

BOSNA I HERCEGOVINA
MINISTARSTVO FINANSIJA/
FINANSIJA I TREZORA



БОСНА И ХЕРЦЕГОВИНА
МИНИСТАРСТВО ФИНАНСИЈА
И ТРЕЗОРА

BOSNIA AND HERZEGOVINA
MINISTRY OF FINANCE
AND TREASURY

АНАЛИЗА ОДРЖИВОСТИ ЈАВНОГ ДУГА

Босне и Херцеговине

Сарајево, јуни 2017. године

Садржај:

Увод.....	3
Методолошка појашњења.....	3
Претпоставке за Анализу одрживости јавног дуга БиХ.....	4
Примијењени сценарији и шокови	6
Резултати Анализе одрживости јавног дуга БиХ	7

Увод

Министарство финансија и трезора БиХ (МФТ), уз техничку помоћ Свјетске банке, сачинило је Анализу одрживости јавног дуга БиХ (DSA БиХ), користећи методологију коју је развио Међународни монетарни фонд за земље које имају приступ тржишту (MAC DSA)¹.

Анализа одрживости јавног дуга БиХ има за циљ оцијенити постојеће стање јавне задужености БиХ и предвидјети како би се оно могло развијати у будућности, те дефинисати главне ризике који могу утицати на одрживост дуга у средњорочном периоду. Анализа укључује пројекције кључних макроекономских варијабли и пројекције кретања јавног дуга, те испитивање осјетљивости пројектованих кретања јавног дуга на различите макроекономске шокове у складу са MAC DSA методологијом (Методологија).

Резултати анализе омогућавају да се уоче највећи ризици по одрживост дуга и донесу квалитативне процјене о одрживости дуга. Такође, треба нагласити да овај приступ експлицитно не одређује границу након које дуг постаје неодржив, већ даје низ показатеља, информација и импликација алтернативних сценарија на основу којих се професионалном процјеном оцјењује јесу ли, и уз које услове, стање и тенденције одрживе. На тај се начин велики број елемената важних за оцјену одрживости поставља у конзистентан заједнички оквир који би требао помоћи у доношењу квалитетнијих одлука приликом будућег задуживања.

Методолошка појашњења

Према Методологији, MAC DSA се заснива на формалном и стандардизованом алату који је израђен у ехцелу (MAC DSA предлог). Наиме, у циљу олакшавања припреме за израду Анализе одрживости јавног дуга, развијен је MAC DSA предлог, базиран на ризицима, а што подразумева да исти степен анализе није потребан за све земље. MAC DSA прави разлику између двије врсте земаља: развијене земље (NE) и земље у развоју (TN)².

С обзиром да је за оцјену одрживости дуга и ризика дуга неопходно посматрати дуг у односу на одређене показатеље, у анализи се користе индикатори оптерећености дугом и ризика профила дуга. Узимајући у обзир да MAC DSA прави разлику између двије групе земаља, показатељи који се користе имају различите граничне вриједности за TN и NE земље. Имајући у виду да се БиХ класификује као земља у развоју у ДСА БиХ су кориштени показатељи оптерећености дугом и ризика профила дуга за TN земље (Табела 1.).

¹ <http://www.imf.org/external/pubs/ft/dsa/mac.htm>

²  World Economic Outlook.
<http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2017/01/weodata/groups.htm#oem>

Табела 1. Показатељи оптерећености дуга и ризика профила дуга БиХ за 2016. годину

	Индикативни показатељи	БиХ (2016)
Индикатори оптерећености дугом		
Јавни дуг (% БДП-а)	60	39,8
Бруто потребе за финансирањем јавног сектора (% БДП-а) ³	15	5,1
Индикатори профила дуга		
Спредови приноса обвезница или ЕМБИ глобални спредови (базни поени) ⁴	800	-
Потребе за спољним финансирањем (% БДП-а) ⁵	20	10
Јавни дуг који држе нерезиденти (удио у укупном)	60	71
Јавни дуг у страној валути (удио у укупном)	80	71
Промјена у краткорочном јавном дугу (% укупног дуга) ⁶	1,5	0,2

Наведени показатељи (мјерила, репери) за омјер БДП-а јавног дуга и БДП-а и омјер бруто потреба за финансирањем јавног сектора (БПФ) и БДП-а обухватају два важна концепта која се односе на дужничке потешкоће, и то солвентност и ликвидност. Што се тиче показатеља ризика портфолија дуга, искуство је показало да је догађајима дужничких потешкоћа у правилу претходило повећање у учешћима краткорочног дуга и дуга деноминованог у страним валутама и повећање у потребама за спољним финансирањем, а што повећава притисак на постојеће девизне резерве, док висок удио дуга којег држе нерезиденти повећава осјетљивост на занављање и ризике каматне стопе, због чега се исти посматрају.

Претпоставке за Анализу одрживости јавног дуга БиХ

За израду DSA БиХ најзначајнију улогу има квалитет улазних података, како историјских, тако и макрофискалних процјена (основни сценарио), обзиром да нереалан макро оквир може произвести „искривљену слику“ приликом дефинисања резултата у анализи.

DSA БиХ укључује јавни дуг, односно унутрашњи дуг ентитета и Брчко дистрикта, спољни дуг Босне и Херцеговине који укључује спољни државни дуг⁷ и спољни дуг ентитета и Брчко дистрикта⁸.

³ Укључују примарни биланс, плаћања камате и главнице јавног дуга, као и друге факторе, нпр. докапитализација банака, примици од приватизације, повлачење депозита, промјена у доспјелим неизмиреним обавезама и опрост дуга.

⁴ БиХ нема издату обвезницу на међународном финансијском тржишту (издате обвезнице по основу дуга према Лондонском клубу кредитора су у анализи укључене као кредитна задужења према Лондонском клубу, а не као издате обвезнице).

⁵ Дефинисане као биланс текућег рачуна плус отплата укупног краткорочног спољног дуга по преосталом доспијећу.

⁶ Годишња промјена у краткорочном јавном дугу (по изворном доспијећу) као проценат укупног јавног дуга.

⁷ Спољни државни дуг је државни дуг настао у складу с међународним споразумом чији је зајмопримац Министарство финансија и трезора Босне и Херцеговине у име Босне и Херцеговине.

Као кључни улазни подаци за израду DSA БиХ кориштени су историјски подаци Централне банке БиХ, Агенције за статистику, МФТа и ентитетских министарстава финансија и Дирекције за финансије Брчко дистрикта, те пројекције које се заснивају на макроекономским пројекцијама Дирекције за економско планирање БиХ из априла 2017. године, фискалним пројекцијама опште владе из Програма економских реформи БиХ за 2017-2019. годину и пројекцијама кретања јавног дуга на основу података из Средњорочне стратегије управљања дугом БиХ и расположивих података о унутрашњем и спољном дугу МФТ-а.

Пројектовано стање спољног дуга за период 2017-2021. година заснива се на износу повучених кредитних средстава који је увећан за процијењена повлачења по пројектима који су у имплементацији и пројектима који су у поступку закључивања⁹, а умањен за процијењени износ сервиса спољног дуга.

DSA БиХ претпоставља да кредитни рејтинг БиХ неће бити снижен у средњем року, да неће бити значајнијих повећања референтних каматних стопа и валутних курсева, као и да ће Централна банка Босне и Херцеговине наставити да одржава монетарну стабилност у складу са аранжманом валутног одбора, према одредбама Закона о Централној банци БиХ, те да неће бити значајнијих кашњења у имплементацији пројеката који се финансирају или се планирају финансирати из спољних извора.

У складу са наведеним DSA БиХ се заснива на претпоставкама приказаним у Табели 2., а што представља основни сценарио у анализи.

Главни ризици у процјенама основног сценарија су:

- остварење претпоставки о реалном расту БДП-а из априла 2017. године и дефициту/суфициту опште владе из Програма економских реформи БиХ за 2017-2019. годину, а што дефинише потребе за финансирањем и директно утиче на смањење/повећање нивоа дуга,
- остварење претпоставки о вриједностима промјенљивих каматних стопа и валутних курсева,
- остварење претпоставки о динамици повлачења средстава по основу спољних кредита који су у имплементацији и кредита који су у поступку закључивања,
- смањење кредитног рејтинга БиХ у средњем року.

⁸ Спољни дуг ентитета и Дистрикта је дуг ентитета и Дистрикта настао у складу са међународним споразумом чији је зајмопримац министарство финансија ентитета у име ентитета / Дирекција за финансије Брчко Дистрикта БиХ у име Дистрикта.

⁹ Пројекти у поступку закључивања су пројекти који су у поступку иницијативе за преговоре, преговарања са кредиторима, поступку одобравања од стране кредитора, те пројекти који су закључени и налазе се у поступку ратификације. Овим су обухваћени пројекти из области путне, железничке, водоводне и комуналне инфраструктуре, енергетике, здравства, пољопривреде, банкарства, образовања итд.

Примијењени сценарији и стрес тестови

Основни сценарио представља средњорочну фискалну пројекцију и њене импликације, чије остваривање је под утицајем бројних ризика чији се утицај настоји квантификирати разматрањем импликација шокова и сценарија.

С тим у вези, да би се сагледала осјетљивост основног сценарија на претпостављене шокове и промјене, у DSA БиХ примиијењена су три алтернативна сценарија и пет стрес тестова.

Као алтернативни сценарији примиијењена су два стандардизована алтернативна сценарија и то историјски сценариј и сценариј константног примарног биланса, а као трећи алтернативни сценариј примиијењен је шок потенцијалних обавеза финансијског сектора, чији су резултати приказани у Табели 3.. Опис наведених сценарија даје се у наставку:

- **Историјски сценарио** - раст реалног БДП-а, примарни биланс и реална каматна стопа постављени су на историјским просјецима кроз цијели период пројекције, док су остале варијабле исте као у основном сценарију.
- **Сценариј константног примарног биланса** - омјер примарног биланса и БДП-а кроз цијели период пројекције постављен је на вриједност из прве године пројекције, а остале варијабле су исте као у основном сценарију.
- **Шок потенцијалних обавеза финансијског сектора** - једнократно повећање примарних расхода у износу од 10% имовине банкарског сектора у другој години пројекције доводи до шока раста реалног БДП-а, односно реални раст се смањује за једну стандардну девијацију двије узастопне године. Омјер прихода и БДП-а остаје исти као у основном сценарију. Сходно томе, смањује се примарни биланс, што доводи до веће каматне стопе, док смањење реалног раста доводи до ниже инфлације.

Стрес тестови који су примиијењени у DSA БиХ односе се на пад реалног раста БДП-а, повећање примарног дефицита у односу на БДП, раст каматне стопе, депрецијацију домаће валуте и комбинацију наведених шокова (Табела 4.). Детаљније појашњење наведених стрес тестова даје се у наставку:

- **Примарни биланс** - омјер примарног биланса и БДП-а еквивалентан је износу 50% од планиране кумулативне прилагоде, односно одступања примарног биланса у односу на историјски просјек. Интеракција коју то ствара је таква да ће додатно задуживање довести до повећања у каматној стопи за 25 базних поена по повећању примарног дефицита за 1% БДП-а.
- **Раст реалног БДП-а** - раст реалног БДП-а се смањује за једну стандардну девијацију двије узастопне године пројекције (историјски просјек минус једна стандардна девијација). Опадање реалног раста доводи до ниже инфлације (0,25 процентног поена по смањењу раста БДП-а од 1 процентног поена). Омјер прихода и БДП-а остаје исти као у основном сценарију, али се омјер примарних расхода и БДП-а повећава будући да је ниво потрошње исти као у основном

сценарију што доводи до смањења примарног биланса. Смањење примарног биланса резултира повећањем каматне стопе-за 25 базних поена.

- **Каматна стопа** - номинална каматна стопа се повећава у пројектованом периоду, искључујући прву годину пројекције, за износ разлике између максималне реалне каматне стопе у посљедњих десет година и просјечне каматне стопе у периоду трајања пројекције.
- **Валутни курс** - депрецијација домаће валуте од 30 процената у пројектованом периоду, искључујући прву годину пројекције, и утицај валутног курса на инфлацију уз задату еластичност од 0,25 у другој години пројекције.
- **Комбиновани макро-фискални шок** - представља агрегацију појединачних шокова, при чему се води рачуна да се избјегне дупло бројање ефеката појединачних шокова који утичу на више варијабли. Комбиновани шок укључује највећи ефекат појединачних шокова на све одговарајуће варијабле (раст реалног БДП-а, инфлацију, примарни биланс, валутни курс и каматну стопу).

Резултати Анализе одрживости јавног дуга БиХ

Као што је већ наведено, квалитет DSA БиХ зависи од квалитета улазних података, односно од квалитета историјских података и макрофискалних процјена. DSA БиХ је урађен кориштењем описане Методологије и заснива се на претпоставкама које представљају основни сценарио који је приказан у Табели 2.. У складу са наведеним наводи се сљедеће:

- Тренутно се може оцијенити да је БиХ земља са средњорочно одрживим јавним дугом на основу основног сценарија за 2021. годину с реалним растом од 4,1%, инфлацијом од 1,5%, примарним билансом од 1,2% БДП-а и ефективном каматном стопом од 2,5%. Међутим, потребно је имати у виду евентуалне ризике који могу произаћи из висине дуга, бруто потреба за финансирањем и/или профила дуга.
- DSA БиХ показује да потенцијалне осјетљивости јавног дуга БиХ долазе из профила дуга. Основни ризици су, прије свега, у јавном дугу који држе нерезиденти, затим у дугу у страним валутама, као и у потребама за спољним финансирањем (Табела 1.). Индикатор профила дуга који се односи на јавни дуг који држе нерезиденти прелази индикативни показатељ, док индикатори јавни дуг у страним валутама и потребе за спољним финансирањем не прелазе индикативне показатеље, али представљају значајне ризике по одрживост дуга. Наиме, у 2016. години 71% јавног дуга држе нерезиденти, а што је изнад индикативног показатеља од 60%, док је 71% јавног дуга у страниј валути (претпоставља се да је умјерен ризик од 20-60%, а висок ризик преко 60%), а потребе за спољним финансирањем чине 10% БДП-а (претпоставља се да је умјерен ризик од 5-15%, а висок ризик преко 15%).

- Индикатор јавни дуг/БДП у 2016. години је 39,8% и према међународним стандардима исти није висок, али треба узети у обзир да се овај индикатор значајно повећао у поређењу са 2008. годином када је износио 28,2%. Према основном сценарију наведени индикатор ће се повећати за 0,9% до 2018. године, након чега ће имати тенденцију опадања да би у 2021. години износио 36,2%. Иако се овај индикатор смањује са 39,8% у 2016. години на 36,2% у 2021. години стање јавног дуга се повећава за 16,8%, а што је резултат, прије свега финансирања инвестиционих пројеката и отплате постојећег дуга.
- Индикатор БПФ/БДП се повећава са 5,1% у 2016. години на 8,1% у 2018. години, након чега има тенденцију опадања да би у 2021. години износио 4,2%. Повећање наведеног индикатора у прве три године пројекције у односу на 2016. годину је прије свега резултат финансирања инвестиционих пројеката и отплате постојећег дуга.
- Сервис јавног дуга у односу на приходе се повећава кроз посматрани период са 13,4% у 2016. години на 14,3% у 2021. години, с тим да је највећи проценат сервисирања јавног дуга у односу на приходе 2018. године у износу од 18,0%, а што је резултат појачане отплате спољног и унутрашњег дуга у овој години.

Имајући у виду наведено, одрживост јавног дуга БиХ до 2021. године значајно овиси о очекивањима будућих кретања варијабли које имају утицај на промјену јавног дуга. С обзиром на потенцијалне ризике у посматраном петогодишњем периоду свакако би требало водити рачуна о његовом континуираном праћењу и стратешком управљању.

Такође, у циљу одржавања прихватљивог капацитета отплате дуга и стања дуга, а узимјући у обзир процијењене макроекономске и фискалне показатеље, те процијењену динамику повлачења спољних кредита намијењених, прије свега, за инвестиционе пројекте, који су у различитим фазама припреме, потребно је извршити приоритизацију пројеката који би били финансирани кредитним средствима у наредном периоду, са циљем имплементације само оних пројеката који би допринијели убрзавању привредног раста БиХ или додатном запошљавању, одустати од пројеката који нису довољно профитабилни, а носе високе трошкове или ризике, те ускладити распоред отплате обавеза са висином очекиваних прихода у наредним годинама.

Табела 2. Анализа одрживости јавног дуга БиХ – основни сценариј

(у проценту БДП-а осим ако је другачије назначено)

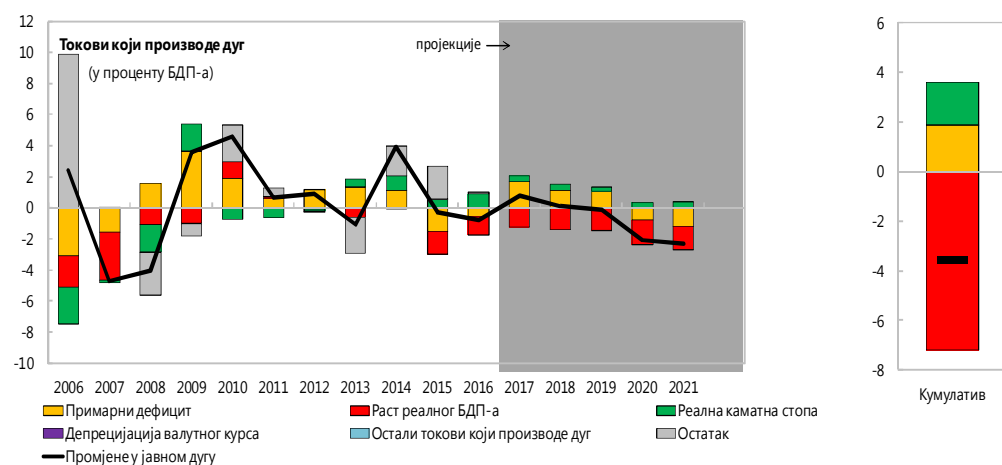
Индикатори дуга, економски и тржишни индикатори ^{1/}

	Остварено		Пројекција ^{2/}	Пројекције				
	2006-2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Јавни дуг	35,4	40,6	39,8	40,6	40,7	40,6	38,5	36,2
Бруто потребе за финансирањем јавног сектора	3,4	3,6	5,1	7,0	8,1	6,8	4,5	4,2
Раст реалног БДП-а (у %)	2,4	3,7	3,0	3,3	3,6	3,8	4,1	4,1
Инфлација (дефлатор БДП-а у %)	2,7	0,8	0,1	1,0	1,2	1,3	1,5	1,5
Раст номиналног БДП-а (у %)	5,2	4,5	3,1	4,3	4,8	5,2	5,6	5,6
Ефективна каматна стопа (у %) ^{4/}	1,8	2,3	2,4	2,0	2,2	2,2	2,3	2,5

С 30. мајем 2017.		
Суверени spread-ови		
Bond Spread (бп) ^{3/}	n.a.	
5Y CDS (бп)	n.a.	
Рејтинзи	Страни	Домаћи
Moody's	B3	B3
S&Ps	B	B
Fitch	n.a.	n.a.

Допринос промјенама у јавном дугу

	Остварено		Пројекција	Пројекције					Кумулатив	примарни биланс који
	2006-2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021		
Промена у јавном дугу	0,7	-0,3	-0,8	0,8	0,1	-0,1	-2,1	-2,3	-3,6	
Утврђени токови који производе дуг	-0,3	-2,4	-0,9	0,8	0,1	-0,1	-2,1	-2,3	-3,6	стабилизује дуг ^{9/}
Примарни дефицит	0,7	-1,5	-0,6	1,7	1,1	1,1	-0,8	-1,2	1,9	-1,1
Приматни (некаматни) приходи и грантови	41,3	41,9	42,1	40,0	38,9	37,5	37,5	37,5	191,4	
Приматни (некаматни) расходи	42,1	40,3	41,5	41,7	40,0	38,6	36,7	36,3	193,3	
Аутоматска динамика дуга ^{5/}	-1,0	-0,9	-0,3	-0,9	-1,0	-1,2	-1,3	-1,1	-5,5	
Диференцијал каматне стопе/раста, од којег је: ^{6/}	-1,0	-0,9	-0,3	-0,9	-1,0	-1,2	-1,3	-1,1	-5,5	
реална каматна стопа	-0,3	0,6	0,9	0,4	0,4	0,3	0,3	0,4	1,7	
раст реалног БДП-а	-0,7	-1,4	-1,2	-1,3	-1,4	-1,5	-1,6	-1,5	-7,2	
Депрецијација валутног курса ^{7/}	0,0	0,0	0,0	...	...	...	...	...	0,0	
Остали утврђени токови који производе дуг	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Потенцијалне обавезе	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Остали токови дуга	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Остатак укључујући промјене у имовини ^{8/}	1,0	2,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	



1/ Јавни сектор је дефинисан као општа влада.

2/ Процијениени подаци.

3/ Spread дугорочне обвезнице изнад Нјемачке обвезнице (бп).

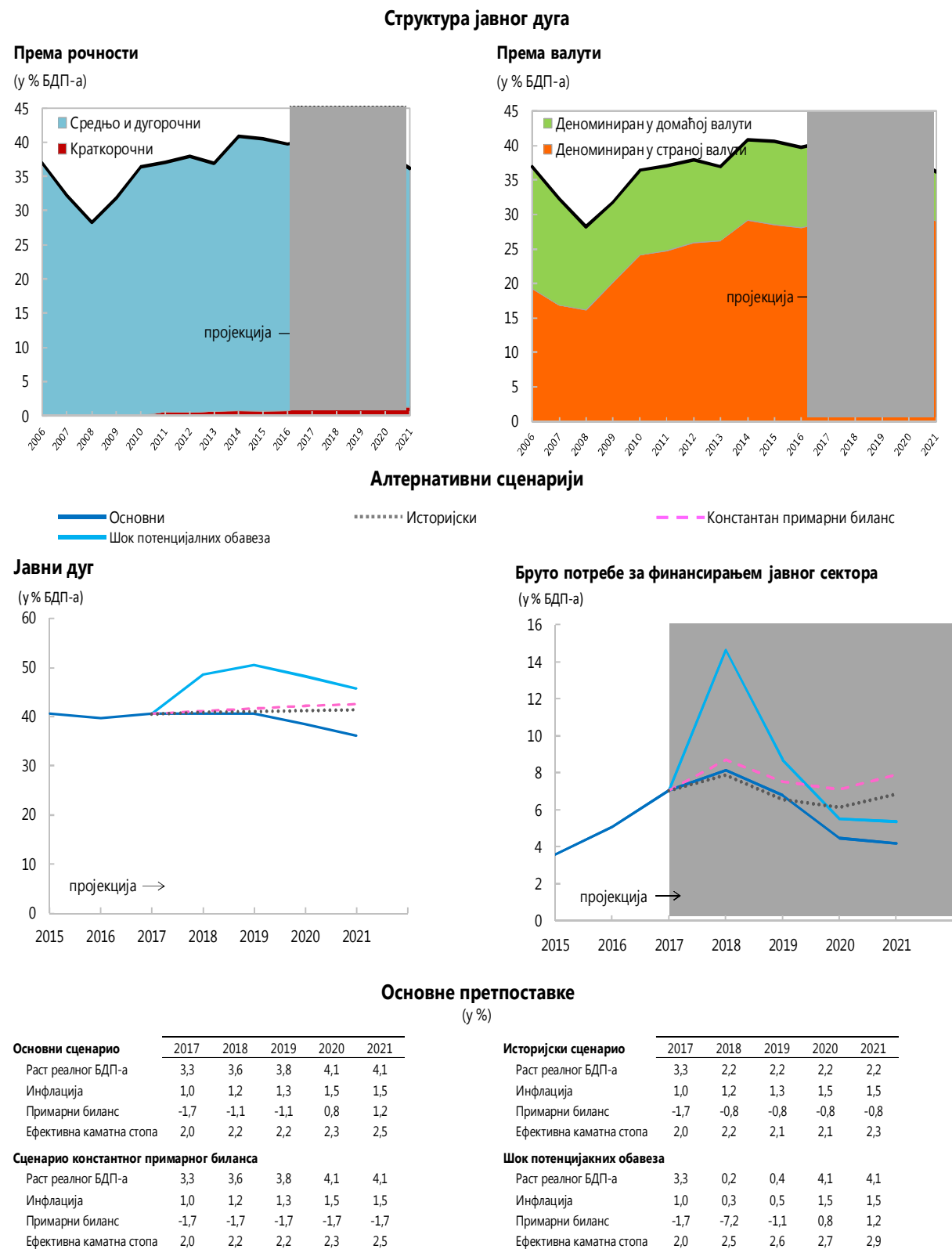
4/ Дефинисана као плаћања камате подијељена са стањем дуга (искључујући гаранције) на крају претходне године.

5/ Изведена као $[r - \pi - g + a e(1+r)] / (1+g + \pi + g\pi)$ пута омјер дуга из претходног периода, с тим што је r = ефективна номинална каматна стопа; π = стопа раста дефлатора; g = стопа раста реалног БДП-а; a = удио дуга деноминирањем у страним валутама; e = депрецијација номиналног валутног курса.6/ Допринос реалне каматне стопе се изводи из називника у фусноти 5/ као $g - \pi$ (1+g) допринос реалног раста као $-g$.7/ Допринос валутног курса се изводи из називника у фусноти 5/ као $(1+r)$.

8/ Укључујући промјене у имовини и прихода од камата (ако их има). За пројекције, укључује промјене валутног курса током пројектираног периода.

9/ Претпоставља да кључне варијабле (раст реалног БДП-а, реалне каматне стопе и остали утврђени токови који производе дуг) остају на нивоу посљедње пројекцијске године.

Табела 3. Структура јавног дуга БиХ и алтернативни сценарији



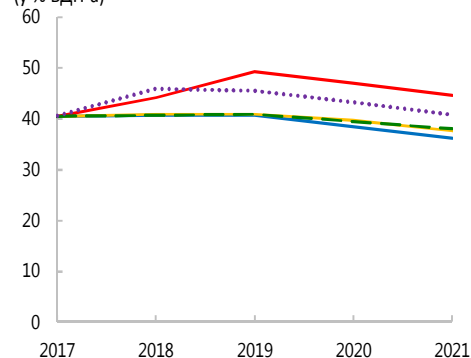
Табела 4. Анализа одрживости јавног дуга БиХ – стрес тестови

Макро-фискални стрес тестови

Основни Шок примарног биланса Шок реалне каматне стопе
Шок реалног раста БДП-а Шок валутног курса

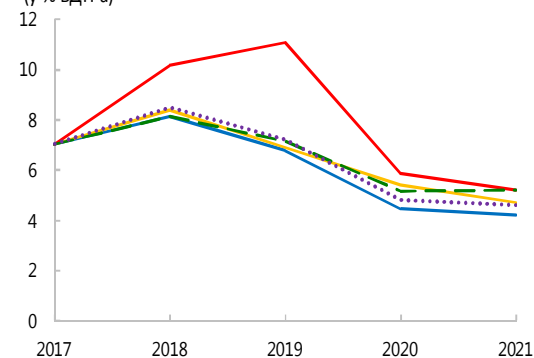
Јавни дуг

(у % БДП-а)



Бруто потребе за финансирањем

(у % БДП-а)

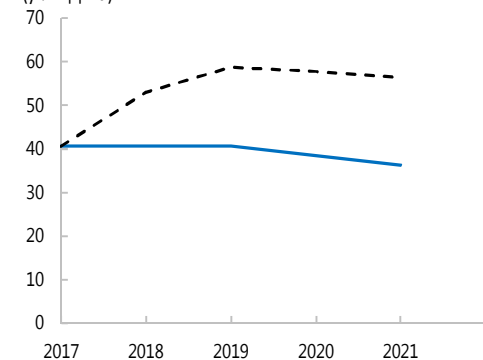


Додатни стрес тестови

Основни Комбиновани макро-фискални шок

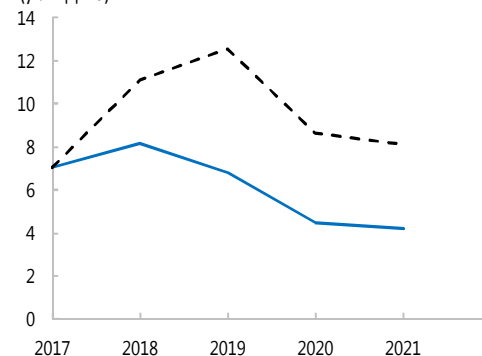
Јавни дуг

(у % БДП-а)



Бруто потребе за финансирањем

(у % БДП-а)



Основне претпоставке

(у процентима)

Шок примарног биланса	2017	2018	2019	2020	2021
Раст реалног БДП-а	3,3	3,6	3,8	4,1	4,1
Инфлација	1,0	1,2	1,3	1,5	1,5
Примарни биланс	-1,7	-1,4	-1,1	-0,1	1,0
Ефективна каматна стопа	2,0	2,2	2,2	2,3	2,6
Шок реалне каматне стопе	2017	2018	2019	2020	2021
Раст реалног БДП-а	3,3	3,6	3,8	4,1	4,1
Инфлација	1,0	1,2	1,3	1,5	1,5
Примарни биланс	-1,7	-1,1	-1,1	0,8	1,2
Ефективна каматна стопа	2,0	2,2	3,1	4,0	4,6
Комбиновани шок	2017	2018	2019	2020	2021
Раст реалног БДП-а	3,3	0,2	0,4	4,1	4,1
Инфлација	1,0	0,3	0,5	1,5	1,5
Примарни биланс	-1,7	-2,9	-4,5	-0,1	1,0
Ефективна каматна стопа	2,0	2,6	3,1	4,0	4,7
Шок реалног раста БДП-а	2017	2018	2019	2020	2021
Раст реалног БДП-а	3,3	0,2	0,4	4,1	4,1
Инфлација	1,0	0,3	0,5	1,5	1,5
Примарни биланс	-1,7	-2,9	-4,5	0,8	1,2
Ефективна каматна стопа	2,0	2,2	2,3	2,5	2,7
Шок валутног курса	2017	2018	2019	2020	2021
Раст реалног БДП-а	3,3	3,6	3,8	4,1	4,1
Инфлација	1,0	8,7	1,3	1,5	1,5
Примарни биланс	-1,7	-1,1	-1,1	0,8	1,2
Ефективна каматна стопа	2,0	2,6	2,1	2,2	2,4