

ANALIZA JAVNOG DUGA I FISKALNE ODRŽIVOSTI BOSNE I HERCEGOVINE²
ANALYSIS OF PUBLIC DEBT AND FISCAL SUSTAINABILITY OF BOSNIA AND HERZEGOVINA

SAŽETAK

Ovaj rad istražuje jednu od najaktuelnijih tema iz domena ekonomske politike Bosne i Hercegovine (BiH), a to je pitanje javnog duga i fiskalne održivosti. U radu je prikazan teorijski okvir zaduženosti i fiskalne održivosti, koji se odnosi na standardne pokazatelje stabilnosti javnog duga, pokazatelje fiskalne ranjivosti, ročne i valutne strukture vanjskog duga, te vanjske solventnosti i likvidnosti, uključujući pokazatelje toka i stanja vanjskog duga i fiskalne ranjivosti. Nakon teorijskog dijela analizirani su svi navedeni pokazatelji za Bosnu i Hercegovinu za jedan duži vremenski period. Rezultati analize ukazali su nepovoljan trend kretanja mnogih pokazatelja zaduženosti i fiskalne održivosti u odnosu na stanje i kretanje najvažniji makroekonomskih pokazatelja sa kojima su u korelaciji. Na kraju analize date su određene preporuke i zaključci koji se odnose na to da se u definisanju novih strategija zaduženosti postave ciljevi da se javni dug usmjeri isključivo u ona područja koja će doprinjeti razvoju države i postizanju i očuvanju fiskalne održivosti BiH.

KLJUČNE RIJEČI: javni, vanjski i unutrašnji dug, fiskalna održivost, pokazatelji fiskalne stabilnosti, Bosna i Hercegovina

JEL: H3, H6,

ABSTRACT

This paper researches one of the most current topics in the domain of the economic policy of Bosnia and Herzegovina (BiH), i.e. the matter of public debt and fiscal sustainability. The paper presents the theoretical framework of indebtedness and fiscal sustainability, referring to standard indicators of stability of public debt, indicators of fiscal vulnerability, maturity and currency structure of external debt, and external solvency and liquidity, including indicators of the flow and status of external debt and fiscal vulnerability. After the theoretical part, all the mentioned indicators for Bosnia and Herzegovina were analyzed over a prolonged period of time. The results of the analysis indicated an unfavorable trend in the movement of many indicators of indebtedness and fiscal sustainability in reference to the state and movement of the most important correlated macroeconomic indicators. At the end of the analysis, certain

¹ Doc.dr.sc. Jasmina Hurić-Bjelan, Porezna uprava Federacije BiH, Husrefa Redžića 4, 71000 Sarajevo, e-mail: jasmina.huric-bjelan@fpu.gov.ba

² Urednički kolegij časopisa je recenzirao i kategorizirao rad kao NAUČNI- PREGLEDNI RAD

recommendations and conclusions were provided which refer to the fact that the goals in defining new indebtedness strategies should consist of directing the public debt exclusively to those areas that will contribute to the development of the state and the achievement and preservation of the fiscal sustainability of BiH.

KEYWORDS: public, external and internal debt, fiscal sustainability, indicators of fiscal stability, Bosnia and Herzegovina

1. TEORIJSKE INTERPRETACIJE ZADUŽENOSTI I FISKALNE ODRŽIVOSTI

Pitanje javnog duga ili zaduženosti je jedno od najvažnijih pitanja pri definisanju ekonomske politike neke zemlje. Javni dug tako predstavlja ukupnu zaduženost države prema svojim domaćim ili vanjskim povjeriocima. Postoji više teorija o zaduženosti i fiskalnoj održivosti, a u literaturi nailazimo na veliki broj različitih, čak dijametralno suprotnih interpretacija zaduženosti i deficitarnog finansiranja. Skoro da ne postoji nijedan teorijski okvir u ekonomskoj nauci, koji se nije bavio ovim pitanjem. S obzirom da se javni dug po svojoj definiciji vezuje za pojam budžetskih deficita, jer se poima kao posljedica trajnih deficita koji se finansiraju zaduživanjem, često se teorijski stavovi o zaduženosti posmatraju preko uticaja budžetskih deficita. Savremena finansijska teorija ima potpuno drugačiji pristup zaduženosti u odnosu na klasičare. Temelji tih teorija su nastali upravo na kritici klasičara i njihovom poimanju zaduženosti, a zasnivaju se najviše na radovima Keynesa. Ove teorije javni dug posmatraju prije svega kao sredstvo razvoja privrede, koje ima ključni značaj u svakoj državi.

Hrvatska ekonomistica Švaljek (1999, 160-190) ističe da u teoriji općenito postoje tri škole o uticaju budžetskih deficita i javnih dugova na ekonomiju jedne zemlje. To su: kejnzijanci, rikardijanska i neoklasična škola. Zajedničko im je da razmatraju situaciju nastanka deficita kao posljedicu povećane zaduženosti usljed smanjenja poreznih prihoda, a ne usljed povećanja javne potrošnje (iako kejnzijanska škola u svojoj originalnoj verziji posmatra učinke porasta javne potrošnje na promjenu zaposlenosti i outputa, a tek kasnije i učinke smanjenja poreznih prihoda). Klasična doktrina³ smatrala je zaduženost pojavom koja je opravdana samo kod izuzetnih i kratkoročnih potreba za javnom potrošnjom i u situaciji finansiranja kapitalnih projekata čija je stopa povrata veća od stope kamata na uzete zajmove. Osnove ovog shvatanja klasičari su zasnivali na sistemu rigoroznog budžetskog ekvilibrijuma, zdravog finansijskog rukovođenja i zlatnog pravila finansiranja (Ristić, 2001, 491).

Po Keynesovoj doktrini klasična striktna budžetska ravnoteža u uslovima cikličnih kretanja privrede ima za posljedicu ubrzavanje ekspanzije ili depresije i rušenja ekonomskih aktivnosti. Kejnzijanska škola zasniva se, za razliku od neoklasične, na pretpostavkama da je velik dio populacije ili kratkovidan ili da ima ograničenu likvidnost. Takve osobe imaju visoku sklonost potrošnji iz raspoloživog dohotka. Odatle proizlazi da privremeno smanjenje

³ Čiji su najznačajniji predstavnici Adam Smith i David Ricardo, John S. Mill, Jean B. Say.

poreza ima kvantitativno značajan uticaj na agregatnu potražnju. Druga razlika u odnosu na neoklasični model je to da kejnzijanci dozvoljavaju da neki ekonomski resursi budu nezaposleni. Ako su resursi u ekonomiji u početku podzaposleni, nacionalni dohodak raste generirajući nove učinke putem mehanizma multiplikatora. Budući da deficiti potiču potrošnju i nacionalni dohodak, štednja i akumulacija kapitala ne moraju biti destimulirane. Keynes se u „*Općoj teoriji zaposlenosti, kamate i novca*“ zalaže za poticanje investicija, stvaranje dodatne kupovne moći, a odgovor na to je deficitarno budžetsko finansiranje odnosno podsticanje investicionog ciklusa emisijom javnog duga kombinovano sa ekspanzijom monetarne ponude čija bi posljedica trebala biti pad kamatnih stopa. Neoklasična škola⁴ polazi od pretpostavke da se društvo sastoji od dalekovidnih pojedinaca koji planiraju potrošnju u svom životnom ciklusu. Neoklasični model karakterizira pretpostavka da osobe imaju ograničene životne vijekove i da se generacije preklapaju, te da u svim razdobljima postoji ravnoteža na tržištu. Neoklasična i kejnzijanska paradigma mogu se vrlo dobro nadopunjavati ako se posmatraju kao analize dva različita aspekta fiskalne politike. Naime, ako se deficit podjeli na njegovu trajnu i privremenu komponentu, može se reći da neoklasična analiza posmatra učinke trajnih deficita, dok kejnzijanci analiziraju utjecaj privremenih deficita koji se poduzimaju radi stabilizacije cikličkih kolebanja oko ravnoteže s punom zaposlenošću (Švaljek, 1999, 165).

Svaka država treba da posveti poseban značaj pitanju fiskalne održivosti, kao ključnoj sponi u postizanju i očuvanju makroekonomske stabilnosti. Održivost fiskalne politike ogleda se u stabilnom javnom dugu i mogućnosti ekonomije da uredno servisira sve dospjele obaveze. Ona je određena nivoom zaduženosti, visinom stope rasta BDP-a i realnom kamatnom stopom na javni dug. Prema široko prihvaćenom stajalištu fiskalna politika je održiva ako je kamatna stopa na javni dug manja od stope privrednog rasta i ako su stope rasta zaduženosti niže od kamatnih stopa. Poseban problem u definisanju fiskalne održivosti je određivanje granice prihvatljivog nivoa zaduženosti i mjera kojima se to postiže. Ključne makroekonomske varijable u određivanju fiskalne održivosti su budžetski saldo, javni dug, kamatne stope i stope rasta privrede. U ekonomskoj literaturi postoji mnoštvo definicija fiskalne održivosti. Do sada nije utvrđena jasna i konkretna procedura na temelju koje bi se ocijenila održivost fiskalne politike neke zemlje. Različiti autori daju različite definicije održivosti. Tako npr. prema Frenkelu i Razinu (1996) održivost javnih finansija može se definisati kao fiskalna politika čiji „kontinuitet ne narušava budžetsku solventnost“. Cuttington (1997) navodi da je fiskalna politika održiva ako ekonomija generira konstantan odnos duga i BDP-a uz određenu stopu rasta i konstantnu realnu kamatnu stopu. Mihaljek (2003) ističe da se pod pojmom fiskalne održivosti podrazumijeva sposobnost dužnika da uz ekonomski prihvatljiv saldo prihoda i rashoda dugoročno ispunjava svoje finansijske obveze prema kreditorima. Prema MMF-u fiskalna politika jedne nacionalne ekonomije je održiva, ako sadašnja vrijednost budžetskih ograničenja - u kojoj je javni dug manji ili jednak diskontovanoj vrijednosti budućih primarnih fiskalnih suficita - zadovoljen u svakom trenutku (IMF Fiscal monitor, 2012). Glavni ekonomski savjetnik Međunarodnog

⁴ Ova škola je jedna od utjecajnijih makroekonomskih škola. Prvi put se javlja 1871. sa marginalističkom revolucijom i teorijom marginalne korisnosti, a kasnije svoj razvoj doživljava pojavom njenih struja kao što su Marshallova sinteza, Hicks-Samuelsanova analiza, monetarizam, ekonomika racionalnih očekivanja i ekonomika javnog izbora.

monetarnog fonda (MMF-a) Olivier Blanchard (1990) smatra da je pitanje održivosti vezano za analizu vodi li deficit, pa onda i zaduživanje države prevelikoj akumulaciji javnog duga. Po njemu fiskalna politika treba održati nivo deficita koji država može priuštiti (tekućim rastom) bez prevelikog rasta javnog duga.

Dakle, prema ocjeni većine autora fiskalna održivost podrazumijeva stabilnost javnog duga i njegovo uredno servisiranje. Fiskalna politika koja vodi konstantnom uvećanju javnog duga u BDP-u smatra se neodrživom, pri čemu porast javnog duga vodi rastu kamatnih stopa na pozajmljene kredite, te se na taj način uvećava i budžetski deficit, jer dolazi do povećanja rashoda koji služe za finansiranje dugova. To dalje vodi do slabljenja kreditnog rejtinga zemlje zbog lošeg servisiranja dugovanja, a u krajnjem slučaju i nemogućnosti da se dugovi plate. Pitanje stabilnosti duga je u uskoj vezi sa fiskalnom stabilnošću i održivošću. Samo stabilan rast duga koji je u pozitivnoj korelaciji sa svim elementima finansijskog sistema može obezbijediti finansijski stabilnu državu. Finansijska stabilnost je ključni faktor makroekonomske stabilnosti i jedan je od preduslova održivoga privrednog rasta.

2. ANALIZA FISKALNE ODRŽIVOSTI I STABILNOSTI DUGA

Postoji veliki broj radova koji se bave analizama fiskalne održivosti koristeći razne metode. Analiza održivosti po sebi obavezno uključuje analizu stabilnosti duga i varijabli koje je određuju. U literaturi se najčešće sreće analiza održivosti pomoću pristupa intertemporalnog budžetskog ograničenja, knjigovodstvenog pristupa i pristupa pokazatelja održivosti fiskalne politike. Testovi intertemporalnoga budžetskog ograničenja obuhvataju provjeru stacionarnosti vremenskih serija fiskalnih varijabli kao što su: fiskalni deficit i javni dug, diskontirani javni i dr. U tom slučaju vrši se testiranje konzistentosti ponašanja vremenskih serija državnih prihoda, državnih rashoda i javnog duga s intertemporalnim budžetskim ograničenjem (Gujerati, 1995). U knjigovodstvenom pristupu primjenjuju se ekonomski pokazatelji sa fokusom na određene makroekonomske ciljeve u koji su uključene projekcije BDP-a, inflacije, stopa rasta i kamatne stope. Pristup pokazatelja održivosti fiskalne politike je prošireni pristup intertemporalnog budžetskog ograničenja koji podrazumijeva izračunavanje varijabli održivosti fiskalne politike koje su dobivena na osnovu uslova intertemporalnog budžetskog ograničenja.

2.1. Standardni pokazatelji stabilnosti javnog duga

Vrlo često se analiza održivosti poistovjećuju sa analizama stabilnosti duga. U svakom slučaju analiza održivosti podrazumijeva analizu stabilnosti. Prema Galinec (2007, 104-107) pokazatelji zaduženosti dijele se na pokazatelje stanja duga i pokazatelje toka duga. U ovom slučaju se ovi pokazatelji baziraju na vanjskom dugu, a ne na ukupnom javnom dugu.

Pokazatelji stanja su sljedeći:

1. odnos ukupnog vanjskog duga i BDP-a (TED/Y),
2. odnos ukupnog vanjskog duga i izvoza robe i usluga (TED/E), odnosno odnos ukupnog duga i izvoza robe i usluga uvećanog za saldo tekućih transfera ($TED/E2$), kod zemalja kod kojih su tekući transferi značajna stavka u platnom bilansu,

3. odnos međunarodnih rezervi i ukupnog vanjskog duga (IR/TED),
4. odnos kratkoročnog i ukupnog vanjskog duga (stD/TED),
5. odnos multilateralnog prema ukupnom vanjskom dugu (mD/TED).

Odnos ukupnog vanjskog duga i BDP-a - TED/Y pokazuje koliko opterećenje predstavlja vanjski dug za ekonomsku aktivnost u tekućoj godini koja se obično mjeri BDP-om. Porast vrijednosti ovog pokazatelja ukazuje na moguće probleme sa solventnošću zemlje i rizik pojave problema u otplati dužničkih obveza.

Odnos ukupnog vanjskog duga i izvoza robe i usluga - TED/E pokazuje koliko opterećenje predstavlja vanjski dug za ekonomske tokove s inostranstvom u tekućoj godini mjerene izvozom roba i usluga E, koji predstavlja glavni izvor generiranja prihoda potrebnih za otplatu duga.

Odnos međunarodnih rezervi i ukupnog vanjskog duga - IR/TED ima dvojakno značenje, jer nam prikazuje pokrivenost stanja vanjskog duga međunarodnim rezervama te nivo neto zaduženosti neke zemlje.

Pokrivenost vanjskog duga međunarodnim rezervama važna je zbog ocjene solventnosti i boniteta zemlje prema inostranstvu.

Odnos kratkoročnog i ukupnog vanjskog duga - stD/TED pokazuje koliki je udio kratkoročnog duga u ukupnom dugu. Ovaj odnos je važan pokazatelj jer pokazuje kratkoročnu poziciju zemlje prema inostranstvu u odnosu na ukupnu poziciju.

Odnos multilateralnog i ukupnog vanjskog duga - mD/TED pokazuje udio zaduženja zemlje kod multilateralnih povjerilaca (međunarodnih organizacija i grupa država ili drugih grupacija) u odnosu na ukupno zaduženje. Iako se smatra da ovaj pokazatelj ukazuje na bonitet koji zemlja ima kod multilateralnih kreditora, to nije uvijek slučaj pošto je moguće da u praksi dužniku nisu dostupni komercijalni izvori kreditiranja i da nema potpun pristup međunarodnim finansijskim tržištima.

Pokazatelji toka vanjskog duga su⁵:

1. odnos otplate vanjskog duga prema izvozu robe i usluga (TDS/E), odnosno odnos otplate duga prema izvozu robe i usluga uvećanom za saldo tekućih transfera ($TDS/E2$) (kod zemalja kod kojih su tekući transferi značajna stavka u platnom bilansu),
2. odnos godišnje obveze po kamatama na vanjski dug i izvoza robe i usluga (uvećanog za saldo tekućih transfera kod nekih zemalja), (INT/E) ili ($INT/E2$),
3. odnos otplate glavnice vanjskog duga prema korištenju novih zajmova (PR/DOD),
4. odnos međunarodnih rezervi i otplate vanjskog duga (IR/TDS)
5. odnos neto transfera finansijskih sredstava i uvoza roba i usluga (NFT/U),
6. odnos neto transfera finansijskih sredstava (kapitala) iz inostranstva i bruto domaćeg

⁵ Galinec (2007, 107)

proizvoda (NFT/Y),

7. odnos iskorištenih zajmova prema uvozu robe i usluga (DISB/U), te

8. odnos godišnje obveze po kamatama na vanjski dug i BDP-a (INT/Y).

Odnos otplate vanjskog duga prema izvozu robe i usluga, TDS/E ili *debt service ratio*, pokazuje teret godišnje otplate duga u odnosu na izvoz robe i usluga, koji je glavni izvor prihoda u stranoj valuti potrebnih za otplatu duga.

Općenito se smatra, na temelju iskustva s najzaduženijim zemljama i zemljama koje su imale problema s otplatom dugova, da je prihvatljiv odnos otplate duga i tekućih prihoda od izvoza robe i usluga manji od 10%. Ukoliko je ovaj omjer veći od 20%, javljaju se realne opasnosti od problema s vanjskom likvidnošću zemlje.

Odnos godišnje obveze po kamatama na vanjski dug i izvoza robe i usluga - INT/E (uvećanog za saldo tekućih transfera kod nekih zemalja, INT/E2) pokazuje koliki dio prihoda od izvoza robe i usluga (uvećanog za transfere, ako su uključeni) treba odvojiti za plaćanje kamata na vanjski dug. Vrijednost ovog pokazatelja smanjuje se kada je stopa rasta izvoza robe i usluga veća od prosječne kamatne stope na vanjsko zaduživanje i obrnuto.

Odnos otplate glavnice i korištenja novih kredita - PR/DOD pokazuje koliki je odnos otplate glavnice ukupnog duga prema korištenjima novih kredita u jednoj godini. Ovaj omjer pokazuje mjeru obnavljanja vanjskog duga, tj. koliko se zemlja ponovno zadužuje u odnosu na otplaćene obveze u promatranom razdoblju.

Pokazatelj odnosa međunarodnih rezervi i otplate duga računa se kao odnos ukupnih međunarodnih rezervi neke zemlje i jedne dvanaestine iznosa obveza po osnovi vanjskog duga (gavnica i kamate) koje dospijevaju u posmatranom periodu, a dobivena vrijednost pokazuje nam koliko mjeseci bi se mogao otplaćivati dug korištenjem trenutno raspoloživog nivoa međunarodnih rezervi.

Odnos neto transfera finansijskih sredstava i uvoza - NFT/U pokazuje udio neto primljenih finansijskih sredstava (korištena - otplaćena glavnica) u finansiranju uvoza, odnosno raspoloživost neto posuđenih sredstava iz inostranstva za finansiranje uvoza. Korištenjem ovog pokazatelja možemo vidjeti koliki se dio neto posuđenih sredstava koristi za finansiranje uvoza, a koliki za finansiranje domaćih investicija i potrošnje.

Odnos neto transfera finansijskih sredstava i domaćeg proizvoda - NFT/Y pokazuje udio neto primljenih finansijskih sredstava iz inostranstva u ukupnoj aktivnosti domaće ekonomije.

Odnos korištenja zajmova u tekućoj godini prema uvozu robe i usluga - DISB/U pokazuje koliki dio uvoza se finansira vanjskim kreditima, odnosno, ovaj pokazatelj pokazuje ovisnost zemlje o vanjskim kreditima pri finansiranju uvoza.

Odnos godišnje obveze po kamatama na vanjski dug i BDP - INT/Y predstavlja odnos odljeva po osnovi kamata i toka ukupne ekonomske aktivnosti u privredi zemlje dužnika, odnosno koliki postotak od ekonomske aktivnosti treba odvajati za otplatu kamata.

2.2. Pokazatelji fiskalne ranjivosti

Pitanje fiskalne održivosti vrlo često se posmatra preko tzv. koncepta fiskalne ranjivosti koji je simbolički naziv za kritičnu granicu ili „prag ranjivosti“ za pojedine granice zaduženosti. U analizi fiskalne ranjivosti bitan je što potpuniji obuhvat javnog i vanjskog duga (Mihaljek, 2003, 46), a u tom slučaju naročito treba imati u vidu sve implicitne ili potencijalne obaveze javnog sektora. Sama analiza ranjivosti predstavlja skup pokazatelja zaduženosti, kao što su pokazatelji ročne i valutne strukture, pokazatelji solventnosti i likvidnosti i neki složeni pokazatelji kao što su kreditni rejting i kamatni raspon.

2.3. Pokazatelji ročne i valutne strukture

Da su finansijska tržišta potpuna i efikasna, na strukturu duga ne bi utjecale razlike između kratkoročnih i dugoročnih kamatnih stopa, bilateralnih kurseva valuta, niti razlike među vrstama povjerilaca (Mihaljek, 2003, 54). Kratkoročna struktura duga podrazumijeva da fiskalne vlasti trebaju vrlo brzo obnavljati svoj dug, što uz rast kamatnih stopa može dovesti do naglog porasta izdataka za kamate. Dugoročni dugovi su povoljniji, ali su oni obično izloženi raznim rizicima kao što je npr. rizik fluktuirajućih kurseva i promjenjivih kamatnih stopa. Zemlje koje imaju visoko učešće vanjskog duga značajno su fiskalno ranjivije od onih čiji je dug unutrašnji i koji je rezultat razvijenog domaćeg finansijskog tržišta. To je iz razloga, jer što je više duga denominirano u stranim valutama, viši je rizik održivosti duga ako se desi depresijacija domaće valute ili ako se dogode neka druga nepovoljna tržišna kretanja. Kada je u pitanju valutna struktura duga vrlo je važno da ta struktura bude ravnomjerno raspoređena i da dugovi budu izraženi u onim valutama koje nisu izložene značajnim promjenama svojih kurseva. Danas se pokazalo da skoro da ne postoji nijedna valuta koja nije izložena tome.

2.4. Vanjska solventnost i likvidnost

Pitanje solventnosti i likvidnosti može se posmatrati s više aspekata. Vrlo često se ova dva termina i poistovjećuju. Kada se posmatra fiskalna održivost države onda se pod solventnošću podrazumijeva da država u svakom trenutku bude sposobna da podmiri svoje dospjele obaveze. Ona znači platežnu sposobnost države i Izračunava se kao odnos raspoloživih novčanih sredstava i dospjelih obaveza. Likvidnost je kategorija koja se posmatra u kratkom roku i predstavlja sposobnost podmirivanja kratkoročnih dospjelih obaveza. U svakoj zemlji su glavni izvor likvidnih sredstava: javni prihodi, prihodi od izvoza, službene devizne rezerve, a vrlo često i prihodi od prodaje državne imovine. Međutim, likvidnost države je šira kategorija i u nju se mora uključiti pored likvidnosti javnog sektora i likvidnost privatnog sektora. Likvidnost javnog sektora zavisi od poreznih kapaciteta države, politike izvoza, monetarne politike i sl., dok likvidnost privatnog sektora zavisi od ukupno

raspoloživog dohotka preduzeća, domaćinstva i finansijskih ustanova. Mihaljek (2003, 61-62), navodi su najbolji pokazatelji likvidnosti (upozoravajući i „*ex ante*“) udio dospjelih kamata na javni dug u odnosu na budžetske prihode i BDP i pokrivenost kratkoročnog vanjskog duga međunarodnim rezervama.

3. ZADUŽENOST BOSNE I HERCEGOVINE

Javni dug po definiciji podrazumijeva zbir svih zaduženja države, ali u BiH je zbog kompleksnog i složenog ustavnog uređenja potrebno precizirati da se pod pojmom države, u fiskalnom smislu smatraju: institucije BiH, entitet Federacija BiH sa 10 kantona, entitet RS, kao i Brčko Distrikt i oko 150 jedinica lokalne samouprave i gradske uprave Federacije BiH i RS. Prema tome, javni dug BiH predstavlja zbir vanjske i unutrašnje zaduženosti i obuhvata: državni dug, dug entiteta i Brčko Distrikta, dug kantona, općina i gradova. Javni dug BiH (koji se analizira u ovom radu) ne uključuje dio vanjskog privatnog duga BiH koji je dostupan na stranici Svjetske banke. Ministarstvo finansija i trezora BiH svake godine u prvom kvartalu tekuće godine objavljuje informaciju o stanju javne zaduženosti BiH za prethodnu godinu. Informacija koja se odnosi na stanje javne zaduženosti na dan 31.12.2023. godine, još uvijek nije objavljena, što je izuzetak jer unazad duži niz godina ova informacija se objavljuje u aprilu ili maju tekuće za prethodnu fiskalnu godinu. Iako sveobuhvatna informacija o javnom dugu nije blagovremeno objavljena, podaci za 2023. godine su dostupni u kvartalnim informacijama.⁶ Prema ovim podacima na kraju 2023., javni dug BiH je iznosio 12.951,72 mil KM. Navedeni iznos je zbir ukupnog stanja vanjske i unutrašnje zaduženosti kao što je prikazano u tabeli broj 1. Ukupan vanjski (privatni i javni) dug BiH se u zadnjih desetak godina značajno povećao, a ukupan javni vanjski dug je u periodu od 2007. do 2023. porastao za preko 100%. Ista je situacija i sa privatnim vanjskim dugom stanovništva i kompanija. Ukupan javni dug se u odnosu na 2007. (otkada se objavljuje informacija o javnoj zaduženosti) povećao za 47%, dok je iznos obaveza za servisiranje za vanjski javni dug u 2023. u odnosu na 2007. sedam puta veći. U ovom dijelu analize zaduženosti BiH analizira se samo javni dug BiH koji se vodi prema statistici Ministarstva finansija i trezora BiH i koji ne uključuje komponentu vanjskog privatnog duga BiH.

Tabela broj 1: Javni dug BiH sa 31.12.2023. godine (mil KM)

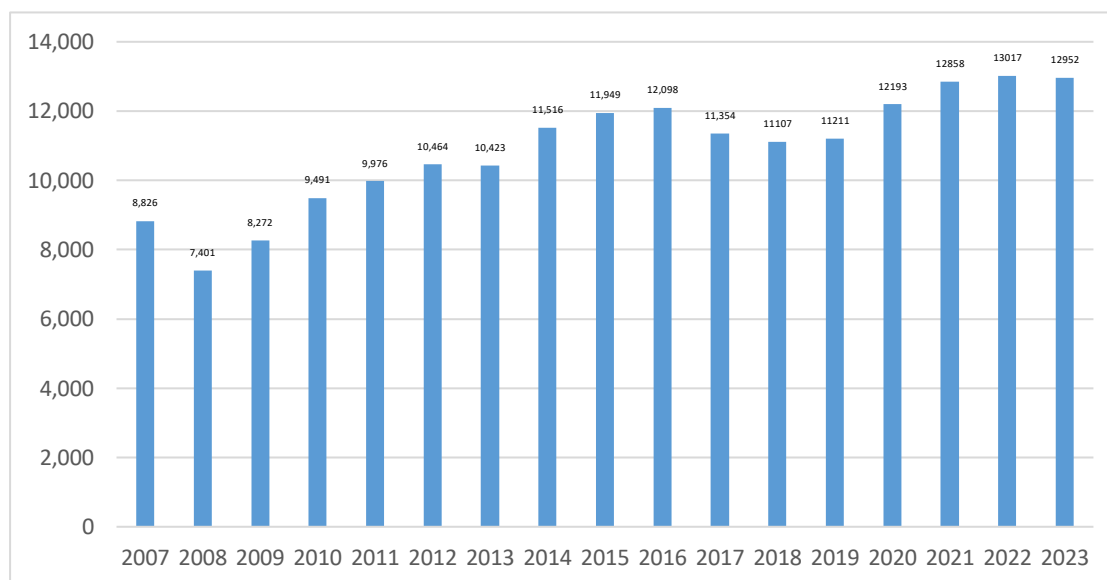
Opis	FBiH	RS	BD	Institucije BiH	Ukupno u BiH
Unutrašnji dug	1.426,8	2.590,1	0	13,73	4.030,6
Vanjski dug	5.175,1	3.654,1	45,3	46,5	8.921,1
Ukupan javni dug	6.602,0	6.244,2	45,3	60,2	12.951,7

Izvor: Ministarstvo finansija i trezora BiH, Kvartalni pregled javnog duga BiH za četvrti kvartal 2023. godine, Sarajevo, februar 2024, (pristup 19.03.2024. godine)

⁶ Kvartalni podaci o javnom dugu objavljuju se od druge polovine 2018. godine, a ranije su se samo objavljivali podaci na godišnjem nivou.

U odnosu na 2022. javni dug je povećan za 1,5% ili za 208 mil KM. U ukupnom iznosu javnog duga za 2017. na Federaciju BiH se odnosi 51%, Republiku Srpsku 48% i 1% na Brčko Distrikt i institucije BiH. U ovom periodu Federacija BiH je neznatno povećala svoje učešće, a RS smanjila.

Grafik broj 1: Ukupan javni dug Bosne i Hercegovine (2007-2023) – mil KM



Izvor: Ministarstvo finansija i trezora BiH, (pristup 19.03.2024. godine)

3.1. Vanjska zaduženost

Vanjski javni dug BiH na dan 31.12.2023. iznosi 8.921,1 mil KM, od čega se na Federaciju BiH odnosi 58% i na RS 41%. Učešće Brčko Distrikta i institucija BiH u ovom ukupnom iznosu je zanemarivo i iznosi oko 1%. U periodu od posljednjih 17 godina (od 2007) on je porastao za 250%, a od 1999 od prve zvanične evidencija vanjskog duga BiH za 382%. Prema svim podacima Ministarstva finansija i trezora BiH u ukupnom stanju vanjske zaduženosti BiH u posljednjim godinama po strukturi kreditora i dalje se, kao i u prethodnim godinama, bilježi najveća zaduženost kod međunarodnih finansijskih institucija, kao što su Međunarodni monetarni fond, Svjetska banka, Evropska banka za obnovu i razvoj, Evropska investicijska banka, Evropska komisija i dr.

Kada je u pitanju valutna struktura ugovorenih kredita vanjskog duga BiH, najveći iznos duga denominovan je u eurima (71%), SDR (18%), američkim dolarima (4%) i drugim valutama (7%). S ovakvom valutnom strukturom duga i fiksnim deviznim kursom prema euru, promjene kursa dolara i drugih valuta imaju određen uticaj na promjenu visine zaduženosti i servisiranja vanjskog duga, a to se dešavalo u prethodnim godinama kada su vrijednosti dolara (ali i drugih valuta) oscilirale na tržištu. Iako je učešće vanjskog duga u javnom dugu oko 69%, važno je istaći da zbog same valutne strukture vanjskog duga BiH, sav iznos vanjskog duga BiH nije podložan promjenama valutnih kurseva, odnosno izložen valutnom riziku obzirom da je postojeći model monetarne, kao i politike deviznog kursa koji se primjenjuje u BiH, zasnovan na valutnom odboru i fiksnom kursu konvertibilne marke (KM)

u odnosu na euro. Zbog toga je smanjenje valutnog rizika moguće kroz povećanje vanjskog zaduživanja u valuti EUR u odnosu na ostale strane valute. Drugi problem zaduženosti BiH je velika izloženost ugovorenog duga kamatnom riziku, odnosno riziku promjene kamatnih stopa. Naime, učešće kredita sa varijabilnom kamatnom stopom u strukturi vanjskog duga je prilično visoko. Taj podatak je za posljednji kvartal 2023. godine bio 38%, što ukazuje da je značajan dio portfolija vanjskog duga izložen promjenama referentnih kamatnih stopa na tržištu, a što može i u velikoj mjeri i utiče na troškove servisiranja duga. Rješenja ovih problema su ugovaranje novih zaduženja sa fiksnim kamatnim stopama. S obzirom da su kreatori pravila ugovaranja većinom međunarodne finansijske institucije, kojima više odgovaraju varijabilne kamatne stope, vrlo je teško ugovoriti fiksne kamatne stope i smanjiti izloženost rizicima koji dolaze u slučaju fluktuacije kamatnih stopa na finansijskim tržištima.

Svake godine sve više sredstava od vanjskog duga dospjeva na naplatu i povećava se iznos obaveza za servisiranje vanjskog duga. U 2023. godini po osnovu vanjskog duga iznos servisiranih obaveza bio je rekordnih 1.685 mil KM, što je u odnosu na godinu dana ranije povećanje od preko 50%. Ocjena zaduženosti u kontekstu ovog pokazatelja obično se posmatra u njegovu odnosu na izvoz i neto prikupljene porezne prihode. Kako je u posljednjih nekoliko godina zbog korona krize i još uvijek aktuelne ukrajinske i palestinske krize izvoz sve manji, a rast prihoda nije bio realan zbog izraženih inflatornih trendova, dolazi do pogoršanje zaduženosti u odnosu na ove važne makroekonomske pokazatelje iz kojih se zaduženosti i finansira. U nastavku pregled analize pokazatelja stanja i toka vanjske zaduženosti.

3.1.1. Pokazatelji stanja vanjske zaduženosti (javne)

Pokazatelji stanja vanjskog duga su jako korisni u analizi zaduženosti (i ukupne i posmatrano po njenim dijelovima). Najbolja analiza zaduženosti bi bila analiza ukupnog javnog duga BiH, ali kao što je već ranije navedeno problem je što je statistika javnog duga dostupna samo za period od 2007, a to je za bilo kakvu ekonometrijsku analizu još uvijek nedovoljan vremenski niz, jer su raspoloživi samo godišnji podaci od ovog perioda, a kvartalni podaci se objavljuje tek unazad nekoliko godina (od 2019. godine). Pokazatelji stanja koji su prikazani u narednoj tabeli se baziraju samo na pokazateljima vanjskog duga. To su odnos vanjskog duga i BDP-a, odnos duga i izvoza, odnos duga sa međunarodnim odnosno deviznim rezervama, odnos kratkoročnog i ukupnog vanjskog duga, itd. S obzirom da na nivou BiH nemamo podatke za analizu svih pokazatelja vanjskog duga u ovom slučaju analiziraju se samo neki parametri za koje postoje raspoloživi podaci. BiH ima podatak⁷ o ukupnom dugu podjeljenom na dugoročni i kratkoročni tek od 2011. godine, a nema podatke o kratkoročnom vanjskom dugu, pa je to razlog zašto se ova analiza ne može odnositi i na ovaj pokazatelj. Pored toga nisu dostupni ni podaci o multilateralnom dugu ni međunarodnim rezervama. Međunarodne rezerve podrazumijevaju monetarne rezerve (pričuve) tj. državne zalihe stranih valuta, svih plemenitih metala, ali i drugih finansijskih instrumenata koje država koristi za međunarodno trgovanje i obezbjeđenje međunarodne likvidnosti zemlje. Na nivou BiH nema

⁷ Na stranici Centralne banke BiH

raspoloživih podataka o ukupnim međunarodnim rezervama nego samo deviznim rezervama i u ovom slučaju će se uzeti u obzir samo ovaj pokazatelj.

Tabela broj 2: Pokazatelji stanja sa makroekonomskim pokazateljima za period od 1999 do 2023. godine⁸

	Ukupan vanjski javni dug (u mil KM)	BDP (u mil KM)	Izvoz roba i usluga (u mil KM)	Tekući tranferi (u mil KM)	Izvoz i tekući transferi (u mil KM)	Devizne rezerve (u mil KM)	TED/Y (%)	TED/E (%)	TED/E2 (%)	IR/TED - $fEXR/TED$ (%)
1999	3.745	8.990	2.113	2.502	4.615	866	41,66	177,24	81,15	23,12
2001	4.033	10.050	3.566	3.178	6.744	2.697	40,13	113,10	59,80	66,87
2003	3.953	12.303	3.793	2.860	6.653	2.781	32,13	104,22	59,42	70,35
2005	4.258	17.650	5.590	3.207	8.797	4.224	24,12	76,17	48,40	99,20
2007	3.961	22.548	6.111	3.865	9.976	6.699	17,57	64,82	39,71	169,12
2009	5.234	24.799	6.201	3.233	9.434	6.212	21,11	84,41	55,48	118,69
2011	6.660	26.231	8.403	3.480	11.883	6.424	25,39	79,26	56,05	96,46
2013	7.409	26.779	9.036	3.973	13.009	7.068	27,67	81,99	56,95	95,40
2014	8.218	27.359	9.300	4.267	13.567	7.826	30,04	88,37	60,57	95,23
2015	8.412	28.929	10.158	3.556	13.714	8.606	29,08	82,81	61,34	102,31
2016	8.548	30.265	10.868	3.578	14.446	9.531	28,24	78,65	59,17	111,50
2017	7.852	31.802	12.852	3.872	16.724	10.557	24,69	61,10	46,95	134,45
2018	8.205	33.942	14.250	4.125	18.375	11.623	24,17	57,58	44,65	141,66
2019	8.143	35.785	14.329	4.354	18.683	12.597	22,76	56,83	43,59	154,70
2020	8.698	34.728	12.013	3.885	15.898	13.868	25,05	72,40	54,71	159,44
2021	9.737	39.145	16.655	4.356	21.011	16.348	24,87	58,46	46,34	167,90
2022	9.811	45.618	21.954	4.959	26.913	16.066	21,51	44,69	36,45	163,75
2023	8.922	48.948	21.600	5.267	26.867	16.290	18,22	41,31	33,21	182,58

Izvor: Centralna banka BiH, Ministarstvo finansija i trezora BiH i kalkulacije autora (pristup 25.08.2024. godine)

⁸ Pokazatelji se označavaju u literaturi kao: TED/Y - odnos ukupnog vanjskog duga i BDP-a; TED/E - odnos ukupnog vanjskog duga i izvoza robe i usluga; $TED/E2$ - odnosno odnos ukupnog duga i izvoza robe i usluga uvećanog za saldo tekućih transfera; IR/TED odnos međunarodnih rezervi i ukupnog vanjskog duga, ali u ovoj analizi uzete su samo devizne rezerve pa se može upotrijebiti oznaka $fEXR/TED$ od izraza „foreign exchange reserves“, koji označava samo devizne rezerve.

Kada je u pitanju odnos vanjskog duga i BDP-a u ovom posmatranom periodu imamo različite tendencije. U periodu neposredno nakon ratnih dešavanja (iako su bile visoke stope rasta BDP-a) ovaj pokazatelj je bio prilično visok, jer je BDP u ukupnom iznosu bio relativno nizak, a u periodu od 1999 do 2017. on se skoro učetverostručio. Najniže učešće vanjskog duga u BDP u ranijim godinama imamo u 2007 godini (17,6%). Nakon tog perioda ovaj pokazatelj nastavlja rasti, jer vanjski dug raste puno brže od BDP-a. U 2014. dostiže iznos od 30%, a dvije godine kasnije počinje padati da bi u 2023. godini dostigao približan iznos u odnosu na 2007. godinu, a to je 18%. Sljedeći pokazatelji je odnos duga i izvoza. U periodu do 2000. godine ovaj pokazatelj je bio veoma visok i iznosio je preko 177%, ali kasnije s rastom izvoza počinje da se smanjuje. Inače, odnos vanjskog duga i izvoza je veoma bitan i ukazuje koliko izvozne aktivnosti mogu učestvovati u otplati duga. Nakon krize iz 2009 ovaj odnos se pogoršava, a u 2017. te negativne tendencije se zaustavljaju. U 2020. godini koja je obilježena snažnom krizom zbog korona virusa ponovno dolazi do pogoršanja ovog pokazatelja. S obzirom da su u posmatranom periodu različita kretanja tekućih transfera pokazatelj TED/E i TED/E2 nemaju ista kretanja. Bitno je navesti i činjenicu da se statistika tekućih transfera BiH do 2011. vodila primjenjujući standarde MMF-a, ali nakon ove godine u potpunosti je prilagođena svim izmjenama koje su se dešavale u ovom području. Tekući transferi koji se odnose na sektor opšte vlade obuhvataju penzije, repatrijacije i pomoć vlade jedne zemlje drugoj. Transferi ostalih sektora obuhvataju doznake radnika iz inostranstva i ostale transfere⁹. Posljednji pokazatelj stanja vanjskog duga je prilagođeni pokazatelj odnosa vanjskog duga i međunarodnih rezervi. S obzirom da, kako je već ranije navedeno BiH ne raspolaže podacima o međunarodnim rezervama u ovoj analizi se koriste podaci o deviznim rezervama, koje su inače samo jedan segment međunarodnih rezervi, pa se u vezi s tim ovaj pokazatelj mora posmatrati uz određena ograničenja. U periodu do 2014. godine pokrivenost vanjskog duga je bila nešto iznad 100%, a u godinama koje su uslijedile devizne rezerve su počele značajno da rastu, pa je odnos vanjskog duga i deviznih rezervi bio preko 100% i u 2023. godini je dostigao rekordan iznos od 182,58%.

3.1.2. Pokazatelji toka vanjske zaduženosti

Pokazatelji toka su veoma česti u analizama zaduženosti koje koriste mnoge međunarodne finansijske institucije. U ovom slučaju se posmatra tendencija kretanja obaveza koje se servisiraju (otplate vanjskog duga, otplate glavnice, otplate kamata) i njenih komponenti u odnosu na određene makroekonomske pokazatelje.¹⁰ Kao što je slučaj i sa pokazateljima stanja i pokazatelji toka neće biti prikazani svi u ovoj analizi, jer na nivou BiH nema dostupnih podataka za sve njih. Zbog nepostojanja pokazatelja o međunarodnim rezervama

⁹ Definicija preuzeta iz Metodoloških objašnjenja CBBiH.

¹⁰ TDS/E - odnos otplate vanjskog duga prema izvozu robe i usluga; TDS/E2 - odnosno odnos otplate duga prema izvozu robe i usluga uvećanom za saldo tekućih transfera; INT/E ili INT/E2 - odnos godišnje obveze po kamata na vanjski dug i izvoza robe i usluga (uvećanog za saldo tekućih transfera kod nekih zemalja), PR/DOD - odnos otplate glavnice vanjskog duga prema korištenju novih zajmova, IR/TDS - odnos međunarodnih rezervi i otplate vanjskog duga, a u ovom slučaju će to biti devizne rezerve, pa će odnos imati oznaku *TDS/fEXR*; NFT/U - odnos neto transfera i uvoza roba i usluga; NFT/Y - odnos transfera iz inostranstva i bruto domaćeg proizvoda; INT/Y - odnos godišnje obveze po kamata na vanjski dug i bruto domaćeg proizvoda.

upotrijebiće se samo devizne rezerve, kao što je predstavljeno za pokazatelje stanja. Odnos otplate duga i deviznih rezervi se može dobiti po formuli koja je prikazana u teorijskom dijelu. Dobivena vrijednost pokazuje nam koliko dugo bi se mogao otplaćivati dug korištenjem trenutno raspoloživog nivoa deviznih rezervi. Nije dostupan ni podatak o odnosu iskorištenih zajmova, pa ne raspoložemo ni pokazateljem odnosa otplate duga i iskorištenih zajmova.

Tabela broj 3: Makroekonomski pokazatelji za period od 1999. do 2023. godine

	Otplata duga (u mil KM)	Otplata glavnice (u mil KM)	Otplata kamata (u mil KM)	Tekući transferi (u mil KM)	Izvoz roba i usluga (u mil KM)	Izvoz roba i usluga i tekući transferi (u mil KM)	Uvoz roba i usluga (u mil KM)	Stanje deviznih rezervi (u mil KM)	BDP (u mil KM)
1999	159	64	95	2.502	2.113	4.615	6.993	866	8.990
2001	178	49	129	3.178	3.566	6.744	9.540	2.697	10.050
2003	254	167	87	2.860	3.793	6.653	10.391	2.781	12.303
2005	230	142	88	3.207	5.590	8.797	12.466	4.224	17.650
2007	243	141	102	3.865	6.111	9.976	12.728	6.699	22.548
2009	252	154	98	3.233	6.201	9.434	12.086	6.212	24.799
2011	349	242	107	3.480	8.403	11.883	14.637	6.424	26.231
2013	694	599	95	3.973	9.036	13.009	14.510	7.068	26.779
2014	769	665	104	4.267	9.300	13.567	15.504	7.826	27.359
2015	593	486	107	3.556	10.158	13.714	15.384	8.606	28.929
2016	735	612	123	3.578	10.868	14.446	15.840	9.531	30.265
2017	995	874	121	3.872	12.852	16.724	17.912	10.557	31.802
2018	976	840	136	4.125	14.250	18.375	19.610	11.623	33.942
2019	822	673	149	4.354	14.329	18.683	19.495	12.597	35.785
2020	771	622	149	3.885	12.013	15.898	16.645	13.868	34.728
2021	805	119	686	4.356	16.655	21.011	21.104	16.348	39.145
2022	865	695	170	4.959	21.954	26.913	28.230	16.066	45.618
2023	1.686	1.403	283	5.267	21.600	26.867	27.849	16.290	48.948

Izvor: Ministarstvo finansija i trezora BiH za podatke o dugu (informacije o zaduženosti po godinama) i Centralna banka BiH za ostale pokazatelje (pristup 29.08.2024. godine).

Tabela broj 4: Pokazatelji toka za period od 1999 do 2023. godine (%)

	TDS/E	INT/E	TDS/E2	INT/E2	$\frac{TDS}{fEXR}$	NFT/U	NFT/Y	INT/Y
1999	7,5	4,5	3,4	2,1	18,4	35,8	27,8	1,1
2001	5,0	3,6	2,6	1,9	6,6	33,3	31,6	1,3
2003	6,7	2,3	3,8	1,3	9,1	27,5	23,2	0,7
2005	4,1	1,6	2,6	1,0	5,4	25,7	18,2	0,5
2007	4,0	1,7	2,4	1,0	3,6	30,4	17,1	0,5
2009	4,1	1,6	2,7	1,0	4,1	26,7	13,0	0,4
2011	4,2	1,3	2,9	0,9	5,4	23,8	13,3	0,4
2013	7,7	1,1	5,3	0,7	9,8	27,4	14,8	0,4
2014	8,3	1,1	5,7	0,8	9,8	27,5	15,6	0,4
2015	5,8	1,1	4,3	0,8	6,9	23,1	12,3	0,4
2016	6,8	1,1	5,1	0,9	7,7	22,6	11,8	0,4
2017	7,7	0,9	5,9	0,7	9,4	21,6	12,2	0,4
2018	6,8	1,0	5,3	0,7	8,4	21,0	12,2	0,4
2019	5,7	1,0	4,4	0,8	6,5	22,3	12,2	0,4
2020	6,4	1,2	4,8	0,9	5,6	23,3	11,2	0,4
2021	4,8	4,1	3,8	3,3	4,9	20,6	11,1	1,8
2022	3,9	0,8	3,2	0,6	5,4	17,6	10,9	0,4
2023	7,8	1,3	6,3	1,1	10,3	18,9	10,2	0,5

Izvor: Ministarstvo finansija i trezora BiH za podatke o dugu (informacije o zaduženosti po godinama) i Centalna banka BiH za ostale pokazatelje i kalkulacije autora (pristup 29.05.2024. godine).

Pokazatelj odnosa otplate duga i izvoza je vrlo visok u većini godina koje su uključene u analizu, a to je naročito izraženo u posljednjih nekoliko godina kada je dug počeo da raste, a samim time i iznos sredstava za otplatu. Što ovaj odnos više raste, to ukazuje na veće probleme zaduženosti, jer se sve više sredstava za otplatu mora finansirati iz izvoznih aktivnosti, a pored obaveza za servisiranje duga iz izvoza se finansiraju i ostali troškovi države. Takva je situacija i odnosom otplate duga i izvoza uvećanog za tekuće transfere. Mada se u ovom slučaju ovaj pokazatelj može uzeti s određenim ograničenjima, jer kao što je već navedeno ranije tekući transferi su u najvećem dijelu personalni, tj. transferi stanovništva. A to se može i reći i za pokazatelje NFT/U i NFT/Y (odnos neto transfera i uvoza roba i usluga i odnos transfera iz inostranstva i bruto domaćeg proizvoda).

3.2. Unutrašnja zaduženost

Unutrašnji dug BiH (unutrašnja zaduženost) predstavlja zbir direktnog i indirektnog unutrašnjeg državnog duga, unutrašnjeg duga entiteta, unutrašnjeg duga Brčko Distrikta, duga kantona u Federaciji BiH, općina i gradova i duga fondova socijalne sigurnosti.

Prema članu 34. Zakona o zaduživanju, dugu i garancijama direktni unutrašnji državni dug predstavlja apsolutnu i безусловnu obavezu države u skladu sa uslovima vrijednosnih papira BiH i kreditnih sporazuma. Prema podacima kojima raspolaže Ministarstvo finansija i trezora BiH unutrašnja zaduženost BiH na dan 31.12.2023. godine iznosi 4.030,64 mil KM. U ukupnom iznosu unutrašnje zaduženosti na dan 31.12.2023. godine, Federacija BiH učestvuje sa 35,40%, Republika Srpska 64,2%, te javna preduzeća koja osnivaju Institucije BiH 0,34%. Tokom svih posljednjih nekoliko godina postojala su razna ograničenja sa statistikom unutrašnjeg duga zbog čega su se javljali i problemi sa podacima o ukupnoj javnoj zaduženosti BiH. Ovi podaci na nivou države postoje tek od 2007. godine. Stanje unutrašnjeg duga u periodu od 2008 do 2003. prilazano je na narednom tabelarnom prikazu.

Tabela broj 5: Stanje unutrašnjeg duga za period 2008-2023. godina

	Federacija BiH	RS	Brčko Distrikt	Javna preduzeća institucija BiH	Ukupno
2008	1.589	1.485	87	-	3.161
2009	1.533	1.438	67	-	3.038
2010	1.585	1.568	49	-	3.202
2011	1.568	1.696	50	-	3.314
2012	1.560	1.732	40	-	3.332
2013	957	2.029	32	-	3.018
2014	1.109	2.168	21	-	3.298
2015	1.264	2.265	9	-	3.538
2016	1.273	2.274	4	-	3.551
2017	1.148	2.003	4	-	3.155
2018	1.083	1.816	3	-	2.902
2019	1.093	1.973	2	-	3.068
2020	1.186	2.307	2	-	3.495
2021	1.124	1.995	1	-	3.120
2022	1.065	2.131	0	10	3.206
2023	1.426	2.591	0	14	4.031

Izvor: Ministarstvo finansija i trezora BiH, (pristup 10.08.2024 godine)

4. ANALIZA JAVNOG DUGA BOSNE I HERCEGOVINE

Kretanje zaduženosti je u uskoj vezi sa kretanjem ostalih makroekonomskih pokazatelja. Kao što se svaka ekonomska pojava putem efekta multiplikatora u makroekonomiji odražava na drugu pojavu, tako javni, vanjski i unutrašnji dug usko koreliraju sa kretanjima privrednih aktivnosti, državne potrošnje, prihoda, izvoza, kamatnih stopa i dr. Naredna tabela daje pokazatelje zaduženosti BiH za period 2004-2023. S obzirom da se podaci o unutrašnjem dugu objavljuju tek od 2007. nisu prikazani podaci o javnom dugu BiH za period 2004.

Tabela broj 6: Pokazatelji zaduženosti za period 2004-2023.

Opis	Ukupni javni dug BiH (u mil KM)	Učešće javnog duga u BDP-u (%), proizvodni metod	Vanjski dug (u mil KM)	Učešće vanjskog duga u BDP-u (%), proizvodni metod	Servisiranje vanjskog duga	Servisiranje vanjskog duga/Neto prihodi od indirekt. poreza (%)	Servisiranje vanjskog duga/Izvoz (%)	Učešće vanjskog duga u ukupnom javnom dugu (%)	Unutrašnji dug (u mil KM)	Učešće unutrašnjeg duga u BDP-u (%), proizvodni metod	Učešće unutrašnjeg duga u ukupnom javnom dugu (%)
2004	-	-	4.032	26	227	-	8	-	-	-	-
2007	8.826	40	3.961	18	240	5	4	45	4.865	21	55
2010	9.491	38	6.289	25	301	6	4	66	3.202	11	34
2013	10.423	40	7.409	28	694	14	8	71	3.018	12	29
2015	11.949	40	8.411	28	593	11	6	70	3.538	12	30
2016	12.098	39	8.547	28	735	13	7	71	3.551	11	29
2017	11.354	36	7.852	25	995	17	7	69	3.501	11	31
2018	11.107	33	8.205	24	976	16	7	74	2.902	9	26
2019	11.211	31	8.143	23	822	13	6	73	3.068	9	27
2020	12.193	35	8.698	25	771	13	7	71	3.495	10	29
2021	12.858	33	9.737	25	805	12	5	76	3.120	8	24
2022	13.017	29	9.811	22	864	11	4	75	3.206	7	25
2023	12.952	25	8.922	17	1.685	20	8	69	4.031	8	31

Izvor: Ministarstvo finansija i trezora BiH, Informacije o stanju javne zaduženosti BiH za godine od 2007. do 2022. godine, Kvartalni pregled duga - IV kvartal 2023 za 2023, (pristup 22.08.2024. godine)

Ukupan javni dug BiH koji u ovom slučaju uključuje ukupan unutrašnji dug i javni vanjski dug, bez privatnog vanjskog duga, je u ovom posmatranom periodu od 2007. do 2023. godine rastao u svim godinama, osim u 2018. godini zbog određenog smanjenja unutrašnjeg duga i u 2023. godini zbog smanjenja vanjskog duga. Učešće javnog duga u BDP-u do 2016. je bilo prosječno oko 40% BDP-a, a u godinama koje su uslijedile počelo je opadati, prije svega zbog rasta BDP-a, koji je bio znatno veći od rasta zaduženosti. Kada je u pitanju odnos vanjskog duga i BDP-a u ovom posmatranom periodu imamo različite tendencije. U periodu neposredno nakon ratnih dešavanja (iako su bile visoke stope rasta BDP-a) ovaj pokazatelj je bio dosta visok, jer je BDP u ukupnom iznosu bio relativno nizak, a u periodu od 1999 do 2018. on se uveliko uvećao. Najniže učešće vanjskog duga u BDP imamo u 2007 godini (18%) za raniji period odnosno u 2023. godini 17%. U 2023. godini BDP je bio oko 49 mlrd KM, a javni dug je pored toga što je imao određeni pad u 2023. godinu u odnosu na prethodnu, u zadnjim godinama imao je manje tendencije rasta u odnosu na BDP. Najveće učešće vanjskog duga je zabilježeno u periodu od 2019. do 2016. godine, kada je vanjski dug iznosio 28% BDP-a. Sljedeći pokazatelj servisiranja vanjskog duga i njegov odnos s neto prihodima od indirektnih poreza i izvoza. Pokazatelj servisiranja vanjskog duga u odnosu na neto prihode je do 2014 bio ispod 10%, tačnije u 2007. 5%, a 2010. godini 6%. Nakon 2010. godine ovaj iznos počinje rasti i sve zbog rasta obaveza za otplatu kredita sve više prihoda od indirektnih poreza odlazi na servisiranje vanjskog duga. S druge strane u tom periodu dužničke krize iz 2009. koja je imala izražene negativne refleksije i na privredu BiH dolazi do smanjenja naplate poreznih prihoda na svim nivoima vlasti. Obaveze za servisiranje vanjskog duga su imale trend konstantnog rasta, a u 2023. godini godini su iznosi čak 1.685 mil KM, što predstavlja 20% neto prihoda od indirektnih poreza. Kada je u pitanju odnos servisiranih obaveza i izvoza važno je istaći da u makroekonomskoj teoriji nema jasnog pravila koliki ovaj pokazatelj treba biti, ali što je manji to znači da manje sredstava koja se ostvare izvozom služi za servisiranje vanjskog duga. U navedenom posmatranom periodu od 2004. do 2023. godine on je iznosio od 4-8%. Rast obaveza za servisiranje vanjskog duga doveo je do pogoršanja pokazatelja servisiranja vanjskog duga u odnosu na izvoz i neto prihoda od indirektnih poreza. Da se servisiranje vanjskog duga BiH događa na dugoročno neodrživoj osnovi i trendovi u kretanju ova dva pokazatelja. Tabela 7 pokazuje učešće vanjskog i unutrašnjeg duga u BDP-u, ali i strukturu njihovog učešća u ukupnom javnom dugu gdje se učešće vanjskog duga s godinama povećava, a unutrašnjeg smanjuje. U 2023. godini na vanjski dug se odnosilo 69% javnog duga, a unutrašnjeg 31%. U ranijim periodima to je bilo mnogo drugačije stanje, kada je vanjski dug činio 55% javnog duga, a unutrašnji 45%.

Kretanje BDP-a i izvoza je vrlo bitno za ocjenu stanja zaduženosti u nekoj zemlji. Ova kretanja koristi i Svjetska banka kroz ocjenu makroekonomske pozicije određene zemlje, a kriteriji koje koristi su BiH zadnjih nekoliko godina je konstantan rast. Međutim, taj rast nije u svakoj godini praćen odgovarajućim rastom BDP-a, a naročito rastom izvoza, a u situaciji kada je stopa rasta izvoza viša od stope rasta vanjskog duga, sposobnost otplate duga se poboljšava. U slučaju BiH povoljniji odnos je bio karakterističan za period prije velike krize koja se pojavila 2009. godine (do 2008), dok je nakon toga rast vanjske zaduženosti u većini godina praćen padom izvoza.

Stavljanjem u odnos ukupnog vanjskog duga zemlje i BDP-a dobija se pokazatelj opterećenja duga za ekonomsku aktivnost u tekućoj godini.

Na narednoj tabeli predstavljeni su podaci o unutrašnjem dugu BiH, ukupnom vanjskom dugu (koji u sebi uključuje i privatni i javni vanjski dug) i odnos ukupnog duga BiH sa BDP-om. Kada se u ukupnu zaduženost uključi i vanjski privatni dug onda se slika zaduženosti BiH potpuno mijenja. Podaci o privatnom vanjskom dugu se ne uključuju u zvanično objavljene podatke o zaduženosti za koje je nadležno Ministarstvo finansija i trezora BiH.

Tabela broj 7: Ukupna zaduženost BiH (sa ukupnim vanjskim dugom)

	Unutrašnji dug (u mil KM)	Vanjski ukupan (u mil KM)	Javni dug ukupan (u mil KM)	BDP (u mil KM)	Dug/BDP (u %)
2007	3.200	21.213	24.413	25.519	96
2008	3.161	24.037	27.198	25.519	107
2009	3.038	25.683	28.721	24.799	116
2010	3.202	26.202	29.404	25.365	116
2011	3.314	26.309	29.623	26.231	113
2012	3.332	23.835	27.167	26.223	104
2013	3.018	25.268	28.286	26.779	106
2014	3.298	23.989	27.287	27.359	100
2015	3.538	21.297	24.835	28.929	86
2016	3.538	21.328	24.866	30.265	82
2017	3.155	23.890	27.045	31.803	85
2018	2.902	23.720	26.622	33.942	78
2019	3.068	23.293	26.361	35.785	74
2020	3.495	25.426	28.921	34.728	83
2021	3.120	23.887	27.007	39.145	69
2022	3.206	23.627	26.833	45.618	59
2023	4.031	-	12.952	48.948	-

Izvor: Podaci o unutrašnjem dugu preuzeti sa stranice Ministarstva finansija i trezora BiH, o ukupnom vanjskom dugu sa stranice Svjetske banke i o BDP-u Centralne banke BiH (pristup 05.05.2019. godine za godine prije 2012 a ranije 05.08.2024). Za 2023. nema raspoloživih podataka o privatnom vanjskom dugu.

Posmatrajući podatke iz prethodne tabele jasno je da se ovime slika o zaduženosti BiH mijenja u potpunosti. Prema prikazanim podacima BiH više nema odnos vanjskog duga BiH prema BDP-u iznosu od oko 40% koliko je bilo prethodnih godina. Ovi podaci ukazuju da je taj odnos duplo veći. U periodu krize iz 2009 do 2013. kada je ona imala svoj najvećih zamah iznos ukupnog javnog duga je bio preko 100%.

5. ODRŽIVOST DUGA BOSNE I HERCEGOVINE

Pitanje fiskalne održivosti jedne zemlje je ključno pitanje. Kada je u pitanju BiH skoro da uopće ne postoje radovi koji se bave analizama zaduženosti i fiskalne održivosti. Ministarstvo finansija i trezora BiH je polovinom 2017. godine uz tehničku pomoć Svjetske banke, napravilo Analizu održivosti javnog duga BiH, koristeći metodologiju koju koristi MMF. To je bilo prvi put da se ova institucija bavi nekim složenijim analizama ukupne javne zaduženosti, osim statističkih analiza koje radi već nekoliko godina i od 2007. kroz godišnju informaciju o javnoj zaduženosti objavljuje podatke o ukupnom javnom dugu, vanjskom i unutrašnjem dugu, njegovoj strukturi, učešću i sl. Pomenuta analiza održivosti javnog duga BiH imala je za cilj ocijeniti postojeće stanje javne zaduženosti BiH i predvidjeti kako bi se ono moglo razvijati u budućnosti, te definisati glavne rizike koji mogu uticati na održivost duga u srednjoročnom periodu. Analiza uključuje projekcije ključnih makroekonomskih varijabli i projekcije kretanja javnog duga, te ispitivanje osjetljivosti projektovanih kretanja javnog duga na različite makroekonomske šokove u skladu sa MAC DSA metodologijom. Pored Ministarstva finansija i trezora BiH analize zaduženosti već nekoliko godina radi i Direkcija za ekonomsko planiranje pri Vijeću ministara BiH. Ova analize su vrlo jednostavne i više su u formi informacije, a služe kao informacija Vijeću ministara BiH u cilju praćenja kretanja javne zaduženosti u BiH (javni dug u % BDP-a), i ocjene održivosti fiskalne politike, kroz praćenje dinamike duga, kamatnih stopa. Informacija obuhvata sektor opšte vlade u odnosu na druge zemlje uz informaciju o drugim faktorima koji utiču na zaduženost.

5.1. Pokazatelji fiskalne ranjivosti – analiza Bosne i Hercegovine

Fiskalna ranjivost je simbolički izraz koji označava kritičnu granicu ili prag za pojedine pokazatelje zaduženosti neke zemlje. Jedno od najvažnijih pitanja koje se postavlja prilikom analize pokazatelja ranjivosti je kako je uopće definisana granica ranjivosti kod pojedinog pokazatelja. Prema *Mihaljek* (2003, 18) pokazatelje fiskalne i vanjske ranjivosti korisno je svrstati prema načelu "dežurnih osumnjičenika" (*engl. usual suspects*), tj. krenuti od zbirnih pokazatelja poput omjera ukupnog duga (javnog ili vanjskog) i BDP-a, gdje se eventualno pogoršanje izgleda održivosti može najlakše uočiti, prema dezagregiranim pokazateljima koji daju sve bolji uvid u pojedine probleme održivosti duga. Nema nekog jedinstvenog praga ranjivosti koji bi se mogao primjeniti na sve zemlje, ali postoje određeni standardi koji zavise od specifičnosti situacije u kojoj se zemlja nalazi. U svakoj analizi veoma je bitna komparacija sa drugim zemljama koje su slične po razvijenosti i drugim pokazateljima. Prema *Šimović i Batur* (2017, 278) ranjivost javnog duga se posmatra kroz: agregatne pokazatelje javnog duga, ročnu i valutnu strukturu javnog duga, te pokazatelje likvidnosti.

U agregatne pokazatelje fiskalne ranjivosti najčešće se ubrajaju odnos duga u BDP-a, odnos duga i državnih prihoda, ali postoje i drugi pokazatelji. O odnosu duga i BDP-a se ranije govorilo, ali kad je u pitanju odnos duga i prihoda tu je situacija zabrinjavajuća, jer u nekim godinama (2014, 2015 i 2016) on je iznosio približno 100%, tj. u toj godini dug je bio na nivou prikupljenih prihoda. Visok je i u svim ostalim godinama.

Tabela broj 8: Agregatni pokazatelji fiskalne ranjivosti (2007-2023)¹¹

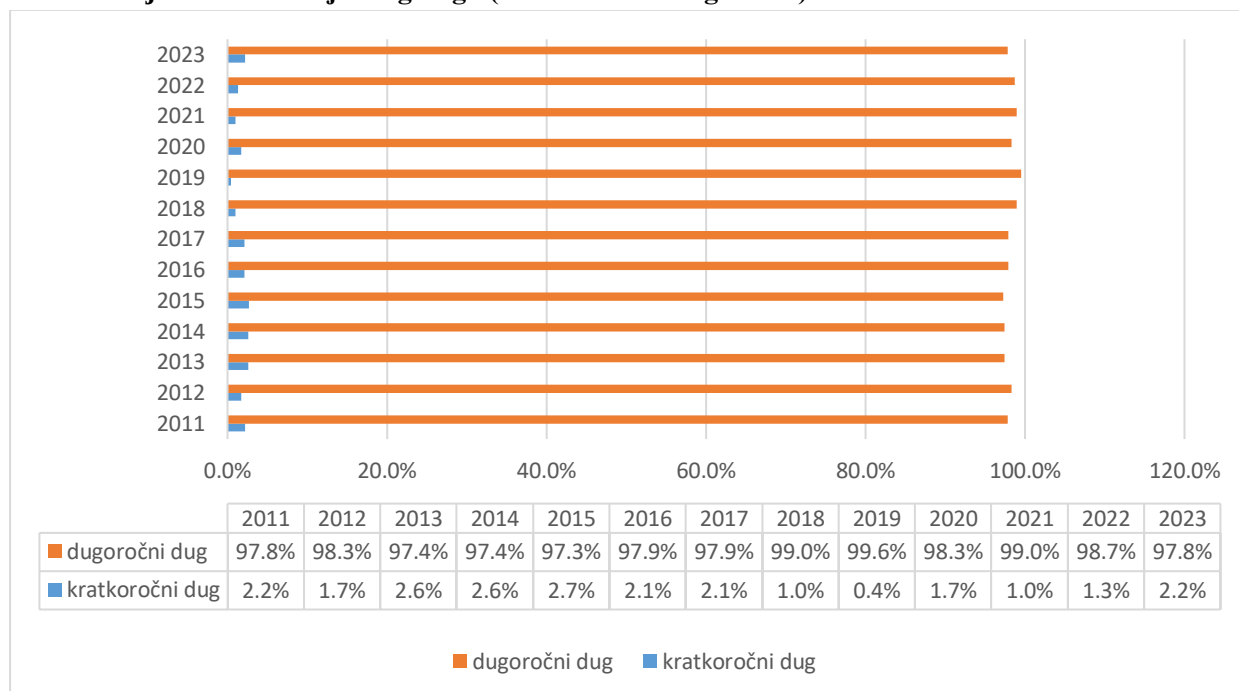
	Nominalni BDP BiH (u mil KM)	Javni dug (u mil KM)	Odnos javnog duga i BDP-a (%)	Konsolidovani prihodi (u mil KM)	Odnos javnog duga i prihoda (%)
2007	22.548	8.826	39,10	9.833	89,80
2008	25.519	7.401	29,00	10.903	67,90
2009	24.799	8.272	33,40	10.342	80,00
2010	25.365	9.491	37,40	10.863	87,40
2011	26.231	9.976	38,00	11.357	87,80
2012	26.223	10.464	39,90	11.460	91,30
2013	26.779	10.423	38,90	11.406	91,40
2014	27.359	11.516	42,10	11.962	96,30
2015	28.929	11.949	41,30	12.334	96,90
2016	30.265	12.098	40,00	12.767	94,80
2017	31.803	11.354	35,70	13.479	84,20
2018	33.942	11.107	32,70	14.390	77,20
2019	35.785	11.211	31,30	15.018	74,60
2020	34.728	12.193	35,10	14.431	84,50
2021	39.145	12.858	32,80	16.054	80,10
2022	45.618	13.017	28,50	18.213	71,47
2023	48.948	12.952	26,40	20.309	63,77

Izvor: Centralna banka BiH, (pristup: 15.08.2024. godine)

Zbog rasta konsolidovanih prihoda u 2017. i određenog smanjenja duga, odnos javnog duga i prihoda je smanjen u odnosu na prethodnu godinu i iznosio je 84,23%. Sljedeći pokazatelji fiskalne ranjivosti javnog duga u BiH su **pokazatelji ročne i valutne strukture duga**. Kada se analizira ročna struktura duga posmatra se koja struktura duga dominira u ukupnoj strukturi (dugoročna, srednjoročna ili kratkoročna). Pored toga, ročna struktura podrazumijeva prosječno vrijeme dospelja duga, dug koji dopijeva u prvoj godini ili u kratkom roku i prosječno vrijeme grejs perioda. U slučaj BiH u 2017. godini prosječno vrijeme dospelja (godina) bilo je 7,2 godine, a 9,8% duga dopijeva u prvoj godini. Prosječno vrijeme ugovorenog grejs perioda bilo je 6,7 godina i nije se značajno promjenilo u odnosu na prethodnu godinu kada je iznosio 6,7. Prosječno vrijeme dospelja u 2017. godini je isto kao i u prethodnoj godini. U informacijama koje objavljuje Ministarstvo finansija i trezora BiH nema podataka o tome koliko je duga kratkoročno, a koliko dugoročno zbog toga izostaje kvalitetna analiza ročne strukture vanjskog duga. Taj podatak i je dostupan samo za nivo ukupnog javnog duga i to od 2011. godine i vodi se u okviru informacije o opštem dugu vlade (mastriški kriteriji prema definiciji duga) u okviru statistike koju vodi Centralna banka BiH. To je prikazano na narednom grafiku. U svim posmatranim godinama kratkoročni dug je bio oko 2% ukupnog duga, a skoro 97% duga je bilo dugoročno.

¹¹ I u ovom slučaju nisu uključeni podaci o privatnom vanjskom dugu.

Grafik broj 2: Struktura javnog duga (kratkoročni i dugoročni)



Izvor: Centralna banka BiH (Statistički web portal – ukupan dug opšte vlade – mastriški kriteriji, pristup: 28.05.2024. godine)

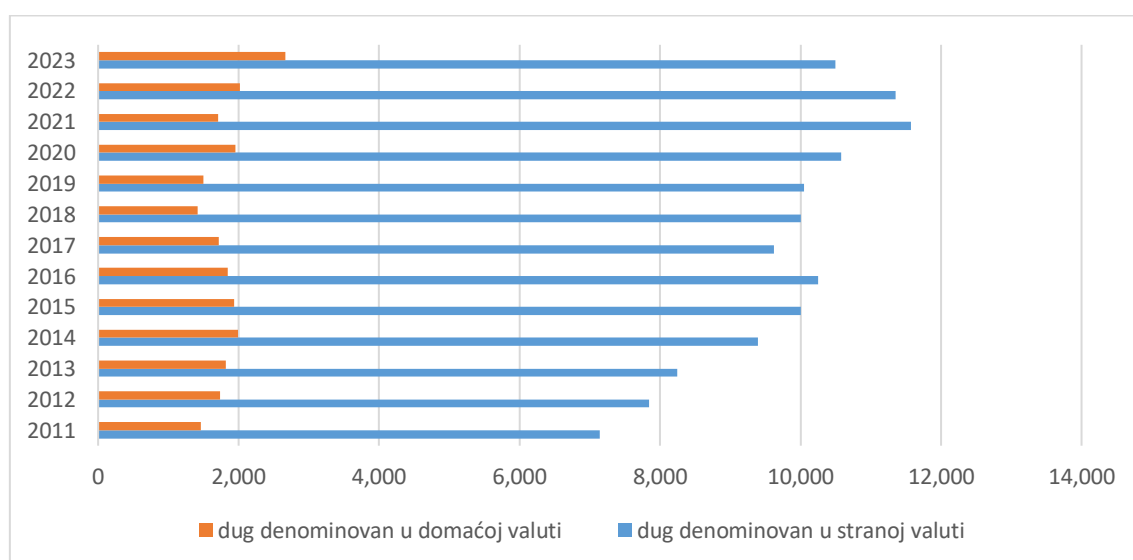
Tabela broj 9: Valutna struktura javnog vanjskog duga za period 2008-2022

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Ugovoreni krediti - valutna struktura (%)																
EUR	50,48	50,8	50,48	50,68	51,9	38,09	85,48	77,54	50,82	53,52	55,34	59,93	62,55	64,98	65,56	-
SDR	27,77	29,7	27,75	27,95	28,12	45,92	-	-	31,82	30,29	28,85	23,21	21,44	20,31	19,74	-
USD	12	10,76	9,72	9,88	8,81	12,63	9,26	18,61	8,43	7,65	7,47	7,84	7,36	7,09	698	-
CPU	6,09	4,9	4,98	5,09	4,54	-	-	-	3,38	3,23	3,13	3,29	3,16	2,91	2,8	-
Ostale valute	3,66	3,84	7,07	6,4	6,63	3,36	5,26	3,85	5,55	5,31	5,21	5,73	5,49	4,71	4,92	-
Servis duga - valutna struktura (%)																
EUR	45,74	55,02	63,01	61,74	61,17	52,24	51,92	51,25	77,96	83,86	83,13	76,06	74,76	77,98	74,79	-
SDR	1,95	-	-	4,43	15,29	33,24	33,91	34,12	0	0	-	-	-	-	-	-
USD	50,57	35,04	32,75	28,69	20,81	7,24	7,11	7,51	19,05	12,22	12,88	18,51	18,28	16,99	19,4	-
CPU	-	-	-	-	-	2,86	2,54	2,39	0	0	-	-	-	-	-	-
Ostale valute	1,74	9,94	4,24	5,14	2,73	4,42	4,52	4,73	2,99	3,92	3,99	5,43	6,96	5,03	5,81	-
Stanje duga - valutna struktura (%)																
EUR	39,15	45,11	42,57	44,4	47,7	54,6	52,96	54,82	51,16	55,63	58,59	60,21	58,63	63,82	66,46	-
SDR	32,84	33,99	38,62	37,43	36,28	27,92	30,69	27,13	33,88	29,52	26,09	24,7	28,35	24,93	22,78	-
USD	15,53	11,83	10,24	9,01	8,23	7,76	7,59	8,51	7,69	7,45	7,18	6,78	5,66	4,93	4,66	-
CPU	7,33	5,01	4,72	4,73	3,53	3,81	3,49	3,72	2,18	1,95	1,74	1,55	1,18	0,88	0,67	-
Ostale valute	5,15	4,06	3,85	4,43	4,26	5,91	5,27	5,82	5,09	5,45	6,4	6,76	6,18	5,44	5,43	-

Izvor: Ministarstvo finansija i trezora (Informacije o javnoj zaduženosti za godine 2008, 2009, 2010, 2011, 2012, 2013, 2014, 2015, 2016 i 2017, 2018, 2019, 2020, 2021 i 2022 (pristup: 29.08.2024 godine)

Kad je u pitanju valutna struktura vanjskog duga podaci iz tabele 9 ukazuju da je tokom svih posmatranih godina bilo najviše dugova izraženo u euru, posmatrano i u kontekstu ugovorenih kredita, s aspekta servisiranja, a i u dijelu stanja duga. Podaci za 2023. nisu dostupni. Problem je što se značajan dio kredita u 2017. godini (a ranije još više) odnosio na one kredite koji su izraženi u američkom dolaru, koji je veoma sklon oscilacijama i promjenama na svjetskom tržištu. Tako se svaki poremećaj može negativno odraziti na stanje vanjskog duga. Ista je situacija i s ostalim valutama zbog čega je vanjski dug izražen deviznim rizicima. Ovaj rizik je prisutan i zbog velikog dijela duga koji je izražen u SDR (eng. *Special Drawing Rights*), međunarodne obračunske jedinice MMF-a i različitih fluktuacija valuta koje predstavljaju košaricu valuta (američki dolar, euro, japanski jen, britanska funta i kineskog juana).

Grafik broj 3: Valutna struktura javnog duga (domaća i strana valuta)



Izvor: Centralna banka BiH (Statistički web portal – ukupan dug opšte vlade – matriški kriteriji, pristup: 28.08.2024. godine)

Idealno bi bilo da je ukupan dug denominiran u domaćoj valuti, jer tada dug ne bi bio izložen valutnim rizicima. Međutim, u većini godina dug u stranoj valuti čini više od 80% ukupnog duga, a u 2017 je to čak 85%. Ovim odnosom imamo veliku izloženost valutnim rizicima. Prema tome, valutna struktura javnog duga može se ocijeniti nepovoljnom, što ukazuje na relativnu ranjivost, odnosno fiskalnu ranjivost u odnosu na euro, i nešto manje na američki dolar.

Posljednji pokazatelji fiskalne ranjivosti su pokazatelji likvidnosti javnog sektora. **Pokazatelji likvidnosti** pokazuju sposobnost države da na vrijeme podmiri dospelje finansijske obveze svojim kreditorima. Kao osnovni pokazatelj najčešće se promatra udio dospeljih kamata na javni dug u odnosu na BDP i/ili u odnosu na budžetske prihode. U ovom

slučaju nemamo podatak o kamatama na javni dug nego podatak samo o kamatama na ukupan vanjski dug.

Tabela broj 10: Pokazatelji likvidnosti

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Vanjski dug (u mil KM)	7.131	7.409	8.218	8.412	8.548	7.852	8.205	8.143	8.698	9.737	9.811	8.922
Plaćene kamate	111	95	104	107	123	121	136	149	149	686	170	283
Odnos plaćenih kamata i duga (%)	1,56	1,28	1,27	1,27	1,44	1,54	1,66	1,83	1,71	7,05	1,73	3,1
Budžetski prihodi (u mil KM)	11.460	11.406	11.962	12.334	12.767	13.479	14.390	15.018	14.431	16.054	18.213	20.309
Odnos plaćenih kamata i budžetskih prihoda (%)	0,97	0,83	0,87	0,87	0,96	0,9	0,95	0,99	1,03	4,27	0,93	1,39

Izvor: Ministarstvo finansija i trezora (Informacije o javnoj zaduženosti za godine 2008, 2009, 2010, 2011, 2012, 2013, 2014, 2015, 2016, 2017, 2018, 2019, 2020, 2021 i 2022 (pristup: 28.08.2024 godine)

ZAKLJUČAK

Osnovno pravilo zaduženosti, ukoliko se želi održati likvidnost javnih finansija u jednoj zemlji, je da stopa rasta javnog duga u dugom roku mora biti manja od stope privrednog rasta. U slučaj BiH to pravilo se u većini godina nije poštovalo, jer su dugovi rapidno rasli, a privredni rast je najčešće bio neznatan, a u većini godina nije ga uopće ni bilo. S obzirom da je zaduženost BiH (i vanjska i unutrašnja) u svom najvećem dijelu nastala zbog finansiranja rastuće državne potrošnje i pokrivanja budžetskih deficita, finansiranja uvoza, kao i nerentabilnih infrastukturnih i drugih projekata, niti u ovom slučaju politika zaduženosti koju vodi BiH nema svoju ekonomsku opravdanost. Rezultati analize ukazali su na određene probleme u valutnoj strukturi duga. U vezi s tim smanjenje valutnog rizika moguće je kroz povećanje vanjskog zaduživanja u valuti EUR u odnosu na ostale strane valute. Pored toga postoji i problem velike izloženost ugovorenog duga kamatnom riziku, odnosno riziku promjene kamatnih stopa, jer je učešće kredita sa varijabilnom kamatnom stopom u strukturi vanjskog duga je prilično visoko tokom svih godina, a za IV kvartal 2023. godine taj iznos je bio 38%, što ukazuje da je značajan dio portfolija vanjskog duga izložen promjenama referentnih kamatnih stopa na tržištu. Rješenja ovih problema su ugovaranje novih zaduženja

sa fiksnim kamatnim stopama. Drugi problem je to da svake godine sve više sredstava od vanjskog duga dospjeva na naplatu i povećava se iznos obaveza za servisiranje vanjskog duga. U 2023. godini po osnovu vanjskog duga iznos servisiranih obaveza bio je rekordnih 1.685 mil KM, što je u odnosu na godinu dana ranije povećanje od preko 50%. Pokazatelj odnosa otplate duga i izvoza je vrlo visok u većini godina koje su uključene u analizu, a to je naročito izraženo u posljednjih nekoliko godina kada je dug počeo da raste, a samim time i iznos sredstava za otplatu. Povećanje ovog odnosa ukazuje na veće probleme zaduženosti, jer se sve više sredstava za otplatu mora finansirati iz izvoznih aktivnosti, a pored obaveza za servisiranje duga iz izvoza se finansiraju i ostali troškovi države.

LITERATURA

- ♦ Blanchard, O. J., (1990), Suggestion for a New Set of Fiscal Indicators, Working Paper No.79. (April) OECD Department of Economics and Statistics.
- ♦ Cuttington, J. T., (1997), Analysis the Sustainability of Fiscal Deficits in Developing Countries. Department of Economics, Georgetown University, Washington D.C.
- ♦ Frenkel, J., Razin, A., (1996), [Fiscal Policies and growth in the world economy](#), MIT Press Books, The MIT Press, 3, br. 1, 0262561042.
- ♦ Galinec, D., (2007), Finansiranje i granice održivosti deficita tekućeg računa platne bilance Republike Hrvatske, dostupno na: https://tkojetko.irb.hr/documents/12431_326.pdf
- ♦ Gujarati, D. (2003). Basic Econometrics. Irwin, NJ: McGraw-Hill.
- ♦ IMF Fiscal monitor (2012), International Monetary Fund, dostupno na <http://www.imf.org/external>
- ♦ Mihaljek, D., (2003), Analiza održivosti javnog i vanjskog duga Hrvatske pomoću standardnih finansijskih pokazatelja, Privredna kretanja i ekonomska politika, broj 97/2003 Zagreb.
- ♦ Ristić, Ž., (2001), Fiskalna strategija, Ekonomski fakultet Beograd.
- ♦ Šimović H., Batur A., (2000), Fiskalna održivost i održivost javnog duga u Hrvatskoj,
- ♦ Šimović, H., Batur, A., (2017), Fiskalna održivost i održivost javnog duga u Hrvatskoj, dostupno na: <https://bib.irb.hr/prikazi-rad?&rad=900912>
- ♦ Švaljek, S., (1999), Kvantitativni pristup razumnoj politici zaduživanja u inozemstvu, s primjenom na Republiku Hrvatsku, u knjizi Hrvatsko gospodarstvo u tranziciji (Baletić, ur.), 633-650, Ekonomski institut Zagreb.
- ♦ Švaljek, S., (1999), Uticaj fiskalnog deficita i javnog duga na gospodarski rast, Privredna kretanja i ekonomska politika, br. 73, 166-177.
- ♦ Ministarstvo finansija i trezora BiH, Informacije o javnoj zaduženosti, dostupno na: <https://www.mft.gov.ba/Content/Read/informacije-i-analize>
- ♦ Centralna banka BiH, Statistički web portal, dostupno na: www.cbbh.ba