

**Neki specifični aspekti emisije obveznica  
nižih nivoa vlasti - međunarodna iskustva**

prof. dr. Nino Serdarević  
Univerzitet u Zenici

Sarajevo, januar, 2017.

## Sadržaj

Skraćenice .....	2
Uvod .....	3
1. Prednosti ulaganja u obveznice.....	4
2. Obveznice emitenata nižih nivoa (sub-sovereign bonds) .....	5
3. Odrednice razlika u prinosima (yield spread).....	6
4. Ocjena fiskalnih fundamenata u Federaciji Bosne i Hercegovine i Kantonu Sarajevo .....	8
Zaključak.....	13
Literatura .....	14

## Skraćenice

AFME	- Association for Financial Markets in Europe
BDP	- bruto domaći proizvod
FBiH	- Federacija Bosne i Hercegovine
JRT	- Jedinstveni račun trezora
KM	- konvertibilna marka
KS	- Kanton Sarajevo
mil	- milion
n.a.	- nedostajući podatak

## Uvod

Ukupan dug Kantona Sarajevo na dan 31.12.2016. g. iznos od 195 mil KM je strukturiran sa oko 37% (72,5 mil KM) na unutrašnji i 63% (123,5 mil KM) na vanjski dug. Glavni kreditori u strukturi unutrašnjeg duga su domaće komercijalne banke (78%) i Razvojna banka FBiH (22%). Radi finansiranja razvojnih potreba KS se u 2017. g. namjerava zadužiti emisijom tržišnih obveznica.

Dug Vlade FBiH na dan 31.12.2016. g. u iznosu od 3.864 mil KM je strukturiran sa 27% (1.045 mil KM) na unutrašnji i oko 73% (2.819 mil KM) na vanjski dug. U okviru unutrašnjeg duga oko 59% (620 mil KM) se odnosi na tržišne obveznice koje se putem berze prodaju na primarnom tržištu, a ostatak na trezorske zapise te na obveznice po osnovu stare devizne štednje i po osnovu ratnih potraživanja.<sup>1</sup> Federacija BiH je od 2012. g. počela emitovati tržišne obveznice u svrhu finansiranja vlastitih potreba iskazanih kroz godišnje budžete i programe javnih investicija. Opće ocjene tržišta kapitala u FBiH ukazuju da je to tržište nedovoljno razvijeno te da su, zbog toga, svi nivoi u FBiH upućeni na finansiranje razvojnih i drugih potreba u saradnji sa zvaničnim (uglavnom međunarodnim) kreditorima.

Budući da u dosadašnjem periodu kantoni u FBiH nisu emitovali dužničke vrijednosne papire u obliku tržišnih obveznica ova kratka analiza ima za cilj ukazati na općenite prednosti ulaganja u obveznice (odjeljak 1), posebno nižih nivoa vlasti (odjeljak 2) i razmotriti koji faktori u najvećoj mjeri utječu i determiniraju prinose na obveznice emitovane od viših i nižih nivoa uzimajući u obzir neka iskustva zemalja koje imaju razvijenije tržište kapitala i na kojima se dug nižih nivoa emituje u formi tržišnih obveznica (odjeljak 3). Dodatno, izvršena je i usporedba osnovnih fiskalnih pokazatelja u FBiH i KS kako bi se detaljnije razmotrili takvi uticajni faktori (odjeljak 4). Analiza obuhvata vremensko razdoblje 2011-2016 godina.

---

<sup>1</sup> Federalno ministarstvo finansija, 2017. Strategija upravljanja dugom u FBiH 2017-2019.

## 1. Prednosti ulaganja u obveznice<sup>1</sup>

Glavna prednost ulaganja u obveznice općenito, pa tako i u evropske obveznice, jest komparativna sigurnost ulaganja koja se prvenstveno ogleda u validnom obećanju da će kamatna stopa (prinos) i glavnica biti isplaćeni na vrijeme. Usljed činjenice da su takva izravna plaćanja od strane vlada, kao emitenata obveznica, predvidljiva mnogi se ulagači, pa i pojedinci – građani, odlučuju ulagati upravo u obveznice želeći na taj način sačuvati i uvećati svoj kapital.

Još jedna prednost vladinih obveznica je u širokom rasponu datuma dospijeća što omogućava ulagačima strukturiranje portfolia iz kojega će ostvariti svoje finansijske ciljeve u sasvim određenim vremenskim periodima. Na taj način se ostvaruje mogućnost vremenskog raspoređivanja, pa i planiranja, prinosa na kapital ulagača.

Premda su kreditni rizici veoma mali, ipak, obveznice su pod utjecajem rizika promjene kamatnih stopa i rizika porasta inflacije. Iako ulagači prime zagarantovanu kamatu i glavnicu, vrijednost samih obveznica se može mijenjati zavisno od smjera promjene kamatnih stopa. Jednostavna relacija između kamatnih stopa i cijena obveznica glasi: „Što je viša kamatna stopa to je niža sadašnja cijena obveznica.“<sup>2</sup> Drugim riječima, ukoliko nakon emisije obveznica dođe do rasta općeg nivoa kamatnih stopa tada će vrijednost emitovanih obveznica biti manja. Razlog tome je pojava (nekih drugih) vrijednosnih papira i mogućnosti ulaganja na finansijskom tržištu sa višom kamatnom stopom, što smanjuje tražnju za obveznicama i, posljedično, njihovu cijenu. U svakom slučaju, isplaćena kamata će ostati ista za ulagače koji posjeduju obveznice jedino će njihova vrijednost biti umanjena ukoliko ulagač odluči prodati obveznice na sekundarnom tržištu prije njihovog dospijeća. U razdobljima niske inflacije i neznatnih promjena kamatnih stopa ulagači se nerijetko odlučuju zadržati svoje obveznice do datuma dospijeća zanemarujući trenutne promjene tržišne vrijednosti obveznica koje imaju u svom vlasništvu.

Nacionalna ministarstva finansija i trezora zemalja članica EU su visoko prioritetizirala održavanje tržišta obveznica visoko likvidnim i dostupnim kako institucionalnim tako i pojedinačnim ulagačima nastojeći osigurati postojanje tržišta obveznica sa kupcima i prodavačima spremnima na kupoprodaju po konkurentskim cijenama bilo da je riječ o institucionalnim ulagačima (penzijskim fondovima i osiguravajućim društvima) ili individualnim ulagačima.

---

<sup>1</sup> Veći dio ovog odjeljka se temelji na: AFME. Types of bonds: European government bonds. Pristup: [http://www.investinginbondseurope.org/Pages/LearnAboutBonds.aspx?folder\\_id=468](http://www.investinginbondseurope.org/Pages/LearnAboutBonds.aspx?folder_id=468)

<sup>2</sup> Blanchard et al., 2010: 66.

## 2. Obveznice emitenata nižih nivoa (sub-sovereign bonds)<sup>1</sup>

Tržište obveznica nižih nivoa je određeno kao svaki nivo vlasti ispod državnog (ili centralnog), uključujući regije, provincije, kantone, općine, itd., koji emituje obveznice. Rast broja i količine emitovanog duga od strane subjekata nižih nivoa povezan je sa promjenama u stukturi i djelovanju vladinih subjekata ispod državnog (ili "suverenog") nivoa. Neki od razloga su preispitivanje i reorganizacija izvora prihoda za subjekte nižih nivoa kao i pristup kapitalu za nove infrastrukturne projekte u Evropi. Premda će centralni nivoi vlasti u Evropi vjerovatnije emitovati obveznice nego subjekti nižih nivoa, ipak učešće subjekata nižih nivoa bilježi dramatičan porast dijelom i zbog toga što vlada iskazuje potrebu za finansiranjem svakodnevnih aktivnosti pružanja javnih usluga i kapitalnih infrastrukturnih projekata (izgradnja puteva, bolnica, mostova,...) a istodobno je limitirana ograničenjima duga.

Stoga tržišta vladinih obveznica i obveznica subjekata nižih nivoa postoje i funkcioniraju uporedo kao zasebna i služe kao nezavisni izvori finansiranja za državne (ili centralne) vlade kao i za one na nižim (lokalnim) nivoima. Neke funkcije u društvu i privredi nisu direktna odgovornost centralnih vlada te ih vlade tim načinom finansiranja, omogućavanjem emisije obveznica nižim nivoima, žele razviti i ojačati. Primjeri se mogu pronaći u sektorima stanovanja, obrazovanja, studentskih zajmova, poljoprivrednih gazdinstava i malih preduzeća.

Kantoni i drugi niži nivoi vlasti u FBiH se mogu zaduživati u formi zajma i emisije vrijednosnih papira.<sup>2</sup> Dugoročni vrijednosni papiri su dionice i obveznice.<sup>3</sup> Kantoni i drugi niži nivoi vlasti u FBiH se zadužuju u svrhe i pod uslovima i u obimu propisanim Zakonom o dugu, zaduživanju i garancijama u FBiH. Institucionalni okvir određen tim zakonom za kantone u FBiH predstavlja „tvrdo“ budžetsko ograničenje.<sup>4</sup> Zakon jasno propisuje da: „Dug kantona predstavlja apsolutnu i безусловnu obavezu kantona, u skladu sa uslovima definisanim kreditnim sporazumom. Dug kantona ne predstavlja ni direktnu ni indirektnu obavezu Federacije.“<sup>5</sup>

Nadalje, navedeni zakon utvrđuje gornju granicu zaduženja za kantone: „Kantoni se mogu dugoročno zadužiti ukoliko u vrijeme dugoročnog zaduženja iznos servisiranja duga za ukupan unutrašnji i vanjski dug i garancije koji dospijeva u svakoj narednoj godini uključujući i servisiranje za predloženo novo zaduženje i sve zajmove za koje su izdate garancije kantona ne prelazi 10% prihoda ostvarenih u prethodnoj fiskalnoj godini i u okvirima ukupnih ograničenja...“<sup>6</sup>

---

<sup>1</sup> Ovaj odjeljak se u većoj mjeri oslanja na: AFME. Types of bonds: Sub-sovereign bonds. Pristup na: [http://www.investinginbondseurope.org/Pages/LearnAboutBonds.aspx?folder\\_id=472](http://www.investinginbondseurope.org/Pages/LearnAboutBonds.aspx?folder_id=472)

<sup>2</sup> Izmjene i dopune Zakona o dugu, zaduživanju i garancijama u FBiH, čl. 2. Sl. nov. FBiH, br. 44/10.

<sup>3</sup> Zakon o tržištu vrijednosnih papira FBiH, čl. 6. Sl. nov. FBiH, 85/08.

<sup>4</sup> Postoji više uslova za *savršeno* tvrdo ograničenje među kojima su: 1) egzogene cijene, 2) nepromjenjivi porezni sistem, 3) ne postojanje državnih grantova, 4) kreditiranja, niti 5) vanjskih finansijskih investicija, u odnosu na budžet. Više o tome u: Kornai, 1980, 231-45.

<sup>5</sup> Zakon o dugu, zaduživanju i garancijama u FBiH, čl. 3. Sl. nov. FBiH, br. 86/07.

<sup>6</sup> Zakon o dugu, zaduživanju i garancijama u FBiH, čl. 7. Sl. nov. FBiH, br. 86/07.

### 3. Odrednice razlika u prinosima (yield spread)<sup>1</sup>

U situaciji tvrdih budžetskih ograničenja<sup>2</sup> poduprtih sa kredibilnim *no-bailout* režimom očekuje se da tržišna disciplina djeluje, što znači da će finansijska tržišta "kazniti" niže nivoe vlasti u slučaju da imaju pogoršane osnovne fiskalne pokazatelje tako što će zahtijevati više premije na rizik. Ekonomska logika nalaže da vrijedi i obrnuto, niži nivoi vlasti mogu pouzdano očekivati da će finansijska tržišta omogućiti niže premije na rizik za niže nivoe vlasti koji imaju veoma dobre osnovne fiskalne pokazatelje. Sa druge strane pri *mehkim* budžetskim ograničenjima očekuje se da ova veza između osnovnih fiskalnih pokazatelja i troškova pozajmljivanja bude slabija ili da se naruši. *Bailout* označava izričito ili implicitno opredjeljenje za intervenciju kroz realizaciju transfera i fiskalnog izjednačavanja.

U analizi ovog odjeljka fokus je na obveznicama emitovanim od strane lokalnih vlada, koje se nalaze jedan administrativni nivo ispod centralne vlade<sup>3</sup>, kao što su: države u Australiji, SAD i Indiji, zatim provincije u Kanadi, kantoni u Švicarskoj, landeri u Njemačkoj i komune u Španiji. U početnoj specifikaciji modela procijenjena je povezanost između razlika u prinosima obveznica nižih nivoa vlasti u odnosu na obveznice centralne vlade i „fundamentalnih varijabli“ (od kojih su: zamjenska varijabla za rizik neispunjenja obaveza po obveznicama – tzv. default risk, dug nižih nivoa vlasti u odnosu na BDP, fiskalni deficit u odnosu na BDP, rast realnog BDP-a i međunarodna nesklonost riziku – tzv. risk aversion).<sup>4</sup>

Nalazi ovog istraživanja pokazuju da diljem zemalja koje su predmet istraživanja odnos **dug/BDP** je značajna odrednica razlika između prinosa na obveznice bez obzira na prevladavajući sistem državnog uređenja. Međunarodna nesklonost riziku također značajno povećava ove razlike diljem zemalja. Ostale varijable kao što su deficit/BDP, regionalni rast BDP i likvidnost tržišta obveznica su manje značajne.

Iskazano u agregatnim veličinama, ukoliko je nivo duga ili deficita nižih nivoa viši od medijanske vrijednosti u federaciji (na višem nivou), onda se pozitivna veza između osnovnih fiskalnih pokazatelja i razlike u prinosima urušava. To je uzeto kao dokaz da tržišta poimaju više vjerovatnim bailout vlada nižih nivoa sa posebno pogoršanim fiskalnim fundamentima. Moglo bi se također ustvrditi da ukoliko je nivo dug/BDP nižih nivoa vlasti približno ekvivalentan nivou dug/BDP na višem nivou vlasti onda bi pozitivna razlika između osnovnih fiskalnih pokazatelja i razlike u prinosima imala ekonomsku opravdanost.

Također, niži nivoi koji svojom relativnom ekonomskom veličinom čine značajan faktor unutar federacije, plaćaju više premije rizika. Ovo bi moglo odslikavati ograničen kapacitet

<sup>1</sup> Odjeljak se u većoj mjeri naslanja na rad: Beck et al., 2016.

<sup>2</sup> Pored pojma savršeno "tvrd" budžetsko ograničenje, tvrdo budžetsko ograničenje za niži nivo vlasti u ovom radu podrazumijeva takav institucionalni okvir u kojem se viši nivo vlasti vjerodostojno obavezuje da neće pružiti bailout vladama nižih nivoa koje nisu u mogućnosti servisirati svoj dug. Ukoliko takav institucionalni okvir nije vjerodostojan onda su vlade nižih nivoa suočene sa „mehkim“ budžetskim ograničenjima.

<sup>3</sup> U slučaju kantonalnog nivoa vlasti u FBiH, upravo bi nivo FBiH imao ulogu centralne vlade (budući da se zakonodavstvo u ovoj oblasti donosi na entitetskom nivou, kao što je npr. Zakon o tržištu vrijednosnih papira, Sl. nov. FBiH, br. 85/08, a kantoni bi, u skladu s tim, bili prvi niži nivo vlasti. Stoga se KS može upoređivati i analizirati na sličan način.

<sup>4</sup> Međunarodna nesklonost riziku se u slučaju BiH ne procjenjuje na nivou kantona tako da je ova varijabla nepostojeća.

federacije u pružanju pomoći kada se veličina očekivanog bailout-a povećava. („prevelik da bi bio spašen“).

Federalno uređenje i ovlasti su različiti u posmatranim zemljama. Američke države, švicarski kantoni i kanadske provincije imaju relativno veliku kontrolu nad svojim vlastitim prihodima i rashodima i ne mogu se osloniti na bailout od strane centralnog nivoa. U ostalim posmatranim zemljama niži nivoi imaju veća očekivanja u pogledu bailouta. Američke države i švicarski kantoni dobivaju oko 40% poreznih prihoda opće vlade i imaju gotovo potpune ovlasti nad trošenjem. Striktne odredbe o nemogućnosti bailouta (a u Švicarskoj i element direktne demokratije) služe kao ograničenja koja sputavaju fiskalnu autonomiju vlada nižih nivoa u ovim zemljama, što ima za rezultat niži udio rashoda i duga u odnosu na federalni nivo. Radovi i drugih autora pokazuju kako razlike (spred) u obveznicama američkih država i švicarskih kantona značajno reflektuju razlike u osnovnim fiskalnim pokazateljima. Njihovi nalazi potvrđuju da su razlike (spredovi) manje u zemljama sa oštrijim fiskalnim pravilima nametnutim od strane samih tih država.

U pogledu općinskih obveznica relevantna literatura navodi da, i pored postojanja snažnijih očekivanja o bailout-u, u usporedbi sa državnim i centralnim nivoima vlasti, loš/dobar kvalitet osnovnih fiskalnih pokazatelja koji se odnose na rizik defaulta (neispunjenja obaveza) povećava/smanjuje razliku u prinosima i na ove vrste vladinih obveznica, uporedo sa relativnom nelikvidnošću tržišta obveznica lokalnih vlasti.

## 4. Ocjena fiskalnih fundamenata u Federaciji Bosne i Hercegovine i Kantonu Sarajevo

### *Stanje duga i deficita u FBiH*

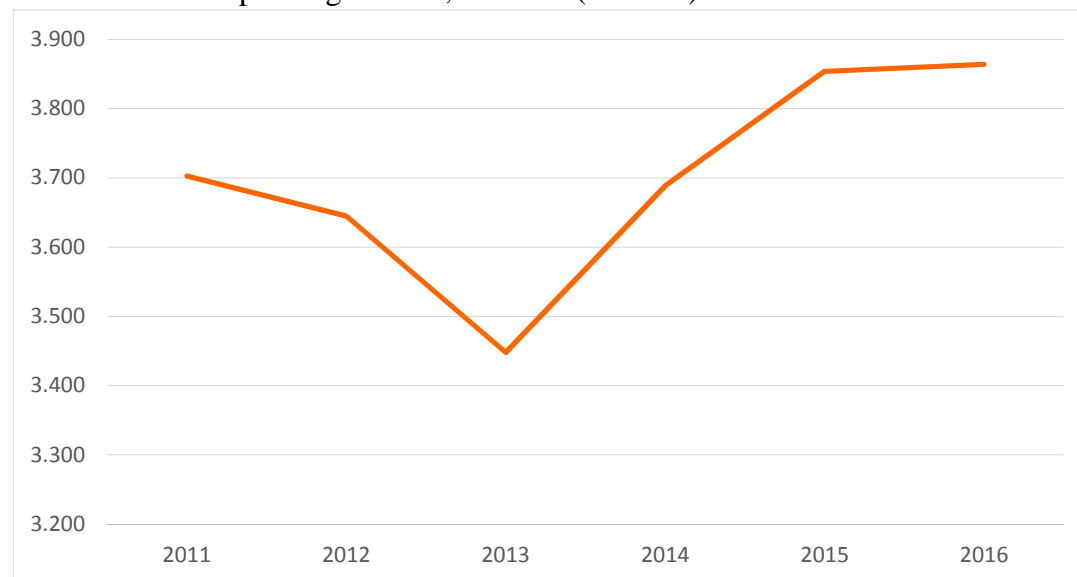
Federacija BiH iskazuje relativno visok nivo ukupnog duga u odnosu na BDP. U posmatranom razdoblju, na osnovu podataka u donjoj tabeli, uočava se da udio duga u BDP na godišnjem nivou iznosi u prosjeku 21%. Deficit u Federaciji BiH nije značajan problem, a njegov udio u BDP na godišnjem nivou je ispod 1%.

Tabela 1 – Osnovni fiskalni pokazatelji za FBiH, 2011-2016

	<b>FBiH</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>
1	BDP (mil KM)	16.489	16.554	16.914	17.813	18.677	19.176
2	Dug - ukupan (mil KM)	3.703	3.645	3.448	3.688	3.854	3.864
3	Dug - vanjski (mil KM)	2.884	2.775	2.652	2.800	2.826	2.819
4	Deficit (mil KM)			65,16	173,30	83,10	n.a.
5	dug/BDP	22,45	22,02	20,39	20,71	20,63	20,15
6	deficit/BDP	n.a.	n.a.	0,004	0,010	0,004	n.a.
7	Godišnji iznos zaduženja putem obveznica	-	30,00	40,00	140,00	310,00	

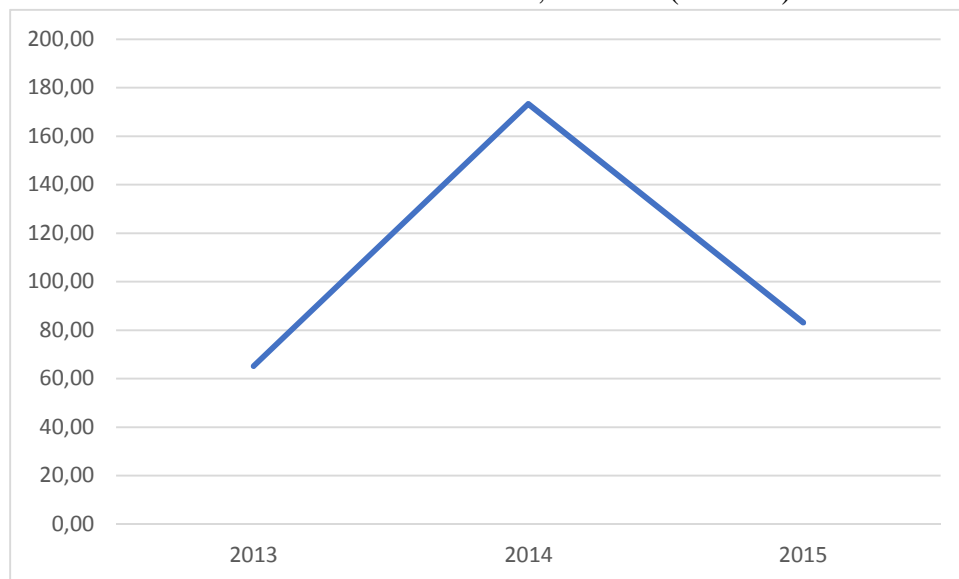
*Izvor:* Federalno ministarstvo finansija.

Grafikon 1 – Ukupan dug u FBiH, 2011-16 (mil KM)





Grafikon 2 – Akumulirani deficit u FBiH, 2013-15 (mil KM)



### *Stanje duga i deficita u KS*

Prosječna stopa rasta duga u KS u razdoblju 2011-2016 je 11,9%, a ukupni dug je od 2011. g. sa iznosa 117,9 mil KM porastao za oko 66%, na iznos od 195,8 mil KM u 2016. Ipak, dug posmatran u odnosu na BDP u KS nije zabrinjavajući jer KS, za razliku od FBiH, iskazuje relativno nizak nivo ukupnog duga u odnosu na BDP. U posmatranom razdoblju u donjoj tabeli uočava se da se prosječni udio duga u odnosu na BDP kreće oko 2,7% na godišnjem nivou.

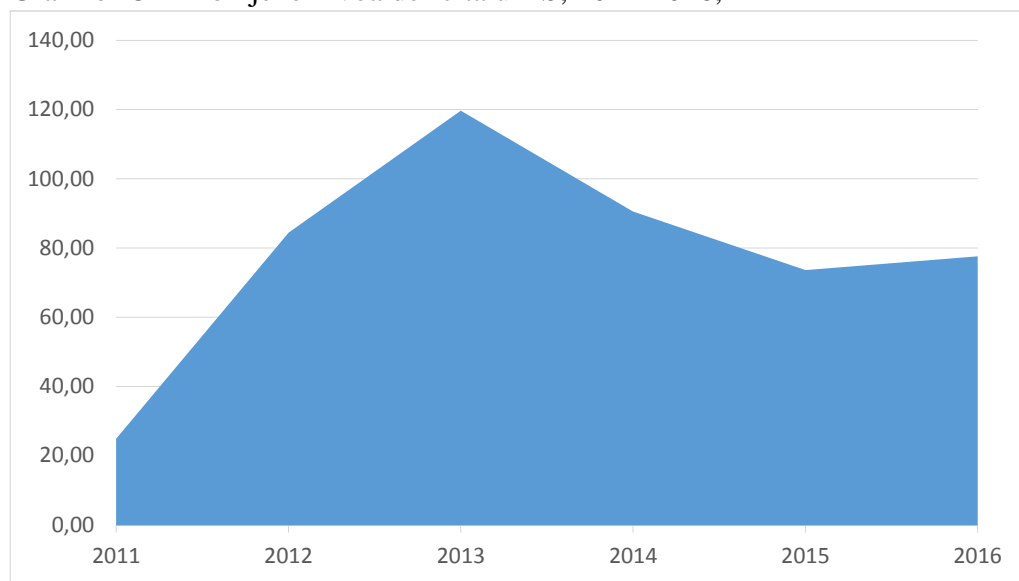
Kanton Sarajevo je u razdoblju 2011-2013 povećao akumulirani deficit za gotovo 95 mil KM, a u razdoblju 2013-2015 akumulirani deficit je smanjen za 46 mil KM, dok je u 2016. g. porastao za oko 4 mil KM. U mandatu sadašnje Vlade akumulirani deficit je umanjen za 16,6%.

Tabela 2 - Osnovni fiskalni pokazatelji za KS, 2011-2016

	<b>Kanton Sarajevo</b>	2011	2012	2013	2014	2015	2016
1	BDP (mil KM)	5.769,98	5.922,49	6.077,79	6.084,77	6.248,26	n.a.
2	Dug - ukupan (mil KM)	117,92	142,69	135,51	190,47	201,97	195,82
3	dug/BDP (KS)	2,04	2,41	2,23	3,13	3,23	n.a.
4	Deficit (mil KM)	24,88	84,42	119,60	90,52	73,59	77,61
5	Deficit stopa promjene (%)		239,28	41,67	-24,31	-18,70	5,46
6	Dug stopa promjene (%)		21,01	-5,03	40,56	6,04	-3,04

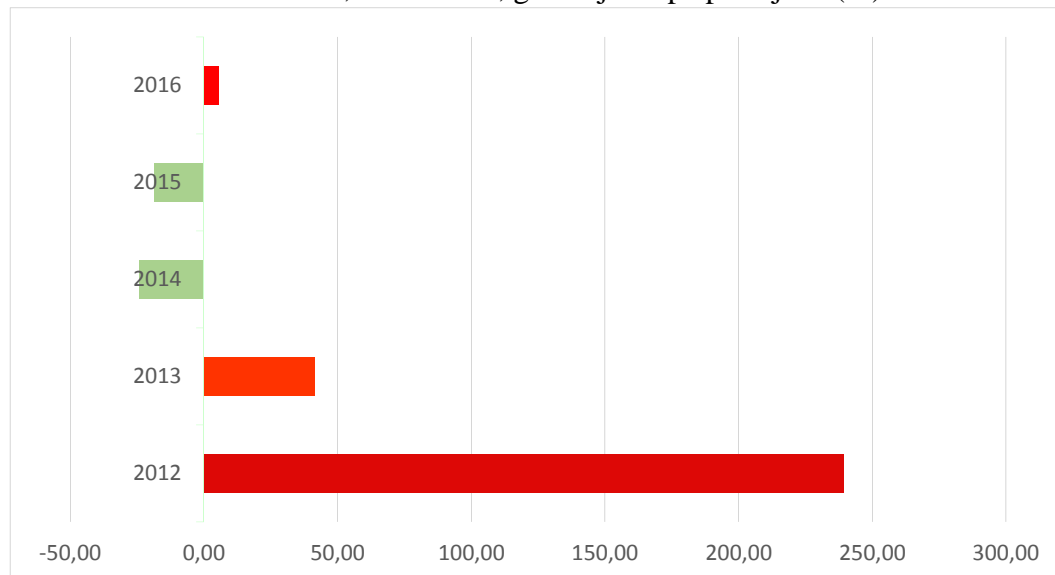
*Izvor:* Ministarstvo finansija KS, Zavod za planiranje razvoja KS.

Grafikon 3 – Promjene nivoa deficita u KS, 2011-2016, mil KM



Posmatran na godišnjem nivou promjene, akumulirani deficit u KS je u razdoblju 2011-2013 rastao po prosječnoj stopi od preko 140%, dok je u razdoblju 2014-2015 smanjivan po prosječnoj godišnjoj stopi od 21,5%. U 2016. g., akumulirani deficit je povećan za 5,46%.

Grafikon 4 – Deficit u KS, 2012-2016, godišnja stopa promjene (%)

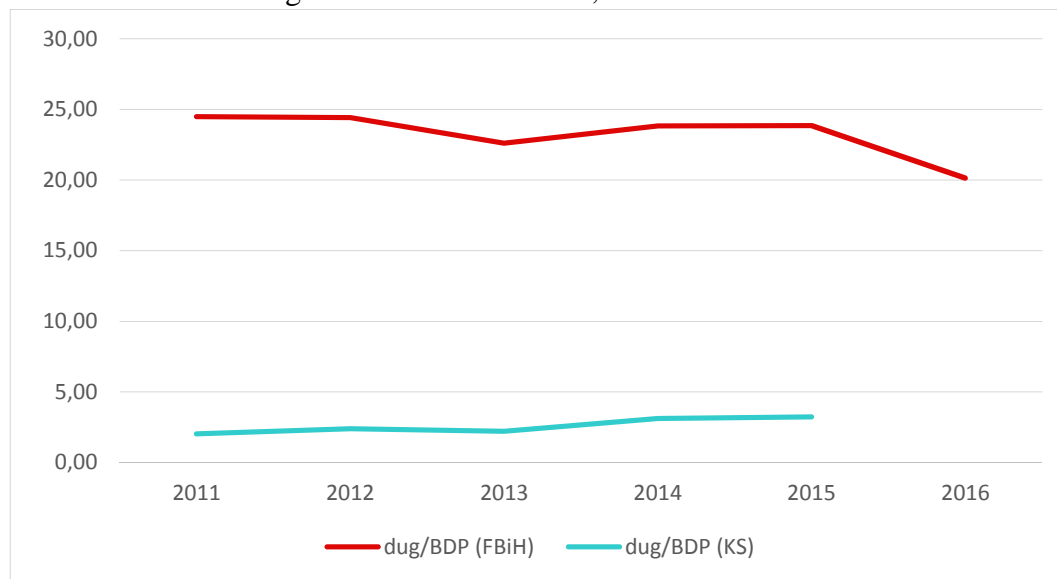


### Ukupna zaduženost KS

Ukupan dug u KS je u 2011. g. iznosio 118 mil KM (ili 2,04% BDP-a za tu godinu), te je u 2015 g. porastao na 202 mil KM (ili 3,23% BDP-a za tu godinu). Ovakav nivo zaduženosti u odnosu na BDP se ne smatra prekomjernim. Obzirom da zakoni o izvršavanju budžeta, kako u FBiH<sup>1</sup> tako i u KS,<sup>2</sup> propisuju prioritete u realizaciji budžeta, na prvom mjestu izvršavanja su određena plaćanja obaveza za izmirenje duga koja imaju prioritet u odnosu na ostala plaćanja kao što su: plaće, doprinosi porezi i naknade zaposlenih, izdaci za materijal i usluge, tekući i kapitalni transferi te izdaci za nabavku stalnih sredstava. Stoga se može konstatovati da praktično ne postoji rizik neizmirenja obaveza (engl. *default risk*) otplate kamate i glavnice iz planirane emisije obveznica Kantona Sarajevo.

Usporedba udjela duga u BDP između FBiH i KS, predstavljena na grafikonu 5, pokazuje da je ovaj fiskalni pokazatelj značajno bolji u KS. U razdoblju 2011-2016 udio duga u BDP u FBiH iznosio je u prosjeku 21% na godišnjem nivou, dok je isti pokazatelj za KS u prosjeku 2,6%.

Grafikon 5 – Udio duga u BDP za FBiH i KS, 2011-2016



### Revizijski izvještaji u FBiH i KS

Ured za reviziju institucija u FBiH na godišnjem nivou provodi reviziju izvršenja budžeta (ili budžeta) FBiH. Pored toga, provodi se i revizija pojedinačnih ministarstava. Revizorski izvještaji o izvršenoj reviziji budžeta FBiH u razdoblju 2011-2015 su negativni, dok je za

<sup>1</sup> Zakon o izvršavanju budžeta FBiH za 2016. g., čl. 9.

<sup>2</sup> Zakon o izvršavanju budžeta KS za 2017. g., čl. 9.

Federalno ministarstvo finansija u 2012, 2013 i 2015 dato mišljenje sa rezervom a u 2014. g. negativno mišljenje.<sup>1</sup>

U periodu 2010-2015 provedena je na godišnjem nivou revizija finansijskih izvještaja (Račun prihoda i rashoda, Bilans stanja, Izvještaj o novčanim tokovima, Izvještaj i kapitalnim izdacima i finansiranju, Posebni podaci o plaćama i broju zaposlenih, godišnji izvještaj o izvršenju budžeta) Budžeta KS na dan 31.12. za godinu koja završava na taj dan. Revizija je obuhvatala i usklađenost poslovanja sa vežećim zakonskim i drugim relevantnim propisima. U periodu 2010-2014 na navedene finansijske izvještaje je dato negativno revizorsko mišljenje. Od preuzimanja mandata sadašnje Vlade KS zatečeno stanje je dosta unaprijeđeno te je revizorsko mišljenje za 2015. g. iskazano kao „Mišljenje sa rezervom.“ Tako se u posljednjem revizorskom izvještaju, za 2015. g. navodi:

„Po našem mišljenju, osim za efekte navedene u tačkama 2. i 3. 'Osnova za izražavanje mišljenja', konsolidovani finansijski izvještaji Budžeta Kantona Sarajevo, po svim bitnim pitanjima prikazuju istinito i fer po svim bitnim pitanjima stanje imovine i obaveza na dan 31.12.2015. g., rezultate poslovanja, i novčani tok za godinu koja se završava na taj dan, u skladu sa prihvaćenim okvirom finansijskog izvještavanja. Finansijske informacije i transakcije prikazana u konsolidovanim finansijskim izvještajima Budžeta Kantona Sarajevo u toku 2015. g., osim za efekte navedene u tačkama 1 i 4. 'Osnova za izražavanje mišljenja', bile su u svim materijalno značajnim aspektima usklađene sa odgovarajućim zakonskim i drugim propisima.“<sup>2</sup>

---

<sup>1</sup> [www.saifbih.ba](http://www.saifbih.ba)

<sup>2</sup> Ured za reviziju institucija u FBiH. *Izvještaj o finansijskoj reviziji Budžeta Kantona Sarajevo za 2015. g.* Broj: 04-01/16. Sarajevo.

## Zaključak

Međunarodna iskustva pokazuju da na razlike u pogledu prinosa na obveznice između viših i nižih nivoa vlasti u najvećoj mjeri utječu osnovni fiskalni pokazatelji. Među tim pokazateljima najznačajniji je udio duga u BDP.

Ni Federacija BiH niti KS nisu prekomjerno zaduženi. U slučaju FBiH odnos dug/BDP iznosi oko 21%, dok je isti pokazatelj u KS značajno manji, oko 2,6%. Kanton Sarajevo je u odnosu na BDP veoma malo zadužen a upravljanje akumuliranim deficitom ne ugrožava likvidnost budžeta. U razdoblju 2011-2015 revizorski izvještaji o reviziji budžeta FBiH su negativni dok je u KS u 2015. g. stanje poboljšano i dobivena je ocjena „Mišljenje sa rezervom.“ Rizik neizmirenja obaveza (*default risk*) nastalih iz emisije obveznica ne postoji ni u FBiH niti u KS jer zakoni o izvršavanju budžeta na jednak način tretiraju pitanje plaćanja obaveza za izmirenje duga dajući im prioritet u odnosu na sva ostala plaćanja iz budžeta.

Kanton Sarajevo je značajno unaprijedio i ostale osnovne fiskalne pokazatelje. U dvogodišnjem radu sadašnje Vlade KS deficit je umanjen za 16,6% na godišnjem nivou. Prosječna likvidnost budžeta je unaprijeđena. Poboljšana je transparentnost javnih finansija, istinito i fer prikazivanje stanja imovine i obaveza. Jedinstveni račun trezora je integrisan u potpunosti.<sup>1</sup> U 2016. g. i preostali budžetski korisnici su zatvorili dotadašnje transakcijske račune koji su postojali izvan Jedinstvenog računa trezora.

---

<sup>1</sup> Izuzev Univerziteta u Sarajevu.

## Literatura

Association for Financial Markets in Europe (AFME). *Types of bonds: European government bonds*. Pristup:

[http://www.investinginbondseurope.org/Pages/LearnAboutBonds.aspx?folder\\_id=468](http://www.investinginbondseurope.org/Pages/LearnAboutBonds.aspx?folder_id=468)

Association for Financial Markets in Europe (AFME). *Types of bonds: Sub-sovereign bonds*. Pristup:

[http://www.investinginbondseurope.org/Pages/LearnAboutBonds.aspx?folder\\_id=472](http://www.investinginbondseurope.org/Pages/LearnAboutBonds.aspx?folder_id=472)

Beck, R., Ferrucci, G., Hantzsche, A. & Rau-Goehring, M., 2016. Determinants of sub-sovereign bond yield spreads: the role of fiscal fundamentals and federal bailout expectations. *Working Paper Series*, No. 1987. European Central Bank.

Blanchard, O., Amighini, A. & Giavazzi, F., 2010. *Macroeconomics: a european perspective*. Pearson Education Limited, England.

Federalno ministarstvo finansija, 2016. Godišnji plan zaduživanja. (dostupno na: [www.fmf.gov.ba](http://www.fmf.gov.ba))

Federalno ministarstvo finansija, 2017. Strategija upravljanja dugom u FBiH 2017-2019. (dostupno na:

[http://www.fmf.gov.ba/v2/userfiles/userfiles/file/2017/2017\\_JN/Strategija%20upravljanja%20dugom%20u%20FBiH%202017-2019.pdf](http://www.fmf.gov.ba/v2/userfiles/userfiles/file/2017/2017_JN/Strategija%20upravljanja%20dugom%20u%20FBiH%202017-2019.pdf))

Kornai, J., 1980. „Hard“ and „soft“ budget constraint. *Acta Oeconomica*, Vol 25, br. 3-4, str. 231-45.

Ured za reviziju institucija u FBiH. *Izvjestaj o finansijskoj reviziji Budžeta Kantona Sarajevo za 2015. g.* Broj: 04-01/16. Sarajevo.

Zakon o izvršavanju budžeta FBiH za 2016. g.

Zakon o izvršavanju budžeta Kantona Sarajevo za 2017. g. Službene novine KS, br. 53/16.

Zakon o dugu, zaduživanju i garancijama u Federaciji BiH. Službene novine FBiH, br. 86/07, 24/09, 44/10, 30/16.

Zakon o tržištu vrijednosnih papira. Službene novine FBiH, br. 85/08.