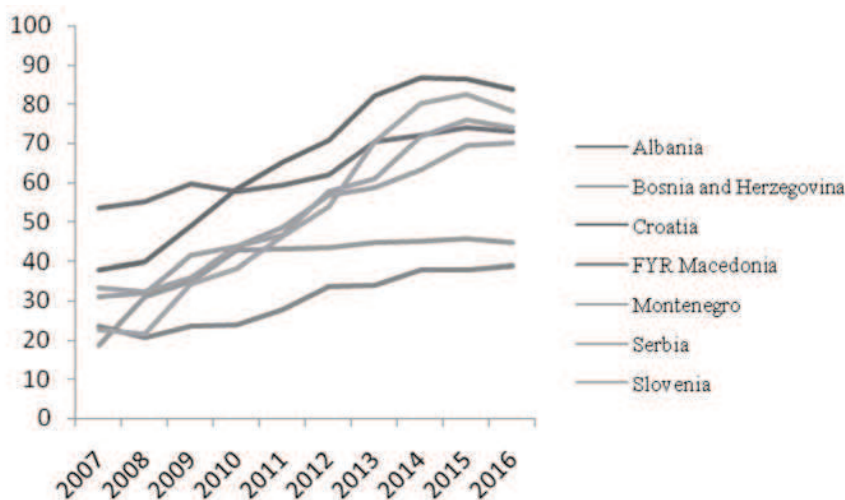
2007–2016	Albanija	BiH	Hrvatska	BJR Makedonija	Crna Gora	Srbija	Slovenija
Promjena duga	19.63	25.96	46.01	15.45	39.00	40.71	55.72
Kumulativni primarni bilans	-12.04	-16.35	-20.19	-17.28	-19.10	-19.15	-26.55

Izvor: International Monetary Fund, World Economic Outlook Database, October 2017

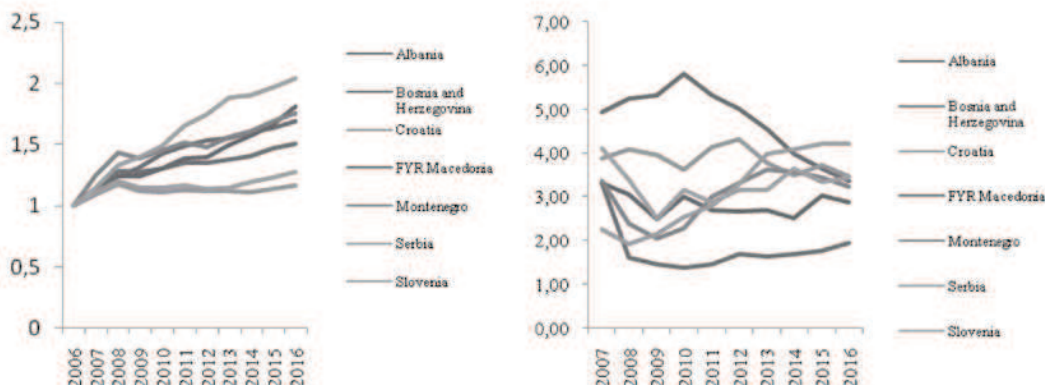
⁹ Emerging market bond index – Indeks obveznica zemalja koje spadaju u grupu tržišta u nastajanju. To su ona tržišta kod kojih se razvijaju finansijska tržišta.
¹⁰ MMF, (2013), „Vodič za analizu održivosti duga za zemlje koje imaju pristup finansijskim tržištima“. Dostupan na: <http://www.imf.org/external/np/pp/eng/2013/050913.pdf>

U istom periodu ove zemlje su imale rast svojih ekonomija mjereno nominalnim stopama rasta BDP-a, ali i pad kamatnih stopa.

Grafikon 1. Kretanje duga zemalja regiona u periodu od 2007. do 2016. izraženo kao % BDP-a



Grafikon 2. Kumulativno kretanje ekonomije zemalja regiona mjereno nominalnim stopama rasta BDP-a i kretanje kamatnih stopa zemalja regiona



a) Kumulativni rast BDP-a

b) Kretanje nominalnih kamatnih stopa na dug

Posmatrajući kretanje primarnih bilansa u periodu od 2007. do 2016. godine možemo izvesti zaključak da su sve zemlje imale negativan kumulativni ukupni primarni bilans. Iz Tabele 3 zaključujemo da kod većine zemalja imamo trend smanjenja kamatnih stopa na javni dug, iako je dug svih posmatranih zemalja imao trend rasta. Može se zaključiti da tržište i vlasnici dugova pristaju na nižu kamatnu stopu. Ukoliko je kamata cijena rizika, proizilazi zaključak da je rizik manji. Međutim, može se izvesti i zaključak da je novca mnogo i da je najbolja alternativa za investiranje javni dug. Sljedeći korak u analizi predstavljaće posmatranje primarnih bilansa, prosječne kamatne stope i rasta BDP-a. Posmatrajući rast BDP-a možemo konstatovati da su sve zemlje imale rast BDP-a u svim godinama izuzev 2009. i 2012. godine, dok je Hrvatska imala pad BDP-a i u 2013. godini. Primarni deficiti su pravilo, prije nego izuzetak.

Rekordni deficit je zabilježen u Sloveniji u 2013. godini. Ovaj deficit je povezan sa dokapitalizacijama i planovima restruktuisanja pet slovenačkih banaka (Nova ljubljanska banka, Faktor banka, Nova kreditna banka Maribor, Probanka i Abanka). Posmatrajući stope rasta BDP-a i nivo kamatnih stopa, vidimo da posmatrane zemlje pripadaju grupi zemalja gdje su stope rasta veće od kamatnih stopa koje se plaćaju na javni dug, odnosno zadovoljen je uslov: $i < g$. Ovaj uslov podrazumijeva da je održivost duga moguća i uz negativan primarni bilans, odnosno primarni deficit. Naredna tabela ukazuje na odnos $i + pb < g$. Ukoliko je nivo kamatnih stopa uvećan za primarni deficit u apsolutnom iznosu manji od rasta BDP-a, za dug se kaže da je održiv. Ukoliko je: $i + pb < g \rightarrow$ dug je održiv; u suprotnom dug je neodrživ. Za održiv dug u tabelu upisaćemo 0, dok ćemo za slučaj neodrživog duga upisati 1. Rezultati su prikazani tabelom.

Tabela 4. Održivost duga posmatranih zemalja u periodu od 2007. do 2016. godine

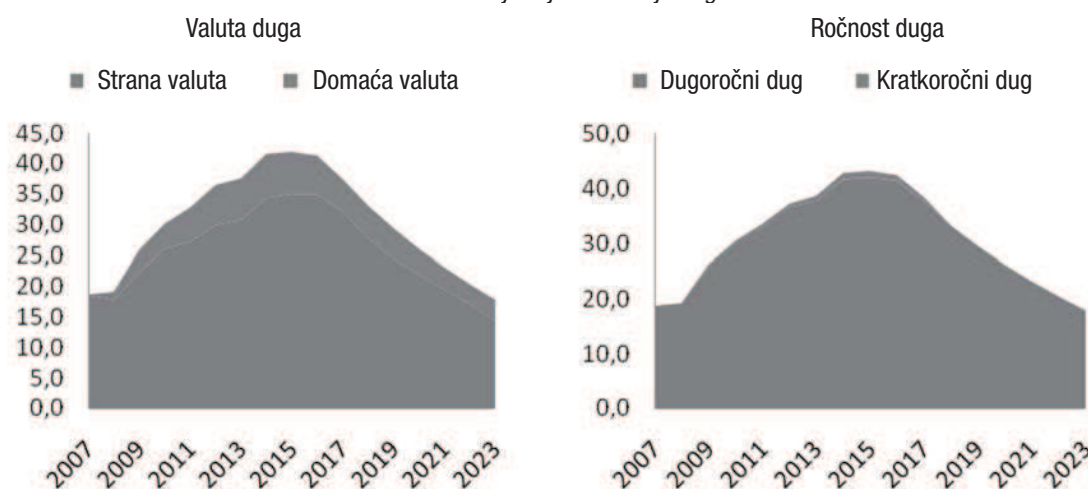
	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Albanija	0	0	1	0	1	1	1	1	1	0
BiH	0	0	1	1	1	1	1	1	0	0
Hrvatska	0	0	1	1	1	1	1	1	1	0
BJR Makedonija	0	0	1	0	0	1	0	1	0	0
Crna Gora	0	0	1	1	1	1	1	0	1	1
Srbija	0	0	1	0	0	1	0	1	1	0
Slovenija	0	0	1	1	1	1	1	1	1	0

Izvor: Kalkulacije autora

Na osnovu prethodne tabele može se zaključiti da većina zemalja iz regiona nije imala većih problema sa održivošću dugova 2007. i 2008. godine. U 2009. godini sve zemlje su imale probleme. U 2016. godini nijedna od zemalja, osim Crne Gore, nije imala problem održivosti duga. Zemlje poput Albanije su imale problem održivosti duga u periodu 2011–2015, BiH u periodu 2009–2014, Slovenija u periodu 2009–2015, itd. Prethodna analiza imala je za cilj da ukaže na tzv. dinamiku duga koja posmatra tri varijable: BDP, primarni bilans i nivo prosječnih kamatnih stopa. Analiza ukazuje da je nivo javnog duga u periodu 2015–2016. dugoročno održiv, da BiH plaća najniže prosječne kamatne stope (Tabela 4); što se može objasniti činjenicom da je udio javnih kreditora u dugu BiH 86%. S obzirom na to da je u BiH značajno učešće tzv. IDA kredita odnosno razvojnih kredita namijenjenih zemljama niskog stepena dohotka visoko, u

narednom periodu može se očekivati porast prosječne kamatne stope. Dug javnih kreditora ima koncesione uslove odnosno sadašnja vrijednost duga je niža, a BiH se zadužuje ispod rizičnosti profila zemlje, po nižoj kamatnoj stopi od Slovenije (Tabela 6). Sa stanovišta zaduživanja i održivosti dugova i kamatne stope, zaduživanje BiH ne predstavlja opasnost za javne finansije. Međutim, potrebno je razvijati instrumente i institute za bolje upravljanje i kontrolu budžeta jer veći dug u slučaju nepredviđenog šoka ili šokova podrazumijeva i viši nivo fiskalnih prilagodavanja. Na osnovu pretpostavke da se BiH neće zaduživati u narednom periodu (pretpostavka u vrijeme pisanja ovog rada nije tačna; BiH je potpisala ugovor sa EBRD-om za finansiranje koridora 5c u iznosu od 750 miliona EUR), javni dug je na silaznoj putanji što je prikazano narednim grafikonom. Međutim, i pod ovom pretpostavkom nivo javnog duga BiH je dugoročno održiv.

Grafikon 3. Projekcije u kretanju duga BiH



Posmatrajući granične veličine dodatnih indikatora za analizu kod zemalja kod kojih se primjenjuje viši nivo ispitivanja za primjer BiH dati su narednom tabelom.

Tabela 5. Granični indikatori za analizu duga BiH

Naziv indikatora	Rezultat	Znak	Granična vrijednost	Jedinica mjere	Prelazak granične vrijednosti
Razlika trogodišnjeg primarnog bilansa	-0.26	>	2	Procenat BDP-a	NE
Varijacija ekonomskog rasta	1.16	>	1	Aps. iznos	DA
Razlika prinosa na obveznice izražena kao procentni poen	356	>	600	Bazni poen	NE
Potreba za eksternim finansiranjem	8	>	15	Procenat BDP-a	NE
Javni dug u vlasništvu nerezidenata	86	>	45	Učešće u ukupnom	DA
Javni dug u stranoj valuti	86	>	60	Učešće u ukupnom	DA
Godišnje promjene kratkoročnog duga	-0.2	>	1	Učešće u ukupnom	NE

Rezultati ukazuju da se od ukupno sedam indikatora kod tri indikatora javlja prelazak graničnih vrijednosti i to kod varijacije ekonomskog rasta i profila duga. Varijacije ekonomskog rasta ukazuju na povećanu neizvjesnost u kretanju budućeg ekonomskog rasta, dok za preostala dva koji ukazuju na strukturu duga u vlasništvu nerezidenata i valutnu strukturu možemo zaključiti sljedeće: iako je indikator iznad granične vrijednosti, rizik je prihvatljiv zbog činjenice da je najveći dio javnog duga u vlasništvu javnih kreditora (Svjetska banka, EBRD, EIB i MMF) sa dugim rokovima dospijeca čime je rizik reinvestiranja umanjen. Veći nivo učešća nerezidenata podrazumijeva veću fluktuaciju ovih izvora, jer u slučaju određenih

neizvjesnosti inostrani investitor nastoji svoju investiciju vratiti u svoju zemlju dok ne prođe neizvjesnost. Kada je riječ o javnim kreditorima to nije realna pretpostavka. Valutna struktura duga ukazuje da je preko 50% duga vezano za EUR dok je 80% duga vezano za EUR i Specijalna prava vučenja¹¹. S obzirom na vezanost konvertibilne marke za EUR ovaj rizik je podnošljiv. Problem neizvjesnosti budućeg ekonomskog rasta i ostalih varijabli može se kvantifikovati putem stres-test analize koja je data u prilogu BiH DSA – Stres test. Uključujući i faktor neizvjesnosti, možemo konstatovati da je dug BiH dugoročno održiv.

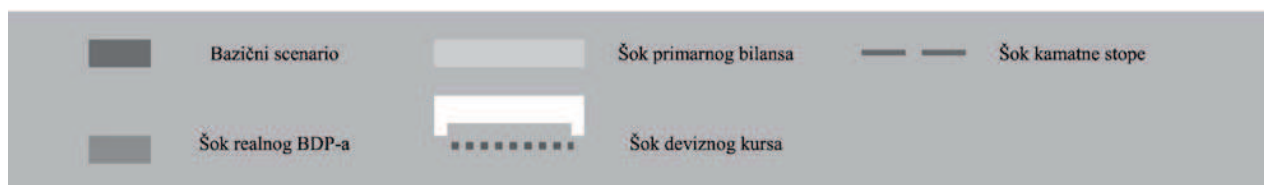
¹¹ Informacija o stanju javne zaduženosti BiH (zaključno?) sa 31. 12. 2016. Izvještaj je dostupan na: https://www.mft.gov.ba/bos/images/stories/javni_dug/informacije/INFORMACIJA%2031%2012%202016%20%20BOS.pdf

ZAKLJUČAK

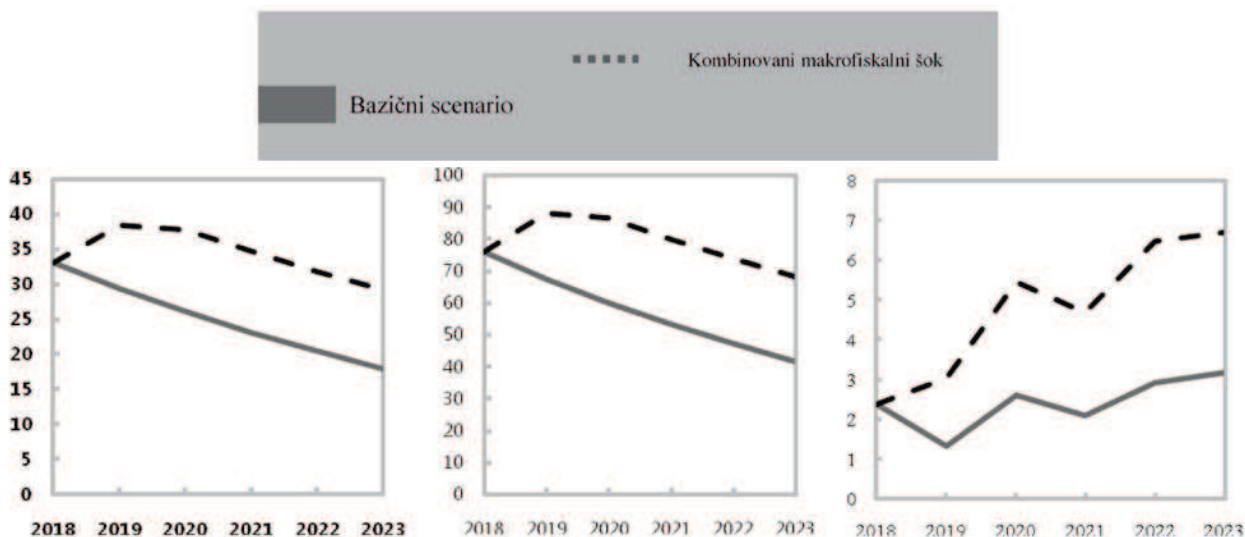
U periodu od 1998. do 2015. godine javni dug u BiH je povećan za pet milijardi dolara. Troškovi kamata koji se izdvajaju iz konsolidovanog budžeta BiH (Republika Srpska, institucije BiH, FBiH, Brčko distrikt) u 2003. godini su iznosili 107 miliona KM, dok su u 2016. godini iznosili 252 miliona KM. Rastom nivoa duga povećavani su izazovi u njegovom upravljanju. Javlja se potreba za razvojem instrumenata kontrole i politika upravljanja javnim dugom. Interes za razvoj ovih instrumenata, pored donosilaca ključnih ekonomskih i socijalnih odluka u društvu, imaju i investitori odnosno vlasnici dugova. U periodu od 2008. do 2018. godine banke su povećale izloženost prema javnom dugu sa nivoa od 265 miliona KM na nivo od 2,3 milijarde KM, a osiguravajuća društva sa nivoa od 14,9 miliona u 2008. godini na nivo od 331 milion u 2017. godini. Posmatrajući zemlje u regionu i dinamiku u kretanju njihovih javnih dugova, vidimo da se pojedine zemlje u posljednjih deset godina bore sa problemom održivosti duga. Od deset godina, BiH je šest godina imala problem sa održivošću duga, Hrvatska sedam godina, Slovenija sedam godina u nizu. U 2016. godini nijedna zemlja osim Crne Gore nema problem održivosti. Analize pokazuju da je

prema sadašnjim parametrima javni dug BiH dugoročno održiv. Ipak, postoje rizici koji se ogledaju u nestabilnosti ekonomskog rasta i nedostatku obuhvata javnog sektora (nastanak potencijalnih obaveza), kontrolnim mehanizmima i identifikovanju potencijalnih obaveza. Veliki nedostatak predstavlja i nepostojanje analize ključnih fiskalnih rizika. Iako BiH plaća kamate koje su najniže u regionu, potreban je oprez i prilagođavanje očekivanjima njihovog rasta. Indikatore rizičnosti duga potrebno je pratiti, procjenjivati njihovo kretanje u budućnosti i sprovesti strategije i politike koje će doprinijeti kretanju nivoa duga na održivim osnovama. Potrebno je razvijati i jačati mehanizme finansijskog menadžmenta u oblasti javnih finansija, izgrađivati mehanizme kontrole, uvođenje načela transparentnosti u postupanjima radi održivosti javnog duga, koja predstavlja uslov fiskalne održivosti i očuvanja dugoročne finansijske stabilnosti. Koncept održivosti javnog duga i stav u vezi s tim, više je stav subjektivnog odnosa posmatrača i javnosti o toj pojavi, vjerovanje u buduće kapacitete plaćanja. Na formiranje tog stava utiče količina blagovremenih i tačnih informacija. Ovim radom nastojali smo prikazati stanje, prakse i osnovne izazove u upravljanju javnim dugom na održivim osnovama.

PRILOG 1: BIH DSA – STRES TEST¹²



Dodatni stres test



¹² U analizi su uzeti zvanični, javno dostupni podaci institucija u Bosni i Hercegovini.

Pretpostavke u procentima

Šok primarnog bilansa	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Rast realnog BDP-a	2.6	2.7	2.7	2.8	3.0	2.9
Inflacija	1.3	1.6	1.9	1.7	1.9	1.9
Primarni bilans	2.9	2.0	1.9	2.6	2.3	2.1
Efektivna kamatna stopa	1.9	2.1	2.4	2.7	2.7	2.7
Šok kamatne stope						
Rast realnog BDP-a	2.6	2.7	2.7	2.8	3.0	2.9
Inflacija	1.3	1.6	1.9	1.7	1.9	1.9
Primarni bilans	2.9	2.9	2.7	2.6	2.3	2.1
Efektivna kamatna stopa	1.9	2.1	2.5	3.0	3.1	3.2
Kombinovani šok						
Rast realnog BDP-a	2.6	0.8	0.8	2.8	3.0	2.9
Inflacija	1.3	1.2	1.4	1.7	1.9	1.9
Primarni bilans	2.9	1.9	0.8	2.6	2.3	2.1
Efektivna kamatna stopa	1.9	2.4	2.4	3.0	3.1	3.3
Šok realne stope rasta BDP-a						
Rast realnog BDP-a	2.6	0.8	0.8	2.8	3.0	2.9
Inflacija	1.3	1.2	1.4	1.7	1.9	1.9
Primarni bilans	2.9	1.9	0.8	2.6	2.3	2.1
Efektivna kamatna stopa	1.9	2.1	2.4	2.8	2.8	2.8
Šok valutnog kursa						
Rast realnog BDP-a	2.6	2.7	2.7	2.8	3.0	2.9
Inflacija	1.3	8.2	1.9	1.7	1.9	1.9
Primarni bilans	2.9	2.9	2.7	2.6	2.3	2.1
Efektivna kamatna stopa	1.9	2.4	2.3	2.5	2.5	2.5

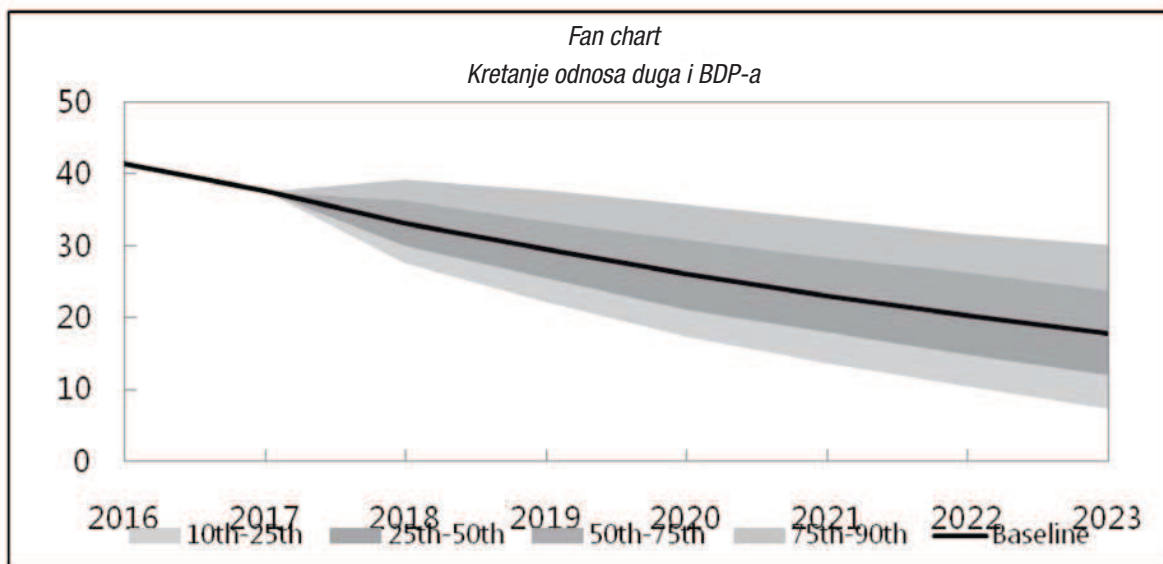


Tabela 6. Pregled ekonomskih indikatora izabranih zemalja za period od 2007. do 2016. godine izražene kao procenat BDP-a

Zemlja	Indikator	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Albanija	BDP	10.63	11.93	5.85	8.37	4.92	2.47	1.29	3.35	2.33	3.15
	Kamat. stopa	4.94	5.25	5.32	5.81	5.32	5.01	4.56	3.99	3.65	3.36
	Prim. bilans	-0.54	-1.99	-3.41	-0.16	-0.36	-0.33	-2.01	-2.59	-1.37	0.70
	Dug/BDP	53.55	55.14	59.67	57.72	59.41	62.14	70.39	71.99	74.07	73.18
BiH	BDP	12.71	14.10	-0.82	2.28	3.41	-0.06	2.10	2.10	4.46	2.65
	Kamat. stopa	3.32	1.61	1.46	1.38	1.46	1.70	1.64	1.71	1.78	1.95
	Prim. bilans	0.80	-3.41	-4.83	-3.47	-2.10	-1.95	-1.12	-2.10	0.57	1.27
	Dug/BDP	18.71	30.89	35.07	42.75	43.11	43.42	44.55	44.99	45.63	44.67
Hrvatska	BDP	9.47	7.87	-4.81	-0.88	1.39	-0.64	-0.27	-0.44	2.26	2.87
	Kamat. stopa	3.89	4.10	3.96	3.64	4.15	4.33	3.80	3.50	3.75	3.48
	Prim. bilans	-0.98	-1.14	-4.06	-4.07	-5.14	-2.25	-2.17	-2.37	-0.15	2.14
	Dug/BDP	37.75	39.56	48.97	58.31	65.16	70.68	82.18	86.61	86.31	83.75
BJR Makedonija	BDP	11.36	11.26	-0.06	5.47	6.15	0.54	7.54	5.13	5.80	8.82
	Kamat. stopa	3.32	3.06	2.50	3.02	2.70	2.68	2.70	2.54	3.03	2.88
	Prim. bilans	1.36	-0.30	-2.04	-1.69	-1.73	-2.90	-2.92	-3.23	-2.32	-1.52
	Dug/BDP	23.53	20.64	23.57	24.06	27.73	33.66	33.97	38.02	38.15	38.98
Crna Gora	BDP	24.71	15.15	-3.40	4.83	4.48	-2.57	5.69	2.86	4.83	4.08
	Kamat. stopa	3.36	2.41	2.07	2.30	3.00	3.30	3.61	3.58	3.43	3.23
	Prim. bilans	9.50	-1.54	-5.89	-3.86	-5.28	-3.97	-2.37	1.57	-3.50	-3.77
	Dug/BDP	31.05	32.08	41.44	43.70	48.57	56.87	58.65	63.36	69.32	70.05
Srbija	BDP	14.59	16.55	4.92	6.50	11.10	5.18	8.15	0.83	3.45	3.88
	Kamat. stopa	2.28	1.93	2.16	2.55	2.82	3.29	3.99	4.09	4.22	4.23
	Prim. bilans	-0.13	-1.27	-2.86	-2.58	-2.83	-4.86	-2.87	-3.28	-0.40	1.93
	Dug/BDP	33.44	32.38	35.95	43.68	46.61	57.87	61.14	71.95	76.02	74.14
Slovenija	BDP	11.40	7.96	-4.70	0.24	1.78	-2.22	0.45	3.80	3.25	4.07
	Kamat. stopa	4.11	3.40	2.51	3.16	2.86	3.16	3.15	3.64	3.34	3.43
	Prim. bilans	1.19	0.47	-4.56	-4.03	-4.17	-1.44	-11.54	-2.84	-0.56	0.93
	Dug/BDP	22.66	21.65	34.48	38.18	46.44	53.79	70.38	80.29	82.58	78.37

Izvor: International Monetary Fund, World Economic Outlook Database, October 2017, kalkulacije autora.

IZVORI

1. Arsić, Nojković, Randelović i Mičković, Strukturni fiskalni deficit i dinamika javnog duga Srbije, Centar za izdavačku djelatnost Ekonomskog fakulteta u Beogradu, Beograd, 2012.
2. Andrić, Arsić, Nojković, "Public Debt Sustainability in Serbia Before and During Global Economic Crises", *Economic Annals* 210, 2016, p. 47–78.
3. Šimović, Batur, Fiskalna održivost i održivost javnog duga u Hrvatskoj, Zagreb, Projekat: „Održivost javnih finansija na putu u monetarnu uniju”, 2016.
4. Hurić-Bjelan, Fiskalna održivost Bosne i Hercegovine, 3. Međunarodni simpozijum – Finkonsult, Fojnica, 2015.
5. Direkcija za ekonomsko planiranje – Informacija o fiskalnoj održivosti BiH 2017.
6. Tadić, Javni dug i dugoročna održivost javnog duga odabranih zemalja srednje i jugoistočne Evrope, Univerzitet Split, Split, 2016.
7. Bouabdallah, Checherita-Westphal, Warmedinger, de Stefani, Drudi, Setzer, Westphal, "Debt sustainability analysis for euro area sovereigns: a methodological framework", European Central Bank, 2017.
8. Predlog fiskalne strategije Crne Gore 2017–2020, Ministarstvo finansija Crne Gore.
9. MMF, Vodič za analizu održivosti duga za zemlje koje imaju pristup finansijskim tržištima, 2013.

