



**УНИВЕРЗИТЕТ У НИШУ  
ЕКОНОМСКИ ФАКУЛТЕТ**



**Мехдија М. Ћосовић**

**УТИЦАЈ ЗАДУЖЕНОСТИ НА ПРИВРЕДНИ  
РАЗВОЈ РЕПУБЛИКЕ СРБИЈЕ**

**- докторска дисертација -**

**Ниш, 2022.**



**УНИВЕРЗИТЕТ У НИШУ**  
**ЕКОНОМСКИ ФАКУЛТЕТ**



**Мехдија М. Ћосовић**

**УТИЦАЈ ЗАДУЖЕНОСТИ НА ПРИВРЕДНИ  
РАЗВОЈ РЕПУБЛИКЕ СРБИЈЕ**

**- докторска дисертација -**

**Ниш, 2022.**



**UNIVERSITY OF NIS  
FACULTY OF ECONOMICS**



**Mehdija M. Ćosović**

**THE INFLUENCE OF INDEBTEDNESS ON  
THE ECONOMIC DEVELOPMENT OF THE  
REPUBLIC OF SERBIA**

**- Doctoral dissertation -**

**Niš, 2022.**

**Ментор:**

Проф. др Марија Петровић - Ранђеловић, редовни професор, Универзитет у Нишу,  
Економски факултет

**Чланови комисије:**

1. \_\_\_\_\_

2. \_\_\_\_\_

3. \_\_\_\_\_

**Датум одбране:**

\_\_\_\_\_

## Научни допринос докторске дисертације

Допринос докторске дисертације огледа се у јаснијем разумевању улоге и значаја задуживања националне економије у убрзању темпа и унапређењу квалитета привредног раста, са посебним освртом на Републику Србију. Главни допринос дисертације огледа се у иницирању смерница неопходних креаторима економске политике Републике Србије у процесу креирања кључних мера и предузимању активности за одрживо управљање јавним дугом, како би се на такав начин унапредиле привредне перформансе, минимизирали негативни утицаји утемљени на карактеру презадужености, али и на рационалнији начин искористили потенцијали повећања задужености.

Осим наведеног, један од доприноса огледа се у наглашавању улоге државе од виталног значаја у домену креирања стратегије одрживог управљања јавним дугом, а у циљу остварења одрживог нивоа задужености. Такође, допринос подразумева и препознавање кључних економских, правних и политичких фактора, као и веза између њих који утичу на одлуке креатора економске политике у домену задуживања Републике Србије у наредном периоду.

Посматрано са теоријског аспекта, научни допринос у методологији истраживања подразумева употпуњавање фонда научних сазнања о значају задужености за унапређење привредних перформанси националне економије. Компаративном анализом стања задужености Републике Србије са земљама Западног Балкана наглашава се значај стања задужености за остварење одрживог привредног раста. Један од доприноса представља и иницирање препорука за дефинисање ефикасних институционалних решења за управљање задуженошћу која ће уважавати концепт развоја савремене државе, проблем недостајућих финансијских средстава у многобројним државама, али и захтеве за редовним сервисирањем дуга.

Додатни аспект научног доприноса докторске дисертације представљају резултати емпиријског истраживања о присутном карактеру веза између бруто домаћег производа, стопе раста бруто домаћег производа и стопе инфлације, с једне стране, и јавног дуга са друге стране, на нивоу привреде Републике Србије и држава Западног Балкана. Очекује се да ће кроз теоријску обраду предметне проблематике, а посебно путем спроведеног истраживања бити указано на постојање многобројних изазова и ограничења у процесу успостављања одрживог нивоа задужености.

## **Scientific Contribution of the Doctoral Dissertation**

The contribution made by the doctoral dissertation reflects in understanding the role and significance of the indebtedness of a national economy in accelerating the pace and improving the quality of economic growth, with a special reference to the Republic of Serbia. The main contribution made by the dissertation reflects in the initiation of the guidelines necessary for the makers of the Republic of Serbia's economic policy to perform the process of creating key measures and carrying out the public debt sustainable management activities so as to improve economic performances, minimize the negative influences founded on the character of over-indebtedness in that manner, and also to more rationally use up indebtedness increase potentials.

Apart from the foregoing, one of the contributions reflects in emphasizing the role of the state, which is vitally significant in the public debt sustainable management strategy creation domain, all aimed at accomplishing a sustainable indebtedness level. The contribution also implies the recognition of the key economic, legal and political factors, as well as the connection between them, which exert an influence on the decisions made by the economic policymakers in the domain of the indebtedness of the Republic of Serbia in the forthcoming period.

Observed from the theoretical point of view, the scientific contribution in the research methodology implies making more complete the fund of the scientific knowledge of the significance of indebtedness for the improvement of a national economy's economic performances. The comparative analysis of the state of the indebtedness of the Republic of Serbia and that of the Western Balkan countries highlights the significance of the state of indebtedness for the achievement of sustainable economic growth. One of the contributions is also the initiation of the recommendations for defining the efficient institutional solutions to indebtedness management that will appreciate the modern state development concept, the problem of lacking funds in a large number of countries, as well as requests for regular debt service.

The additional aspect of the scientific contribution made by the doctoral dissertation pertains to the results of the empirical research related to the present character of the connections between the gross domestic product, the growth rate of the gross domestic product and the inflation rate, on the one hand, and the public debt, on the other, at the level of the Republic of Serbia's economy and the economy of the Western Balkan states. It is expected

that the theoretical dealing with the subject-matter problem area, especially so the conducted research study, will highlight the presence of numerous challenges and limitations in the process of the establishment of the sustainable indebtedness level.

**ИЗЈАВА МЕНТОРА О САГЛАСНОСТИ ЗА ПРЕДАЈУ  
УРАЂЕНЕ ДОКТОРСКЕ ДИСЕРТАЦИЈЕ**

Овим изјављујем да сам сагласана да кандидат **МЕХДИЈА М. ЂОСОВИЋ** може да преда Реферату за последипломско образовање Факултета урађену докторску дисертацију под називом **УТИЦАЈ ЗАДУЖЕНОСТИ НА ПРИВРЕДНИ РАЗВОЈ РЕПУБЛИКЕ СРБИЈЕ**, ради организације њене оцене и одбране.

Ниш, \_\_\_\_\_ 2022. године

---

Ментор: Проф. др Марија Петровић - Ранђеловић



**THE STATEMENT OF THE MENTOR'S CONSENT FOR THE SUBMISSION OF  
THE COMPLETED DOCTORAL DISSERTATION**

Hereby, I declare that I agree that the candidate **MEHDIJA M. ĆOSOVIĆ** can submit the completed doctoral dissertation entitled **THE INFLUENCE OF INDEBTEDNESS ON THE ECONOMIC DEVELOPMENT OF THE REPUBLIC OF SERBIA**, to the officer for doctoral studies at the Faculty, for the purpose of its evaluation and defense.

Niš, \_\_\_\_\_ 2022.

---

Mentor: Prof. Marija Petrović - Randelović, Ph.D.

## ИЗЈАВА

Под пуном материјалном и моралном одговорношћу изјављујем да је приложена докторска дисертација резултат сопственог научног истраживања и да је коришћена литература на адекватан начин цитирана, без преузимања идеја, резултата и текста других аутора на начин којим се прикрива оригиналност извора. У потпуности преузимам одговорност за спроведено истраживање, анализу, интерпретацију података и закључке.

Својеручни потпис:

---

У Нишу, дана \_\_\_\_\_ 2022. године

## STATEMENT

With due material and moral responsibility, hereby I declare that the doctoral dissertation is the result of personal scientific research and that the references used are cited adequately without use of ideas, results and texts of other authors in the way that hides the source's originality. I take the full responsibility for conducted research, analysis, data interpretation and conclusions.

Signature:

---

Niš, \_\_\_\_\_ 2022.

## Подаци о докторској дисертацији

Ментор: редовни професор, Марија Петровић-Ранђеловић, Универзитет у Нишу, Економски факултет

Наслов: УТИЦАЈ ЗАДУЖЕНОСТИ НА ПРИВРЕДНИ РАЗВОЈ РЕПУБЛИКЕ СРБИЈЕ

Резиме: Задуженост представља феномен интензивирања економских активности, односно унапређења привредних перформанси модерних држава. Управо из тог разлога пред носиоцима економске политике поставља се решавање проблема високе задужености, уз истовремено остварење одрживог нивоа привредног раста. Може се рећи да је реч о кључном изазову функционисања земаља у развоју и земаља у транзицији. Управо из тог разлога, питање задужености је од виталног значаја у процесу динамизирања привредног раста и развоја Републике Србије, при чему реализација овако постављених циљева подразумева целовито искоришћавање потенцијала који пружа задуженост у домену финансирања развојне економске политике.

Основни циљ докторске дисертације је да кроз свеобухватну анализу утицаја задужености на привредни развој националне економије укаже на улогу и значај задуживања у подстицању економских перформанси привреде Републике Србије. У оквиру специфичних циљева истраживања указано је на постојање велике међузависности између задуживања и економских криза. Поред тога, извршена је компаративна анализа задужености привреде Републике Србије и привреда земаља региона Западног Балкана (Босна и Херцеговина, Црна Гора, Северна Македонија и Албанија).

У оквиру ових циљева извршена је и компаративна анализа досигнутог нивоа задужености Републике Србије у односу на посматране државе Западног Балкана. Такође, представљен је и ниво задужености Републике у односу на ове земље. Осим тога, у оквиру

циљева указано је на приоритетне активности креатора економске политике које омогућавају остварење оног одрживог нивоа задужености који је у функцији интензивирања развојних перформанси привреде Републике Србије.

Резултати истраживања указују да постоји одложено негативно дејство задужености на макроекономске индикаторе, односно на привредни развој Републике Србије. Поред тога, анализом добијених резултата дефинисане су препоруке и дате смернице носиоцима економске политике у Републици Србији у домену утврђивања мера и процеса имплементације активности у функцији профилисања политике задуживања у складу са актуелним стањем српске привреде, али и дугорочног одрживог финансирања привредног раста и развоја.

Научна област:	Економија
Научна дисциплина:	Национална економија, Економска политика
Кључне речи:	задуженост, привредни развој, макроекономска стабилност, одрживо финансирање
УДК:	
CERIF класификација:	S 180 Економија, економетрија, економска теорија, економски системи, економска политика
Тип лиценце Креативне заједнице:	<b>CC BY-NC-ND</b>

## Data on Doctoral Dissertation

Doctoral Supervisor: Marija Petrović- Ranđelović, Ph.D., full professor, University of Niš,  
Faculty of Economics

Title: THE INFLUENCE OF INDEBTEDNESS ON THE ECONOMIC DEVELOPMENT OF THE REPUBLIC OF SERBIA

Abstract: Indebtedness is a phenomenon of intensifying economic activities, i.e. the improvement of the economic performances of modern states. It is exactly for this particular reason that the bearers of the economic policy are faced with solving the high indebtedness problem, simultaneously achieving the sustainable level of economic growth. It can be said to be about the key challenge of the functioning of developing countries and transition countries. It is exactly for that particular reason that the issue of indebtedness is of vital significance in the process of dynamization of the Republic of Serbia's economic growth and development; the realization of the goals set like this simultaneously implies the integral utilization of the potential offered by indebtedness in the development-economic policy funding domain.

The doctoral dissertation is basically aimed at pointing to the role and significance of indebtedness in stimulating the economic performances of the Republic of Serbia's economy through an all-inclusive analysis of the influence of indebtedness on the economic development of the national economy. Within the framework of the specific research goals, the presence of great interdependence between indebtedness and economic crises is indicated. Besides, a comparative analysis of the indebtedness of the Republic of Serbia's economy and the economies of the Western Balkan region's countries (Bosnia and Herzegovina, Montenegro, Northern Macedonia and Albania) is carried out.

Within the framework of the foregoing goals, a comparative analysis of the achieved level of the Republic of Serbia's indebtedness in relation to the Western Balkan countries under observation is also carried out. The

level of the indebtedness of the Republic of Serbia in relation to these countries is also presented. Apart from that, the priority activities carried out by the economic policymakers enabling the achievement of the sustainable indebtedness level in function of intensifying the developmental performances of the Republic of Serbia's economy are mentioned within the framework of the goals.

The research results indicate the fact that there is a delayed negative effect that indebtedness makes on macroeconomic indicators, i.e. on the economic development of the Republic of Serbia. Besides, the analysis of the obtained results was used to define the recommendations and provide guidelines for the economic policy bearers in the Republic of Serbia in the domain of determining measures and the process of the implementation of the activities in function of profiling the indebtedness policy in compliance with the current state of the Serbian economy, as well as the long-term sustainable funding of economic growth and development.

Scientific Field:	Economics
Scientific Discipline:	National economy, Economic policy
Key Words:	indebtedness, economic development, macroeconomic stability, sustainable financing
UDC:	
CERIF Classification:	S180 Economics, econometrics, economic theory, economic systems, economic policy
Creative Commons License Type:	<b>CC BY-NC-ND</b>

## СПИСАК ТАБЕЛА

<i>Бр.</i>	<i>Назив табеле</i>	<i>Стр.</i>
<b>Табела 1.</b>	Критеријуми задужености спољног дуга	49
<b>Табела 2.</b>	Укупан спољни дуг земаља у развоју у периоду 2000-2012. године, млрд. УСД	79
<b>Табела 3.</b>	Губици банака у периоду 2005-2008. године, млрд. УСД	85
<b>Табела 4.</b>	Глобалне рецесије: макроекономски индикатори, процентуалне промене	86
<b>Табела 5.</b>	Стопе раста индустрије Србије у периоду 2008-2013. године	99
<b>Табела 6.</b>	Стопа раста сектора индустрије Србије у периоду 2008-2013, у %	100
<b>Табела 7.</b>	Стопа раста индустрије ЕУ-28, Србије и појединих држава у окружењу, у периоду 2008-2013, у %	102
<b>Табела 8.</b>	Врсте предузетих мера као одговор на кризу у одабраним земљама у периоду 2008-2009. године	104
<b>Табела 9.</b>	Програм економских мера за сузбијање негативних последица пандемије	119
<b>Табела 10.</b>	Запосленост лица према главном занимању 1931. године	125
<b>Табела 11.</b>	Структура реалног националног дохотка у периоду 1923-1939. године	127
<b>Табела 12.</b>	Планиране и остварене стопе раста друштвеног производа у средњерочним плановима Југославије	134
<b>Табела 13.</b>	Просечне стопе раста друштвеног производа по секторима	136
<b>Табела 14.</b>	Структура друштвеног производа у периоду 1952-1990. године	137
<b>Табела 15.</b>	Промене у запослености по секторима привреде у периоду 1952-1980. године	138

<b>Табела 16.</b>	Кретање инфлације у другој половини 1993. године, по месецима, са обрачуном годишње екстраполације пораста цена по дану и часу	142
<b>Табела 17.</b>	Индикатори економске политике у периоду 1991-2000. године	147
<b>Табела 18.</b>	Кључни макроекономски индикатори у Србији 2001-2008. године	148
<b>Табела 19.</b>	Кључни макроекономски индикатори у Србији 2009-2014. године	150
<b>Табела 20.</b>	Кључни макроекономски индикатори у Републици Србији, 2015-2021. године	154
<b>Табела 21.</b>	Стање унутрашњег дуга Републике Србије у периоду 2000-2021. године, млрд. ЕУР	158
<b>Табела 22.</b>	Учешће унутрашњег дуга у БДП Републике Србије у периоду 2000-2021. године	160
<b>Табела 23.</b>	Стање спољног дуга Републике Србије у периоду 2000-2021. године, млрд. ЕУР	162
<b>Табела 24.</b>	Учешће спољног дуга у БДП Републике Србије у периоду 2000-2021. године	164
<b>Табела 25.</b>	Стање јавног дуга Републике Србије у периоду 2000-2021. године, млрд. ЕУР	167
<b>Табела 26.</b>	Учешће јавног дуга у БДП Републике Србије у периоду 2000-2021. године	169
<b>Табела 27.</b>	Кретање јавног дуга у земљама Западног Балкана у периоду 2009-2020. године	175
<b>Табела 28.</b>	Ранг листа земаља Западног Балкана према степену задужености	177
<b>Табела 29.</b>	Стопа промене јавног дуга у посматраном периоду	178
<b>Табела 30.</b>	Просечне годишње стопе раста јавног дуга у периоду 2009-2020. година	179
<b>Табела 31.</b>	Задуженост земаља Западног Балкана у односу на Републику Србију	180



<b>Табела 32.</b>	Вредности Спирмановог коефицијента корелације - Албанија	187
<b>Табела 33.</b>	Корелациона матрица - Босна и Херцеговина	187
<b>Табела 34.</b>	Вредности Спирмановог коефицијента корелације - Црна Гора	188
<b>Табела 35.</b>	Корелациони коефицијенти и њихова значајност - Северна Македонија	188
<b>Табела 36.</b>	Вредности Спирмановог коефицијента корелације - Република Србија	189
<b>Табела 37.</b>	Резултати регресионе анализе Модел 1	191
<b>Табела 38.</b>	Резултати регресионе анализе Модел 2	192
<b>Табела 39.</b>	Резултати регресионе анализе Модел 3	193
<b>Табела 40.</b>	Резултати регресионе анализе Модел 4	193
<b>Табела 41.</b>	Резултати регресионе анализе Модел 5	195
<b>Табела 42.</b>	Резултати регресионе анализе Модел 6	196
<b>Табела 43.</b>	Основна пројекција стања јавног дуга општег нивоа државе до 2024. године	198

## СПИСАК ГРАФИКА

<i>Бр.</i>	<i>Назив табеле</i>	<i>Стр.</i>
<b>График 1.</b>	Однос привредног раста и спољне задужености	18
<b>График 2.</b>	VARС крива	43
<b>График 3.</b>	Укупан спољни дуг земаља у развоју у периоду 2000-2012. године, млрд. УСД	80
<b>График 4.</b>	Промене каматне стопе ФЕД-а у периоду 2001-2015. године	87
<b>График 5.</b>	Учешће јавног дуга у БДП-у у развијеним земљама у периоду 2001-2015. године	88
<b>График 6.</b>	Структура извора средстава банкарског сектора	92
<b>График 7.</b>	Спољни дуг Србије у периоду 2000-2009. године, милиони евра	100
<b>График 8.</b>	Месечни ланчани индекс индустријске производње, 2007-2013. године	101
<b>График 9.</b>	Промене јавног дуга у периоду 1970-2020. године	111
<b>График 10.</b>	Глобална динамика јавног дуга током пандемије, учешће у БДП	112
<b>График 11.</b>	Динамика јавног дуга током глобалне финансијске кризе и пандемије, у %	113
<b>График 12.</b>	Промене каматне стопе ФЕД-а у периоду 2016-2020. године	114
<b>График 13.</b>	Јавни дуг Србије, јануар 2020-новембар 2021. године, милијарде евра	116
<b>График 14.</b>	Учешће јавног дуга у БДП-у Србије, јан. 2020-нов. 2021. године, млрд. евра	117
<b>График 15.</b>	Планиране и остварене стопе раста друштвеног производа у привреди у средњерочним плановима Југославије	134
<b>График 16.</b>	Планиране и остварене стопе раста друштвеног производа у индустрији у средњерочним плановима Југославије	135
<b>График 17.</b>	Стање унутрашњег дуга у периоду 2000-2021. године, млрд. ЕУР	159

<b>График 18.</b>	Учешће унутрашњег дуга у БДП у периоду 2000-2021. године	160
<b>График 19.</b>	Стање спољног дуга Републике Србије, млрд. ЕУР	163
<b>График 20.</b>	Учешће спољног дуга у БДП Републике Србије у периоду 2000-2021. године	164
<b>График 21.</b>	Преглед поверилаца јавног дуга на дан 31.12.2021. године, милиони евра	165
<b>График 22.</b>	Стање јавног дуга Републике Србије у периоду 2000-2021. године, млрд. ЕУР	168
<b>График 23.</b>	Учешће јавног дуга у БДП Републике Србије у периоду 2000-2021. године	170
<b>График 24.</b>	Учешће јавног дуга у БДП-у у државама Европе 2021. године	171
<b>График 25.</b>	Валутна структура јавног дуга у периоду 2018-2021. године	172
<b>График 26.</b>	Структура каматних стопа јавног дуга Србије у периоду 2018-2021. године	173
<b>График 27.</b>	Кретање јавног дуга у земљама Западног Балкана у периоду 2009-2020. године	176
<b>График 28.</b>	Одступања јавног дуга по земљама од просека Западног Балкана	179
<b>График 29.</b>	Одступања задужености земаља Западног Балкана у односу на задуженост Републике Србије	181
<b>График 30.</b>	Кретање јавног дуга у периоду 2021-2024. године, милијарде РСД	199
<b>График 31.</b>	Учешће јавног дуга у БДП-у у периоду 2021-2024. године	199

## САДРЖАЈ

<b>УВОД</b> .....	4
<b>I ДЕО: ТЕОРИЈСКА РАЗМАТРАЊА ОДНОСА ИЗМЕЂУ ЗАДУЖЕНОСТИ И ПРИВРЕДНОГ РАЗВОЈА</b> .....	12
<b>1. Концептуално разграничавање односа између унутрашњег и спољног дуга</b> .....	13
1.1. Унутрашњи дуг .....	14
1.2. Спољни дуг .....	16
1.3. Јавни дуг .....	20
<b>2. Теоријски приступи о економским последицама задужености</b> .....	24
2.1. Класична економска теорија .....	24
2.2. Кејнзијанска економска теорија .....	26
2.3. Неокласична економска теорија .....	28
<b>3. Утицај задужености на кретање кључних макроекономских индикатора</b> .....	30
3.1. Потискивање инвестиција и сељење капитала .....	30
3.2. Утицај на штедњу .....	32
3.3. Утицај на потрошњу и општи ниво цена .....	34
3.4. Утицај на извоз .....	35
3.5. Утицај на каматне стопе .....	36
3.6. Утицај на пореске стопе .....	39
3.7. Утицај на запосленост .....	41
3.8. Утицај на привредни раст .....	42
<b>4. Одрживи ниво задужености</b> .....	44
4.1. Основне методе оцене одрживог нивоа задужености .....	45
4.2. Одрживост политике задуживања праћењем удела дуга у БДП-у .....	48
4.3. Одрживост политике задуживања методом солвентности .....	50
4.4. Критеријуми из Мастрихта .....	55
<b>5. Управљање јавним дугом као детерминанта одрживости задужености</b> .....	57
5.1. Циљеви управљања јавним дугом .....	58
5.2. Модели управљања јавним дугом .....	60
<b>II ДЕО: ЗАДУЖЕНОСТ НАЦИОНАЛНИХ ЕКОНОМИЈА ПОД УТИЦАЈЕМ ЕКОНОМСКИХ КРИЗА</b> .....	63
<b>1. Узроци и последице дужничке кризе у земљама у развоју</b> .....	64
1.1. Проблеми задужености земаља у развоју .....	64
1.2. Фактори високе задужености земаља у развоју .....	67
1.2.1. <i>Промене међународне каматне стопе</i> .....	68

1.2.2. <i>Пораст цена нафте током седамдесетих година XX века</i> .....	71
1.2.3. <i>Успоравање прилива иностраног капитала</i> .....	74
1.3. Утицај светске финансијске и економске кризе на одрживост дуга у земљама у развоју .....	77
<b>2. Утицај светске финансијске и економске кризе на развијене земље</b> .....	83
<b>3. Изазови решавања развојних проблема у Републици Србији у условима глобалне финансијске и економске кризе</b> .....	89
3.1. Утицај глобалне финансијске и економске кризе на финансијски сектор Републике Србије .....	91
3.2. Утицај глобалне финансијске и економске кризе на раст трошкова задуживања у иностранству .....	96
3.3. Механизми и последице преношења кризе са финансијског на реални сектор у Републици Србији .....	98
3.4. Мере Владе Републике Србије и Народне Банке за ублажавање ефеката кризе .	103
<b>4. Дужничка криза и COVID-19</b> .....	108
<b>III ДЕО: ЗАДУЖЕНОСТ И РАЗВОЈ ПРИВРЕДЕ РЕПУБЛИКЕ СРБИЈЕ</b> .....	121
<b>1. Развојне перформансе привреде Републике Србије у претходном периоду</b> .....	121
1.1. Развој привреде између два светска рата .....	122
1.2. Карактеристике развоја српске привреде у периоду од 1945. до 1990. године ...	129
1.3. Привредни развој у последњој деценији XX века .....	139
1.4. Кључни трендови у развоју српске привреде у периоду од 2000. године до данас .....	145
<b>2. Изазови макроекономске стабилности привреде Републике Србије у условима пандемије корона вируса</b> .....	152
<b>3. Анализа дуга Републике Србије</b> .....	157
3.1. Анализа кретања унутрашњег дуга .....	158
3.2. Анализа екстерне позиције Републике Србије: структура и трендови у кретању спољног дуга .....	161
3.2.1. <i>Трендови у кретању и критеријуми одрживости спољног дуга Републике Србије</i> .....	162
3.2.2. <i>Структура и трендови у кретању спољног дуга Републике Србије према кредиторима</i> .....	165
3.2.3. <i>Анализа кретања јавног дуга Републике Србије</i> .....	166

<b>4. Упоредна анализа стања задужености Републике Србије са земљама Западног Балкана .....</b>	<b>174</b>
<b>5. Емпиријско истраживање утицаја задужености на привредни развој Републике Србије .....</b>	<b>181</b>
5.1. Критички осврт на емпиријска истраживања односа јавног дуга и привредног раста .....	182
5.2. Примењена методологија истраживања и полазне хипотезе .....	185
5.3. Резултати емпиријског истраживања .....	186
<b>6. Приоритетни правци активности надлежних државних органа у стварању услова за повећање одрживости задуживања ради унапређења развојних перформанси српске привреде у наредном периоду .....</b>	<b>197</b>
<b>ЗАКЉУЧАК .....</b>	<b>203</b>
<b>ЛИТЕРАТУРА .....</b>	<b>212</b>
<b>БИОГРАФИЈА .....</b>	<b>232</b>
<b>ИЗЈАВА О АУТОРСТВУ .....</b>	<b>233</b>
<b>ИЗЈАВА О ИСТОВЕТНОСТИ ЕЛЕКТРОНСКОГ И ШТАМПАНОГ ОБЛИКА ДОКТОРСКЕ ДИСЕРТАЦИЈЕ .....</b>	<b>234</b>
<b>ИЗЈАВА О КОРИШЋЕЊУ .....</b>	<b>235</b>

## УВОД

У савременим условима пословања стимулисање економског раста готово да је незамисливо без добро конципиране политике финансирања као кључне детерминанте макроекономске политике. Међутим, у процесу остваривања одрживог привредног раста значајан број држава оптерећује проблем недостајућих финансијских средстава, који се углавном решава путем задуживања. Може се рећи да је реч о проблему који већ деценијама заокупља пажњу како економске теорије и праксе, тако и креатора економске политике.

Задуженост као структурни проблем настаје услед трошења изнад националних могућности, и оптерећује функционисање готово свих светских привреда без обзира на достигнути ниво привредне развијености. Свакако, проблем задужености далеко је изоштренији код земаља у развоју него код развијених земаља.

У условима лако доступног и јефтиног новца, који представљају кључне детерминанте савремених услова пословања, присутна је контроверза да даљи раст дугова представља оптимално и одрживо решење. Међутим, повећани ниво јавног дуга ствара предуслове за настанак нестабилности у функционисању малих држава, и да истовремено ствара негативне тенденције које доприносе да ове државе буду далеко изложеније утицају екстерних шокова у односу на друге државе.

Осим тога, неадекватна и недовољна контрола државног трошења за последицу има истовремено вишегодишње кумулирање буџетског дефицита и повећање јавног дуга. Имајући у виду чињеницу да јавни дуг има значајан утицај на економске перформансе националне економије, као неопходност се намеће строга контрола буџетског трошења како би се обезбедио одржив ниво привредног раста.

У последње време, многобројне државе предузимају строге мере ограничавања и контроле потрошње у настојању како би се ниво јавног дуга одржао на прихватљивом нивоу. Међутим, уколико је реч о прекомерном ограничавању државног трошења, веома лако државе могу да западну у дубоку рецесију. Управо из тог разлога, неопходно је да државе изнађу оптимално решење које ће на средњи рок редуковати јавни дуг уз истовремено остварење адекватне стопе привредног раста.

Појава глобалне економске и финансијске кризе, као и истовремено повећање нивоа јавног дуга у већини земаља Европе допринели су поновном придавању значаја

разматрања узрочно-последичне везе између јавног дуга и привредног раста. Дакле, јавни дуг представља економски феномен који и у савременим условима привређивања привлачи пажњу због утицаја који остварује на привредни раст. Осим наведеног, економска теорија и пракса одавно се налазе у трагању одговора на питање да ли су ниске стопе привредног раста резултат постојања високог јавног дуга, односно да ли ниске стопе привредног раста последично доводе до повећања јавног дуга у једној националној економији.

Може се рећи да је готово немогуће доћи до закључка да ли висок ниво јавног дуга последично доводи до успоравања привредног раста, односно да ли смањење привредне активности узрокује примену експанзивне фискалне политике која доприноси повећању нивоа јавног дуга. Такође, присутно је становиште да уколико резултат позајмљених средстава буде повећање продуктивности у привреди у фискалним годинама које следе у висини обавеза насталим по основу додатног задуживања националне економије, утолико се повећање задужености сматра оправданим.

Међутим, у државама које имају изразито изражен проблем јавног дуга присутна је озбиљна забринутост да ће становништво и привреда последично остати без дела прихода, услед повећања пореских стопа. Осим тога, у таквим околностима велика је вероватноћа да ће доћи до повећања инфлације, уз истовремене осцилације девизног курса.

Током протеклих неколико деценија, значајно повећање јавног дуга допринело је повећаној рањивости макроекономске стабилности у земаљама у развоју. Са друге стране, нормално функционисање и развој ових земаља готово да је незамислив без повећања задужености. У таквом положају налази се и Република Србија, која је нарочито током транзиционог периода повећала ниво јавног дуга.

Кашњење од једне деценије у започињању процеса транзиције није донело српској економији значајне промене како се то очекивало. Искуства других земаља које су већ окончале овај процес нису допринела да се транзиција у Србији одвија убрзаним темпом, али и да буде ефикасна. Нажалост, након више од две деценије привреда Србије се још увек налази у процесу транзиције, а многобројни изазови и ограничења угрожавају макроекономску стабилност српске економије. Један од кључних налази се у домену висине и структуре јавног дуга.



Динамичан раст и развој привреде Србије у транзиционом периоду једним делом био је заснован на повећању јавног дуга. Током прве деценије динамизирања процеса транзиције један од резултата представљало је и смањење јавног дуга. Међутим, овај тренд смањења зауставила је глобална економска и финансијска криза, која је допринела да у наредном периоду дође до повећања јавног дуга. Осим тога, савремени развој српске економије карактерише растући тренд јавног дуга.

Предмет научног истраживања јесте утицај задужености на привредни развој Републике Србије, а посебно пружање одговора на питање какав утицај остварује повећање задужености на привредне перформансе српске економије. Нагласак истраживања представља идентификација кључних односа и веза између буџетског дефицита, јавног дуга и привредног раста на нивоу Западног Балкана, са акцентом на стање у Републици Србији. Након тога, трасирају се основне активности носиоца економске политике у креирању неопходних предуслова за остварење дугорочне одрживости задуживања, као кључне детерминанте унапређења развојних перформанси српске привреде у наредном периоду.

На основу овако конципираног предмета истраживања формулисане су и хипотезе истраживања. Почетна претпоставка односи се на задуживање као кључну детерминанту остварења привредног раста у условима изазваним неочекивано насталих екстерних потреса. Такође, једна од хипотеза односи се на неопходност разматрања утицаја који мере монетарне и фискалне политике, и у том смислу остварења стабилних услова пословања, остварују на међусобне односе између задужености и привредног раста.

Осим наведеног, претпоставка једне од хипотеза односи се на значај и улогу задуживања у процесу стимулисања развоја српске економије. Поред тога, једна од хипотеза истраживања оријентисана је на сагледавање постојања избалансираног односа између спољне задужености и економских перформанси националне економије, као фактора од виталног значаја за успостављање макроекономске стабилности.

Значај и релевантност предмета истраживања заснива се на све већој заинтересованости економске теорије, али и креатора економске политике за узрочно-последични однос између задужености и привредног раста. Разматрањем утицаја који остварује повећање јавног дуга на привредни раст Републике Србије, као и компаративном анализом са државама у региону Западног Балкана, идентификују се

кључни предуслови неопходни за конципирање смерница које креаторима економске политике стварају кључне предуслове за профилисање стратегије одрживог управљања јавним дугом, која би била у функцији остварења привредног раста на дуги рок. Осим тога, на један свеобухватан начин сагледава се улога и значај задужености у процесу унапређења привредних перформанси једне националне економије.

Главни циљ докторске дисертације састоји се у правилној идентификацији утицаја задужености на развојне перформансе националне економије, ради ефикаснијег спознавања и процене потенцијалних користи и ризика повећања јавног дуга у развоју српске економије. У складу са овако постављеним циљем неопходно је представити кључне теоријске концепције које указују на узајамност везе између задужености и привредног развоја, са посебним освртом на критичку димензију. Поред тога, неопходно је извршити идентификацију узрочно-последичних веза између економских криза и повећања задуживања.

У оквиру циљева истраживања биће спроведена упоредна анализа стања јавног дуга Републике Србије и посматраних држава у оквиру Западног Балкана. Реализација једног оваквог истраживања у функцији је указивања на достигнути ниво задужености српске економије у односу на државе Западног Балкана, али и разматрања комплексних веза унутар односа оствареног нивоа привредног развоја и стања јавног дуга. Сагласно извршеном истраживању, биће указано на кључне активности креатора економске политике у циљу постизања оптималног нивоа задужености који је у функцији креирања услова за неопходна привредна побољшања.

Докторска дисертација је усмерена ка продубљивању теоријских и практичних сазнања о значају и улози задуживања у савременој фази развоја привреде Републике Србије. У том контексту, унапређене привредних перформанси Републике Србије дало би свој пуни допринос одговарајућим структурним променама, и самим тиме дошло би до трасирања путања ка остварењу одрживог привредног развоја.

Кључни допринос предметног истраживања представља сагледавање утицаја који задуживање остварује на основне макроекономске индикаторе српске привреде у домену одрживости. Осим тога, допринос подразумева и сегмент профилисања смерница креаторима економске политике од значаја за процес одлучивања о задуживању, као фактору од виталног значаја за финансирање привредног развоја.

Научни и истраживачки рад заснован је на примени различитих метода како би били задовољени основни методолошки захтеви, попут објективности, поузданости, општости и систематичности. Наравно, кључни циљ употребе значајног броја научних метода представља процес доказивања постављених хипотеза. У складу са проблемом истраживања, дефинисаним циљевима, као и постављеним хипотезама, а у циљу доношења смерница и закључака, примењена је теоријска анализа на основу информација и података који су прикупљени из многобројних извора домаће и стране литературе, као и са интернета.

Доминантно место у предметном истраживању припада методи истраживања и тумачења економских законитости у домену односа задужености и привредног развоја. У том смислу примењени су принципи и фазе општег научног истраживања. Од велике важности је примена методе аналитичко-квантитативне анализе (приступ, поступак, верификација), која је модификована у складу са карактеристикама економских категорија, какве су јавни дуг и привредни развој.

У циљу сагледавања динамичног и сложеног односа између јавног дуга и привредног развоја примењене су индуктивне и дедуктивне методе. У почетној фази истраживања имплементирана је дедуктивна метода како би се добили адекватни одговори, а затим је ради изналажења нових закључака и хипотеза примењена индуктивна метода у реализацији даљег истраживања.

За потребе сагледавања тенденција у кретању јавног дуга, затим значаја и утицаја који јавни дуг остварује на привредни раст, као и у домену компарације стања јавног дуга у изабраним државама Западног Балкана, примењена је метода анализе. Осим тога, како би се презентовало актуелно стање јавног дуга, али и присутне разлике у висини јавног дуга између држава Западног Балкана биће коришћена статистичка метода. Имајући у виду чињеницу да ће у току истраживања полазне хипотезе бити предмет верификације, као логичним се намеће примена методе верификације.

Докторска дисертација се поред апстракта (на српском и енглеском језику), увода, закључка, састоји из три комплементарне и повезане целине.

Прво поглавље докторске дисертације под називом *Теоријска разматрања односа између задужености и привредног развоја*, сагледава оне теоријске концепције које имају релевантан значај за детерминисање односа између јавног дуга и привредног развоја. Пре свега, указује се на кључне теоријске модалитете који су предочили основна

обележја економских последица насталих услед ескалације проблема задужености. У објашњењу теоријског приступа овом проблему биће речи о класичној, кензијанској и неокласичној економској теорији.

Имајући у виду чињеницу да задуженост остварује утицај на привредне перформансе једне национале економије, у наставку ће бити речи о ефектима промене нивоа задужености на основне макроекономске показатеље. Теоријске концепције су склоне да указују на постојање негативног односа између јавног дуга и свих привредних сегмената. Међутим, иако постоје тврдње да јавни дуг представља терет за будуће генерације, постоје и канали преко којих задуженост може потенцијално остварити позитиван утицај на економски раст, односно на макроекономске индикаторе.

Наредни сегмент појашњава кључне детерминанте одрживог нивоа задужености. Функционисање националне економије без обзира на достигнути ниво развијености готово да је немогуће без постојања феномена задуживања. Управо из тог разлога неопходно је указати на методологију оцене одрживости нивоа јавног дуга, затим праћења нивоа јавног дуга у односу на БДП, односно на методу солвентности. С озбиром да је стратешки циљ Републике Србије пуноправно чланство у Европску унију, указано је и на критеријуме из Мاستрихта као основ за оцену нивоа задужености.

Други део дисертације под називом *Задуженост националних економија под утицајем економских криза* указује се на основне разлоге настанка дужничке кризе али и негативне утицаје које остварује на земље у развоју. Током последњих неколико деценија развој земаља у развоју био је усмераван многобројним негативним утицајима попут промена међународне стопе капитала, нафтне кризе, односно смањеног прилива иностраног капитала. Појава глобалне финансијске и економске кризе допринела је да буду суочене са огромном економском неизвешћу, и на тај начин су створени кључни предуслови за повећање задужености. Такође, у овом делу, презентован је правац и смер деловања светске кризе на развијене земље.

У оквиру овог дела значајан сегмент је посвећен утицају глобалне финансијске и економске кризе на перформансе српске економије, као и на кључне изазове и ограничења процеса изналажења решења. Убрзо након настанка кризе је стигла и до српске економије и остварила негативне утицаје, пре свега на финансијски сектор, а затим и на реални сектор. У циљу минимизирања негативних ефеката кризе Влада Републике Србије и Народна банка Србије предузеле су читав сет мера.

На крају овог поглавља указује се на изазове дужничке кризе у привреди Србије, насталих услед глобалне пандемије корона вируса. Као и код глобалне кризе, носиоци економске политике и Народна банка Србије предузеле су мере из домена фискалне и монетарне политике како би на такав начин ублажиле негативне тенденције и привреди изазване пандемијом.

Предмет разматрања у трећем делу докторског рада *Задуженост и развој привреде Републике Србије* представљају развојни процеси и обележја привреде Републике Србије у претходном периоду. Савремени развој српске економије у значајном делу детерминисан је многобројним процесима и дешавањима током неколико протеклих деценија. Управо из тог разлога, на почетку овог дела указано је на развој привреде током два светска рата, а затим на развојни период до задње деценије XX века. Посебно је указано на период последње деценије претходног миленијума јер је реч о периоду који је у значајној мери допринео да Република Србија у процес транзиције уђе са значајним проблемима. На крају указано је на транзициони период развоја српске привреде.

Потом се указује на кључне изазове и ограничења у привреди Србије насталим услед пандемије корона вируса. Настанак пандемије допринео је настанку нове глобалне кризе чија је основна карактеристика неизвесност, док су истовремено присутне и макроекономске димензије кризе. У таквим околностима постизање успеха у суочавању са вирусом представља значајну детерминанту макроекономских исхода.

У оквиру овог дела детаљно се разматра стање јавног дуга Републике Србије, и то од кретања унутрашњег и спољног дуга, до анализе кретања јавног дуга. Даљи предмет разматрања односи се на сагледавање нивоа задужености држава Западног Балкана, као и спознаја нивоа задужености српске привреде у односу на те земље.

У наставку се спроводи емпиријско истраживање о утицају задужености на привредни развој Републике Србије. Најпре се указује на постојање критичког осврта на досадашња емпиријска истраживања односа јавног дуга и привредног раста. Затим се указује на примењену методологију истраживања и полазне хипотезе.

Потом се спроводи анализа односа стања јавног дуга и индикатора привредног раста у земљама Западног Балкана, као што су бруто домаћи производ, стопа бруто домаћег производа и инфлација. Применом одговарајућих статистичких метода идентификује се веза између јавног дуга и посматраних индикатора на нивоу држава

Западног Балкана, са посебним освртом на Републику Србију. Посматрани показатељи представљају кључну детерминанту за утврђивање статистичке међузависности спроведене анализе.

## **I ДЕО: ТЕОРИЈСКА РАЗМАТРАЊА ОДНОСА ИЗМЕЂУ ЗАДУЖЕНОСТИ И ПРИВРЕДНОГ РАЗВОЈА**

Савремени услови пословања прокламовали су улогу и одговорност државе, односно носиоце економске политике, као кључне детерминанте остварења привредног раста и развоја. Имајући у виду чињеницу да се процес остварења привредног развоја одвија у глобализованим условима, од виталне важности је уочити заједничке карактеристике оних држава које су у таквим условима успеле да реализују своје националне стратегије. Свакако да је постојање акумулације кључни предуслов остварења постављених циљева.

Економска теорија и пракса одавно су указале да многобројне државе имају проблем са акумулацијом, која није у складу са потребама финансирања будућег привредног развоја. Већина држава проблем недовољне акумулације решава задуживањем, па се на такав начин изоштрава један од најзначајнијих проблема који оптерећује функционисање савремених држава.

Задуживање представља процес који је присутан у великом броју држава, док је углавном прихваћен као нормалност у земљама у развоју. Међутим, уколико превелико задуживање не прати довољно брз раст привредне активности, долази до проблема са измиривањем обавеза насталих по основу задуживања, а у крајњој инстанци и до дужничке кризе. Дужничка криза представља индикатор од виталног значаја који указује да одговорно управљање јавним дугом представља кључну детерминанту егзистирања макроекономске стабилности и прогреса једне националне економије без обзира на достигнути ниво привредне развијености.

Начело рационалности требало би да буде кључна детерминанта у током процеса задуживања држава. Тачније, поменуто начело налаже да ефикасност инвестиција мора биди идентична просечној каматној стопи на позајмљена средства. У циљу отплате дугова неопходно продуктивно трошење иностраних зајмова како би се остварило повећање производње. Међутим, неадекватна економска политика углавном за резултат има превелику задуженост.

У складу са наведеним, постоје и одређена истраживања која потврђују чињеницу да задуживање до одређеног нивоа може остварити позитиван допринос привредном расту. (Pattillo, Poirson, Ricci, 2002, стр. 5) Међутим, услед убрзања процеса задуживања,

одређена држава веома брзо и лако може да западне у проблем презадужености, који за резултат може имати општу неликвидност националне економије.

## **1. Концептуално разграничавање односа између унутрашњег и спољног дуга**

У зависности да ли држава задуживање врши на домаћим или страним финансијским тржиштима, јавни дуг се може класификовати као домаћи (унутрашњи) или инострани (спољни). Дакле, укупан јавни дуг састоји се од укупног унутрашњег и спољног дуга. Величина и структура јавног дуга представља фактор од виталног значаја саме динамике, али и структуре привредног развоја сваке националне економије.

Сервисирањем дуга насталог по основу задуживања на националном тржишту смањује се вероватноћа потенцијалног губитка ликвидности према иностранству. Осим тога, задуживање на домаћем тржишту представља допринос снажнијем развоју и регулацији домаћих финансијских тржишта. Када је реч о задуживању у иностранству, као једна од најзначајнијих предности наводи се могућност задуживања по нижим каматним стопама.

Економска пракса указала је на многобројна позитивна искуства са задуживањем у иностранству, међутим постоје и примери који указују да задуживање у иностранству представља фактор нестабилности, односно фактор дугорочног успоравања привредног раста. Осим тога, привредни развој утемељен на унутрашњем дугу може имати далекосежне последице на структуру развоја националне економије.

Имајући у виду чињницу да је реч о различитим врстама, односно различитим специфичним својствима, али и да се разликују од појединих других облика, присутно је становиште да је једна од кључних карактеристика јавних дугова да су веома хетерогени. Управо је то кључни разлог да се њихова класификација врши према појединим групама.

Тако рецимо, према територијалном принципу јавни дугови се деле на унутрашње и спољне. Оваква подела утемељена је на томе да ли се у улози поверилаца према држави јављају домаћи или страни субјекти. Искуства са унутрашњим дугом упућују да чак и када је претежно усмерен на привредни развој, може имати далекосежне последице на структуру развоја националне економије. (Самјуелсон, Нордхаус, 2009, стр. 713)



## 1.1. Унутрашњи дуг

Током времена, економска теорија и пракса помериле су фокус интересовања са спољног на унутрашњи дуг, који у све већој мери услед повећања, представља један од кључних проблема у функционисању националних економија. Током задње деценије прошлог века државни дуг побудио је интересовање истраживача услед фантастичног увећања у земљама у развоју. Раст унутрашњег дуга, узрокован је факторима различите снаге и интензитета. (Molnár, 2013, стр. 124)

У последњих неколико деценија, појава банкарских криза допринела је порасту унутрашњег дуга држава, било путем докапитализације банака, било путем финансирања држава услед смањења понуде страних зајмова. Управо из тог разлога, државе су наставиле са праксом увећања домаћег дуга у периодима настанка криза, али и у ванкризним ситуацијама. Разлог је сасвим једноставан, реч је о далеко јефитинијем начину задуживања у односу на спољни дуг, који је истовремено јефитинији него у ранијем периоду.

Нижи трошкови задуживања на унутрашњем тржишту последица су унапређења макроекономских перформанси, али и повећања броја нових купаца, како домаћих, тако и страних. Осим тога, услед многобројних финансијских криза, перцепција носиоца економске политике је да је унутрашњи дуг има мање флукуација у односу на спољни дуг. У контексту наведеног, потребно је указати и на чињеницу да унутрашњи дуг има добро познате потенцијале за унапређење тржишта приватног капитала.

Такође, може се указати и на предност задуживања коју пружа унутрашњи јавни дуг. Наиме, у економској теорији присутно је становиште да је за једну националну економију далеко делотворније да је веће учешће унутрашњег дуга у укупном јавном дугу. Као кључне предности може се навести да се отплата кредита врши у својој земљи, да не постоје утицаји промена на међународном финансијском тржишту, али и промена девизног курса. (Kose, Ohnsorge, Sugawara, 2020, стр. 5-10)

Сагледавајући начин емисије јавног дуга, држава може то обавити кроз три облика: (Радишић, Раичевић, 2011, стр. 201)

- емисијом обвезница,
- уписом у државну књигу дуга, или
- склапањем уговора о јавном зајму.

Прва два облика се карактеристична за прикупљање финансијских средстава на домаћем тржишту, док је последњи својствен спољном јавном дугу. Када је реч о емисији јавног дуга путем обвезница, иста се може вршити директним или индиректним емитовањем.

Директно емитовање обвезница, подразумева да се држава задужује непосредно код правних и физичких лица, без посредника, позивом за упис са јасно одређеним условима, попут обима јавног дуга, висине камате, датума доспећа као и других услова у зависности од намене јавног зајма. Може се рећи да је реч о најрационалнијем и најсигурнијем начину емисије, који је типичан за државе са развијеним финансијским тржиштима.

Као предности ове врсте емисије обвезница могу се навести ниски трошкови, већа контрола, избегава могућност даље препродаје, као и избегавање инфлаторних кретања. Међутим, веома често је присутно у пракси да се не прикупи планска маса средстава, без обзира на лакоћу прикупљања средстава и рационалност. Нарочито је потребно указати да услед недовољно развијеног финансијског система у земљама у развоју не постоји могућност квалитетне реализације послова са уписом.

Држава спроводи индиректну емисију јавног дуга путем банака или других финансијских институција, онда када не постоји могућност да се директним емитовањем обезбеде неопходна средства. Посредник целокупан износ исплаћује држави, док он остварује профит на разлици од продаје. Уколико држава не може ни индиректним емитовањем да прикупи средства, онда најчешће самостално издаје обвезнице на финансијском тржишту. Међутим, веома често се издате обвезнице продају испод њене номиналне вредности, па се може указати да је реч о најнеповољнијој опцији.

Како је већ наглашено, настанак унутрашњег јавног дуга везан је за задуживање државе на домаћем тржишту, односно код домаћих физичких и правних субјеката. У економској теорији могуће је наћи и поједина разматрања према којим унутрашњи дуг не представља висок терет „јер дугујемо сами себи.“ (Самјуелсон, Нордхаус, 2009, стр. 713)

Овако постављена теорија, иако једноставна, у суштини представља истину. Уколико би сваки становник једне националне економије поседовао обвезнице, и истовремено представљао био порески обвезник сервисирања тог дуга, у том случају дуг

не би био терет. Међутим, приликом опорезивања овог, па и сваког пореза, настаје проблем познат као ефекат искривљених подстицаја.

У вези постојања унутрашњег дуга, могуће је навести неколико разлога који говоре у прилог тога. Пре свега, унутрашњи дуг може се користити за финансирање буџетског дефицита, затим, може се користити за спровођење монетарне политике путем операција на отвореном тржишту. Осим наведеног, инструментима унутрашњег јавног дуга могуће је развити и продубити домаћа финансијска тржишта. (Panizza, 2008, стр. 2)

## 1.2. Спољни дуг

Теоријски посматрано, спољни дуг државе представља укупност свих дугова њеног јавног и приватног сектора према иностраним повериоцима. Без обзира на достигнути ниво привредне развијености, задуживање у иностранству представља нужност за већину држава, нарочито са развојног аспекта.

Према приручнику о спољном дугу Међународног монетарног фонда (ММФ) из 2003. године, прихваћеног од стране многобројних међународних финансијских институција, спољни дуг у бруто износу дефинише се као „неотплаћен износ текућих, потенцијалних обавеза којима се захтева плаћање камате и/или главнице од стране дужника у неком тренутку у будућности које резиденти дугују нерезидентима једне економије.“ (International Monetary Fund, 2003, стр. 21)

Кључни разлог задуживања у иностранству институционалних сектора привреде (монетарних власти, државе, банака и осталих сектора) налази се у неравнотежи између нивоа штедње и инвестиција у оквиру националне економије. Задуживањем код међународних финансијских институција, попут Светске банке, Међународног монетарног фонда, Међународне банке за обнову и развој и других, држава настоји да надомести недостатак домаће штедње и инвестиција. Постојање неравнотеже између инвестиција и штедње за резултат има спољну неравнотежу, односно дефицит спољнотрговинског биланса.

Међутим, веома лако државе могу запасти у проблем дужничке кризе чији крајње исходиште може бити од урушавања макроекономске стабилности до банкротства које представља почетак далеко озбиљније и комплексније кризе једне привреде и друштва. У контексту наведеног, може се рећи да је егзистирање спољног дуга оправдано и одрживо једино у случају уколико је држава солвентна, односно

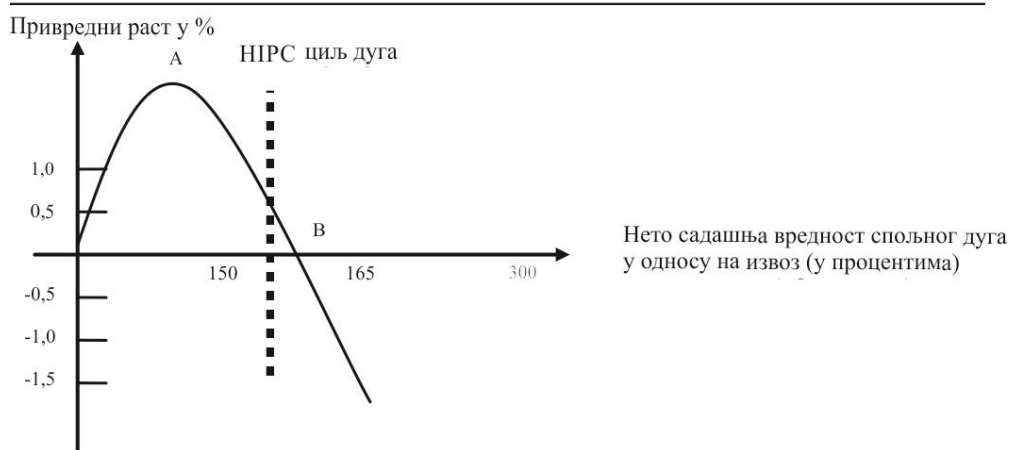
уколико има способност да на дуги рок измирује своје дужничке обавезе без непрестаног улажења у аранжмане репрограмирања.

Инвестирање, као кључни циљ задуживања у иностранству, до одређене границе може бити у функцији остварења привредног раста. На основу перформанси привреде једне националне економије могуће је извршити расподелу иностраних средстава, како би се она усмерила у оне секторе који могу представљати додаји подстицај привредном расту.

Међутим, присутни су многобројни изазови који доприносе да се те границе премаше, услед чега свако ново задуживање има све мањи допринос привредном расту, па би чак у перспективи тај допринос могао и да изаостане. Имајући у виду чињеницу да је свака држава засебан случај, у контексту утицаја висине задуживања на привредни раст, потребно је указати на одређена гледишта која су утемељена на емпиријском истраживању.

Теоријско утемељење спроведеног истраживања заснива се на томе да мањи износ спољног дуга има способност да повећа привредни раст земаља у развоју. Наведено полазиште је у складу са опсервацијом државе којима недостаје капитал представљају далеко бољу инвестициону дестинацију у односу на развијене државе, јер пружају могућност за остварење већег приноса. Осим тога, уколико се средства уложе у домен производње у стабилном макроекономском окружењу, постоји велика вероватноћа да ће то допринети повећању привредног раста, уз истовремену отплату дугова у роковима доспећа.

Са друге стране, уколико код инвеститора преовлада сумња у могућност правовременог сервисирања спољног дуга, услед нивоа задужености, постоји велика вероватноћа да ће очекивани раст трошкова отплате дугова бити дестимулативни фактор за будуће домаће и иностране инвестиције. Истовремено, може доћи до неповољних тенденција у домену привредног раста. На основу свега наведеног, Лаферовом кривом приказан је утицај задуживања на привредни раст.



**График 1.** Однос привредног раста и спољне задужености

Извор: Pattillo, H el ene, Luca, 2011, p. 20

Иницијално, задуживање и отварање земље према иностранству делују подстицајно на привредни раст. Максимални утицај на привредни раст графички је приказан као растојање од нулте задужености до тачке А. Уколико се настави тренд задуживања у иностранству, и даље ће бити присутан позитиван утицај на привредни раст, међутим по опадајућим стопама. На графику ова тенденција представљена је растојањем од тачке А до тачке Б.

Тачка Б представља ниво укупни ниво спољне задужености земље који за резултат има негативни утицај на привредни раст. У домену привредног раста, тачка Б представља лошију позицију државе у односу на период пре задуживања. Као логичним се намеће закључак да тачка Б симболизује постојање дисбаланса између апсорпционог капацитета земље и њеног спољног дуга. (Ковачевић, 2012, стр. 40)

Једна од кључних идеја спровођења поменутог истраживања представљала је покушај да се детерминише узрочно-последична веза између задуживања и привредног раста. Из тог разлога, коришћени су различити индикатори задужености, попут нето садашње вредности дуга која тангира и чињеницу да је значајан део спољних дугова уговорен по каматним стопама које су ниже од тржишних.

Анализа је обухватила 93 земље у развоју у периоду 1969-1998. године, а заснована на регресији панела. Добијени резултати потврдили су да између нивоа спољног дуга и привредног раста постоји инвертована У-веза, а такође су идентификоване и две критичне тачке заокрета. Према ауторима, када дуг достигне ниво од 160-170% извоза, односно 35-40% БДП (исказано преко нето садашње вредности спољног дуга), већа је сигурност да тачка Б указује да је реч о укупном негативном

доприносу нивоа задужености привредном расту, него што то показује тачка А. Осим тога, присутно је убеђење да ниво на коме се налази тачка А, представља ниво када маргинални утицај задужености постаје негативан. Међутим, резултати добијени истраживањем, нису били у функцији прецизног детерминисања нивоа дуга који одговара тачки А. (Pattillo, Hélène, Luca, 2011, стр. 20)

Сprovedено истраживање упућује одређене смернице носиоцима економске политике за профилисање будућих приступа задуживања. Једна од њих налази се у домену смањења задужености. Рецимо, смањење задужености са 200% на 100% извоза<sup>1</sup>, последично би стимулисало раст *per capita* дохотка од 0,5% до 1%. Осим изнетог, на основу презентованих резултата и изнетих разлога, као логичним намеће се закључак да би прелазак земље у зону презадужености остварио негативан утицај на привредни раст. (Ковачевић, 2012, стр. 40)

Присуство проблема у редовном измирењу дугова у крајњој истанци доприноси повећању висине каматне стопе, услед присутног ризика. Последично, повећање каматне стопе доприноси повећању будућих анuitета, што доприноси смањењу профитабилности инвестиција, али смањује и инвестициону атрактивност.

Задуживање у иностранству настаје по основу многобројних разлога који се углавном налазе у домену бенефита који настају по том основу. Углавном, поврат на јавне инвестиције превазилази висину трошка капитала што представља подстицај убрзању привредног раста државе дужника. Повећање потрошње било становника, било државе, представља један од разлога за задуживања у иностранству како би одговорило на увећању тражњу за производима и услугама, што истовремено повећава терет отплате иностраног дуга.

Осим поменутог, задуживање у иностранству настаје и по основу финансирања инвестиционих пројеката који су од виталне важности за унапређење привредних перформанси, попут БДП, националне конкурентности, извоза или зарада. Као кључне предности задуживања у иностранству у односу на задуживање на домаћем тржишту, најчешће се наводе нижа каматна стопа, односно добар кредитни рејтинг државе.

---

<sup>1</sup> хипотетичко смањење задужености представља приближну вредност коефицијента дуг/извоз који је имала просечна држава у узорку у оквиру спроведеног истраживања током посматраног периода од три деценије

На основу задуживања у иностранству многим држава је омогућено да на основу иностране акумулације унапреде перформансе националне економије, али и да по том основу обезбеде редовну отплату спољног дуга. Међутим, уколико задуживање буде у функцији текуће потрошње и истовремено финансирања буџетског дефицита, присутна је реална могућност да редовна отплата спољног дуга буде један од кључних проблема земље дужника. Многобројна искуства земаља у развоју и земаља у транзицији указују да су многе државе увећале задуженост до нивоа горње границе задужености, након чега одређена држава прелази линију презадужености.

### 1.3. Јавни дуг

Оптимално функционисање државе засновано је на постојању равнотеже између јавних прихода и јавних расхода. Међутим, пракса савремених држава показује да се углавном може уочити постојање неравнотеже у билансу приликом финансирања јавних добара.

Више од две деценије јавни дуг представља кључну детерминанту функционисања већине држава. Може се рећи да јавни дуг представља економску категорију која подразумева непокривене расходе држава, јавних предузећа, ванбуџетских фондова, али у најширем смислу речи и становништва.

Суштински посматрано, јавни дуг представља финансијски ослонац од виталне важности у процесу унапређења привредних перформанси, и то нарочито уколико је реч о реалним и профитабилним циљевима. У супротном, ефекти јавног дуга могу имати деструктивно дејство на целокупну привреду, и истовремено могу представљати тешко бреме за будуће генерације.

Значајан показатељ ликвидности националне економије и инвеститора (власика дуга) представља однос величине јавног дуга и БДП. Према томе, развој савремених привреда и њихових економских политика у значајној мери се заснива на управљању јавним дугом. Глобално посматрано, проблем са дуговима нарочито је интензиван у последње две деценије и препознат је као дужничка криза. Међутим, потребно је истаћи да дугови не генеришу проблеме само дужницима већ и повериоцима, и то нарочито на такав начин да утичу на њихове стопе раста.

Економска теорија препознала је многобојне дефиниције и различите облике дефинисања јавног дуга, који представља један од извора средстава за финансирање

државних издатака. Дужи низ деценија јавни дуг представља константни извор прихода, чији основни циљ није само успостављање буџетске равнотеже, већ и ефикасно финансирање економске политике једне националне економије.

У савременим условима пословања, незаобилазан начин финансирања државних активности, свакако је навни дуг. Може се рећи да представља „новчане износе које позајмљује држава како би финансирала прошле буџетске дефиците.“ (Колачевић, Хрељац, 2011, стр. 209). Односно, другим речима под јавним дугом се подразумева „акумулирани вишак трошења над приходима који су остварени у претходном раздобљу.“ (Росен, 1999, стр. 458)

Осим поменутог, једна од дефиниција јавног дуга указује да исти „представља неопозиву обавезу на отплату главнице, камата и обавезујућих трошкова по основу дуга.“ (Ђуровић-Тодоровић, Ђорђевић, 2019, стр. 1) Дакле, под јавним дугом подразумева се обавеза отплаћивања новчаног задуживања.

Према важећем Закону о јавном дугу, под јавним дугом у Републици Србији подразумева се следеће: (Влада Републике Србије, 2015, стр. 1)

1. дуг Републике који настаје по основу уговора који закључи Република,
2. дуг Републике по основу хартија од вредности,
3. дуг Републике по основу уговора, односно споразума којим су репрограмиране обавезе које је Република преузела по раније закљученим уговорима, као и емитованим хартијама од вредности по посебним законима,
4. дуг Републике који настаје по основу дате гаранције Републике, или по основу непосредног преузимања обавезе у својству дужника за исплату дуга по основу дате гаранције,
5. дуг локалне власти, као и правних лица из члана 1. овог закона за које је Република дала гаранцију.

У односу на Закон о јавном дугу, Закон о буџетском систему има шири обухват јавног дуга, односно поред централног нивоа власти обухвата и све друге нивое власти попут локалне самоуправе, аутономне покрајине и фондова социјалног осигурања. (Влада Републике Србије, 2020, стр. 37-38) Дакле, према Закону о буџетском финансирању јавни дуг представља збир директног и индиректног дуга опште државе, а не представља само директни и индиректни дуг централне државе.



Међутим, међународно сагледавање висине јавног дуга, попут методологије Међународног монетарног фонда и Европске уније према Мастрихтском критеријуму, указује на постојање сличности са обухватом и дефинисањем јавног дуга, где су укључени дуг опште државе, односно централни региони и локални ниво државе који је увећан за индиректни дуг који обухвата искључиво активирани гаранције. Дакле, неактивирани гаранције нису предмет сагледавања од стране ММФ-а и Европске уније. (Мирковић, Кнежевић., 2013, стр. 316)

Наведене дефиниције јавног дуга могуће је представити и математички. Већина савремених држава приморано је да се задужи јер остварују буџетски дефицит. У некој години  $t$ , буџетски дефицит се може приказати као:

$$D_t = rB_{t-1} + G_t - T_t, \text{ где (Радишић, Раичевић, 2011, стр. 198)}$$

$B_{t-1}$  – представља јавни дуг на крају године  $t-1$  или на почетку године  $t$ ,

$r$  – представља каматну стопу на дуг,

$rB_{t-1}$  – означава дуг увећан за каматну стопу у години  $t$ ,

$G_t$  – означава државну потрошњу, док,

$T_t$  – представља порезе.

Дуг на крају године  $t$  једнак је збиру претходних дефицита на крају године  $t-1$  увећаним за примарни дефицит током године  $t$ , односно  $G_t - T_t$ .

Економска литература препознаје различите поделе јавног дуга које су неопходне ради лакшег и свеобухватнијег истраживања ове врсте прихода. Разврставање јавног дуга врши се на основу следећих критеријума: (Радишић, Раичевић, 2011, стр. 200)

- територији – унутрашњи и спољњи јавни дуг,
- методи којом се држава служи да би дошла до јавног дуга – добровољни, патриотски, принудни,
- времену враћања јавног дуга – краткорочни, средњерочни, дугорочни.
- начину отплате – рентни и амортизациони.

*Унутрашњи и спољни јавни дуг.* Реч је о подели која означава да ли улогу поверилаца код јавног дуга преузимају домаћи или страни физички или правни субјекти. По логици ствари, дуг који је емитован на домаћој територији представља унутрашњи

дуг, док уколико се емитовање јавног дуга врши у иностранству или у иностраној валути, онда је реч о спољном јавном дугу.

*Добровољни, патриотски и принудни јавни дуг.* Добровољни јавни дуг закључен је између државе и физичких или праних лица на бази добровољности, у чији је основи зјаднички интерес. Код овог типа јавног дуга доминантан је интересе имаоца дохотка у виду камата, пореских олакшица или неких других погодности.

Патриотски јавни дуг заснован је на осећањима помоћи без икаквог интереса везаног за камату или било које друге бенефиције, већ се дуг издаје из патриотског осећања. Принудни јавни дуг повезан је са принудним обликом уписа јавног дуга, где се одређује ко ће и колико средстава позајмити уз надокнад. У већини случајева реч је о неком облику камате.

*Краткорочни, дугорочни и средњерочни јавни дуг.* Краткорочни јавни дуг представља износ који се позајмљује на период до годину дана. Углавном је реч о дугу који настаје како би се обавиле дате активности државе и дуг се враћа у оквиру исте фискалне године. Средњерочни јавни дуг представља износ који се позајмљује на период од пет до петнаест година, док је код дугорочног период позајмљивања преко петнаест година.

*Рентни и амортизациони јавни дуг.* Рентни јавни дуг јавља се када се држава обавезује да камату враћа у редовним временским интервалима, а главницу онда када јој то дозвољавају буџетска средства. Код амортизационог јавног дуга држава се обавезује да врати главницу и јавни дуг у одређеном временском периоду са јасно дефинисаном количином главнице и камате о једној транши исплате, односно по утврђеном плану амортизације.

Велики број савремених држава има бројне функције које им нису биле својствене у претходном периоду, услед чега је дошло до повећања трошкова који се покривају из државног буџета. Самим тиме, дошло је до појаве проблема буџетског дефицита, односно јавног дуга, јер су државни приходи постали недовољни за све потребе. „поред криза и ратова од великог значаја у последњих 150 година, јавни дуг је одиграо споредну улогу.“ (Kirchgässner, 2014, стр. 116) У циљу спречавања изоштравања проблема високог буџетског дефицита неопходно је да свака држава одржава висок степен контроле над својим приходима и расходима.

У савременим условима, будући развој држава у значајној мери је условљен решавањем проблема презадужености, односно смањењем истог. Наравно, постоје и други начини финансирања држава, попут емитовања хартија од вредности, односно државних обвезница, међутим мање развијене државе по правилу се задужују код међународних финансијских институција.

## **2. Теоријски приступи о економским последицама задужености**

Однос задужености и привредног раста одавно је предмет интересовања економске теорије. Многобројни теоретичари, попут Адама Смита, Дејвида Рикарда, Солова и других, разматрали су утицај разних фактора на привредни раст, па су у складу са тиме настале теоријске концепције утицаја задуживања на привредни раст и макроекономске индикаторе. Уопштено посматрано, постоје три кључне школе о економским последицама задужености: класична, кејнзијанска и неокласична школа.

### **2.1. Класична економска теорија**

Теорије и економске политике класичних економиста не представљају само питања историјског већ и савременог интереса носиоца економске политике. Може се рећи да су нарочито значајне у данашње време када су ниво и структура опорезивања, као и дефицит и јавни дуг високо на листи проблема који захтевају ургентни третман од стране влада.

Са становишта класичне доктрине (која као познате представнике има Адама Смита, Дејвида Рикарда, Роберта Малтуса, Џон Стјуарт Мила или Жан Батист Сеја), стиче се утисак да су изгледи државе претежно неповољни за задуживање. Верни принципу “laissez-faire” и регулаторним акцијама тржишних сила, класичари су држави приписали само улогу да обезбеди несметано одвијање економских односа, при чему државним органима није било дозвољено да интервенишу у економији. (Smith, 1904, стр. 79)

Кључна тврдња представника ове школе је да је јавна потрошња непродуктивна, у односу на традиционалне послове које преузима држава, као што су јавни ред, национална одбрана, дипломатски односи и сл. У складу са тиме присутно је становиште да приватни сектор далеко боље управља ресурсима у односу на јавни сектор, чија је кључна детерминанта расипништво. Осим тога, класична докторина сматра да државно

задужење деформише приватни капитал тако што доноси преласку из његове производне функције у непроизводну употребу, и на такав начин утиче на акумулацију, капитала али и раст и развој привреде у целини.

Кључни аргумент Адама Смита у прилог порицању права државе да се задужује налази се у схватању да задужење одлаже природни напредак нације ка богатству и просперитету, јер се на овакав начин ресурси усмеравају да држава покрије своје непродуктивне расходе а не ка продуктивним дестинацијама у приватном сектору. (Mirowski, 1982, стр. 186)

Осим тога, класична економска доктрина сматра да се задуживањем држава расипа без било какве наде да ће постојати будућа репродукција. Такође, сматра се да су ефекти уговарања задуживања, у смислу акумулације капитала, чак штетнији од пореза јер задуживање доводи до смањења постојећих производних капацитета. Негативне ефекте задуживања на акумулацију производног капитала у привреди потврђује и Дејвид Рикардо, који наводи да „када се за трошкове једногодишњег рата позајми двадесет милиона, двадесет милиона је повучено из производног капитала нације.“ (Ricardo, 2005, стр. 46)

Међутим, нешто другачији приступ може се наћи код Томаса Малтуса, који предвиђајући могућност постојања неравнотеже (која подразумева јаз између понуде и потражње робе), признаје да је могуће да у овој ситуацији (у зависности од недостатка других алтернатива) држава користи позајмљене ресурсе за повећање тражње за робом и услугама. На такав начин држава настоји да компензује неуспех привреде у процесу саморегулисања. Сходно томе, Малтус се залаже за одржавање „адекватног нивоа јавног дуга јер ће у супротном прекомерна производња роба из пуне могућности постати сурова реалност.“ (Tsoulfidis, 2007, стр. 5)

Истовремено, Џон Стјуарт Мил, настављајући приступ својих претходника, идентификује ситуације у којима задуживање не мора нужно деловати штетно на акумулацију продуктивног капитала. Рецимо, када држава преусмери уштеде настале у непродуктивним предузећима или када задуживање настаје у иностранству, Мил прихвата да у таквим околностима не стварају услови за повећање каматних стопа и да управо из тог разлога настанак задужења није нужно праћен штетним ефектима на привредни раст. (Tsoulfidis, 2007, стр. 6)

Може се рећи да је присутно становиште да се задуживањем носиоци економске политике такмиче са приватним сектором за ресурсе који би иначе били продуктивно уложено. На такав начин, према Милу, задуживање постаје штетно за привреду, па је коришћење позајмљених средстава за сваку осуду.

За разлику од класичних економиста, представници Немачке историјске школе економије држави придају проширену улогу, јер је сматрају активним чиниоцем друштвено-економског напретка. Реч је о промени која се огледа и у прихватању задужености као сегмента могућих позитивних ефеката у држави. (Благојевић, Секуловић, 1990, стр. 83)

Дакле, прихватајући да задужење може да одврати капитал од његове продуктивне употребе у приватном сектору, Адолф Вагнер признаје да је задуживање ипак прихватљиво када се на овакав начин прикупе неискоришћени доступни ресурси било у оквирима националне економије, било из иностранства. Међутим, најзначајнији Вагнеров допринос процени економских ефеката задуживања произилази из разграничења различитих врста јавне потрошње на основу временског оквира њених ефеката и њиховог повезивања са одговарајућим изворима финансирања.

Другим речима, у случају јавних инвестиционих расхода финансирање дугом не да је прихваћено, већ је и пожељније од пореског финансирања, док је државно задуживање за покривање уобичајених јавних расхода потпуно забрањено. Непоштовање овог правила доводи до појаве хроничних буџетских дефицита и истовремено представља „пут у пропаст, јер би растући терет камата бацио јавне финансије у амбис“. (Holtfreich, 2013, стр. 7)

## **2.2. Кејнзијанска економска теорија**

Суштинске промене перспектива држава, насталих у контексту екстензивних мутација и друштвено-економских и политичких изазова прве половине XX века, дошле су са појавном кејнзијанске доктрине. Реч је о доктрини која је фундаментално везана за идеје Џона Мајнарда Кејнса, али је такође развијана од стране његових претходника, савременика и наследника.

Постављена на супротну страну у односу на класичну доктрину, кејнзијанска доктрина мења веома либералне претпоставке и принципе на које се ослања класична економска школа. Наиме, као одговор на изазове тог времена (посебно на економски

пад), нова доктрина придаје велики значај држави, чије интервенције у економији и друштву не само да се више не окривљују, већ су позване да допуне деловање тржишта како би исправиле несавршености самог тржишта.

Кензијанско гледиште на економске ефекте јавног задуживања суштински се разликује од погледа класичних економиста, односно више се не наглашавају последице које настају услед јавног задуживања, већ се у први план истиче његов допринос несметаном (без већих неравнотежа) привреде. Постоје два главна аргумента која подржавају овакву промену сагледавања значаја задуживања. (Cameron, 1978, стр. 1247)

Прво, прихватањем проширења делокруга државе, јавна потрошња (чијем финансирању доприноси задуживање) престаје да представља, у целини, дефинитивну и ненадокнадиву потрошњу ресурса, негативно утичући на национално богатство и просперитет државе у целини. Укључивање јавних власти у активности које додају вредност (нпр. јавне радове, које препоручује Кејнс) омогућава избегавање наведених негативних ефеката, већ напротив доприноси економском расту и развоју.

Друго, преиспитивање улоге која је додељена државним органима, у смислу преузимања задатка супротстављања узнемирујућим економским и друштвеним појавама, даје нова значења јавном задуживању, као начину интервенције за исправљање неравнотежа и обезбеђивање узлазне еволуције привреде.

Најчешће такве мере подразумевају прихватање неравнотеже између нижег нивоа редовних буџетских средстава (који се углавном састоје од пореза) и вишег нивоа буџетских расхода, односно прихватање буџетских дефицита који се финансирају заједно са другим ванредним средствима, односно јавним задуживањем које доводи до повећања јавног дуга. Иако се, по мишљењу неких кејнзијанаца, не може избећи инфлаторно кретање валуте, задуживање би, поред тога, омогућило да се на овај начин у привредна кретања уведу неискоришћени приходи појединих друштвених категорија, односно штедња која није материјализована у инвестицијама, у циљу финансирања јавне потрошње. (Clarke, 2009, стр. 33) На основу изнетог, може се приметити да схватања кензијанске доктрине иду у правцу прихватања задуживања као незаменљивог оруђа за обезбеђење уравнотеженог раста привреде.

Генерално посматрано, с једне стране кензијанска доктрина задуживању придаје веома позитивну конотацију, док се са друге стране залаже за постојање строгих ограничења приликом коришћења истог. Оваква ограничења произилазе из

„контролисаног“ промовисања негативних буџетских биланса, само у периодима економске рецесије или стагнације, без прихватања у периодима привредне експанзије како не би постали трајни. (Aspromourgos, Rees, White, 2010, стр. 438)

У том погледу, као релевантном, чини се теорија системског дефицита коју је развио Вилијам Бевериџ на основу Кејнсовог става да, иако треба признати да се „излазак из кризе заснива управо на задуживању како би се финансирало повећање јавне потрошње, и истовремено буџетског дефицита.“ (Brown-Collier, Collier, 1995, стр. 348) Након што се стагнирајућа или опадајућа економија поново покрене, државни буџет треба да се врати у равнотежу. У том контексту, занимљиво је становиште према коме буџетски дефицит, па тако и стварање новог задуживања, мора престати чим се постигне пуна запосленост. (Duverger, 1975, стр. 54)

Смањење буџетског дефицита заправо је могуће управо због деловања државе, што резултира како у повећању производње и прихода, тако и у фискалним ресурсима. У вези са тиме, Кејнс је на један оптимистичан начин прокоментарисао да је довољно „позабавити се незапосленошћу, јер ће се буџет побринути сам за себе, а дуг ће се смањити сам.“ (Keynes, 1982, стр. 16)

Кензијанска доктрина даје могућност да присуство дефицита може имати негативно дејство на привредни раст. Према њима, очигледно је да какав ће утицај дефицит остварити у значајној мери зависи од достигнутог нивоа привредног развоја, па управо из тог разлога кензијанска теорија не даје универзалне одговоре. Осим тога, кензијанци анализирају искључиво утицај привремених дефицита, а не сталних, који настају ради стабилизације циклчних кретања у привреди.

### **2.3. Неокласична економска теорија**

Снажан препород економског либерализма седамдесетих година прошлог века, преко представника неолибералне доктрине, означио је нову промену перспектива која је оживела заповести класичне либералне доктрине која своја утемељења заснива на неодобравању задуживања државе. Према схватањима представика ове школе, „каква год била релативна позиција дотичне земље, перспективе растућих дефицита огледају се у будућим економским потешкоћама и смањењу благостања.“ (Landais, 1998, стр. 44)

Са позиције монетаристичких економиста, као противтежа кејнзијанским решењима и терапијама, негирају се позитивни резултати било које буџетске мере која

је усмерена на стабилизацију привреде, нарочито из перспективе дужег временског периода. Управо из тог разлога, оспорава се способност државних власти да делују путем буџетских дефицита, које финансира задуживањем, са циљем поновног покретања привреде која стагнира или је у паду. С тим у вези, говорећи о улози јавног буџета, потребно је указати на становиште Милтона Фридмана: „далеко од тога да је балансирајући механизам сам по себи реметилачки фактор и генератор нестабилности.“ (Friedman, 2003, стр. 115)

Главни разлог којим се оправдава неодобравање задужења државе произилази из појаве негативног ефекта који се назива „ефекат итискивања“, односно када носиоци економске политике користе јавне зајмове за финансирање буџетских дефицита. Када се држава задужује на основу јавних зајмова, посматрајући кредитно тржиште, ефекат итискивања углавном претпоставља да долази до повећања тражње за позајмљеним средствима док понуда остаје непромењена. Повећање каматних стопа на овом тржишту резултат је оваквих тенденција.

Услед осетљивости на промене каматних стопа долази до смањења приватних инвестиција, фондови приватног капитала преливају се у јавни сектор како би служили финансирању јавних расхода. Свеукупно посматрано, монетаристи наглашавају да је на овакав начин могуће очекивати позитиван ефекат на раст бруто домаћег производа (БДП), који настаје на основу промовисања ниског или нултог финансирања дугом буџетског дефицита. (Bilan, 2016, стр. 358) Међутим, са кензијанске тачке гледишта, овај ефекат је био снажно оспораван.

Наиме, узимајући у обзир услове привреде која не ради пуним капацитетом и где постоји значајна количина неискоришћених ресурса (како се може окарактерисати контекст кензијанске анализе), финансирање буџетског дефицита задуживањем помаже привлачењу ових ресурса у економске перспективе. На овај начин понуда позајмљивих средстава расте подједнако са тражњом, и самим тиме каматна стопа може остати непромењена. (Clarke, 2009, стр. 65)

Осим поменутих теоријских концепција о економским последицама задужености, богатство економске теорије се огледа у чињеници да нису поменуте све познате теорије из овог домена. Међутим, основни недостатак свих теорија јесте да занемарују начине финансирања дефицита, али и саме узроке настанка истих. Може се рећи да је предмет њихове анализе искључиво дефицит који је настао као последица



смањења пореза, док занемарују повећање јавне потрошње као фактор настанка дефицита.

### **3. Утицај задужености на кретање кључних макроекономских индикатора**

Глобално посматрано, током неколико последњих деценија, многе државе имале су проблем са дужничком кризом, и последично са банкротством. Управо из тог разлога, без озбира на достигнути ниво привредне развијености, питање јавног дуга постало је кључна детерминанта профилисања економске политике једне националне економије.

У економској теорији постоје различити ставови о значају, улози и утицају јавног дуга на економске перформансе националне економије. Дакле, постоје економисти који сматрају да прекомерни јавни дуг представља фактор који остварује негативан утицај на макроекономске индикаторе. Такође, постоје и становишта да јавни дуг представља један од основних покретача привредних активности.

У одређеној националној економији не постоји дефинисана директна позитивна или негативна међузависност између кључних макроекономских индикатора и јавног дуга. Поједини привредни показатељи могу бити позитивни или негативни услед повећања јавног дуга. Међутим, висок јавни дуг, нарочито уколико је оптерећен иностраним задуживањем, с једне стране, тешко да може допринети развоју националне економије, док са друге стране, никако не сме да представља инструмент подстицања привредног раста.

Потребно је нагласити да јавни дуг остварује негативан, али и позитиван утицај на функционисање националне економије, али дефинитивно оптерећује перформансе читавог становништва. Ради максимизирања користи по том основу, како би се минимизирали негативни утицаји, од виталне важности је детерминисање законодавног оквира ради контролисања висине задуживања. Крајњи циљ не би требало да буде забрана постојања јавног дуга, већ би требало смањити могућности за повећање јавног дуга у одређеној оптималној граници, која омогућава реализацију постављених економских циљева.

#### **3.1. Потискивање инвестиција и сељење капитала**

У економској теорији присутна је сагласност да између фискалног дефицита и инвестиција постоји веома изражена и очигледна повезаност. Промене у дефициту за

результат имају промене у инвестицијама или у извозу, што најбоље потврђују кретања кључних макроекономских варијабли.

Буџетски дефицит, односно смањење штедње, за последицу има смањење извоза, у условима непромењености инвестиција и приватне штедње. Са друге стране, уколико су биланс плаћања и приватна штедња непромењене величине, последично долази до смањења инвестиција. Наведени ставови представљају заједничко мишљење како кензијанске, тако и неокласичне доктрине.

Припадници неокласичне економске мисли становишта су да у оквиру затворене привреде повећање каматних стопа и смањење инвестиција настаје услед присуства трајног дефицита. Са друге стране, дефицита не остварује утицај на промене у каматним стопама и инвестицијама, када је реч о малој отвореној привреди. Међутим, смањење националне штедње подразумева повећање међународне задужености, уз истовремено повећање вредности националне валуте, али и смањењем извоза. (Gramlich, 1989, стр. 28) Смањење инвестиција или извоза настаће услед смањења нето националне штедње, односно повећања потрошње, који настају као последица постојања дефицита.

Кензијанска доктрина склона је критиковању ефекта који настаје услед истискивања приватних инвестиција. Краткорочно повећање буџетског дефицита може да допринесе поспешивању привредног развоја, али и да покрене привреду из фазе рецесије. Дугорочно посматрано, повећање буџетског дефицита остварује негативан утицај на привредни развој, и истовремено стимулише сељење ресурса из привредног у државни сектор. (Ћировић, 1995, стр. 154)

Осим наведеног, постоје мишљења економиста према којима постоји позитиван утицај дефицита на све сегменте БДП-а. Односно, значај дефицита се огледа у чињеници да доприноси повећању а не смањењу, како приватних, тако и укупних инвестиција. Повећање дефицита доводи до повећања тражње, која последично подстиче профитабилност приватних инвестиција.

У контексту изнетог потребно је указати да се приватне инвестиције повећавају иако је присутан раст каматних стопа. Пораст дефицита доводи до повећања потражње, што последично доприноси повећању профитабилности приватних инвестиција. Дакле, иако је присутно повећање каматних стопа, приватне инвестиције се повећавају. (Eisner, 1989, стр. 76)

Повећање тражње последично доводи до повећања инвестиција, док истовремено нема утицај на инфлацију. Може се рећи да је стварају ресурси који нису функционални. (Bernheim, 1989, стр. 59) Са друге стране, рикардијанска доктрина сматра да на инвестициону тражњу дефицит нема значајног утицаја.

### 3.2. Утицај на штедњу

Економска теорија деценијама се бави истраживањем есенцијалних односа између штедње, потрошње и привредног раста. Поред постојања многобројних чињеница, једноставно не постоји сагласност међу економистима о међусобној повезаности штедње и привредног раста. Тачније, специфичност односа штедње и привредног раста огледа се у недовољној јасности да ли штедња узрокује привредни раст или привредни раст доприноси повећању штедње, односно да ли се може говорити о синхронизованом деловању обе варијабле.

Разумевање поменуте везе представља кључну детерминанту разумевања самог процеса, али и како би се идентификовале кључне препоруке носиоцима економске политике неопходним у процесу профилисања економске политике. Тако рецимо, уколико штедња представља последицу процеса привредног раста, неопходно је да политике привредног раста буду у функцији унапређења инвестиционе климе и пораста конкурентности, док ће услед ефикасности имплементираних политика последично доћи до повећања штедње. (Sturm, 2008, стр. 154) Међутим, уколико привредни раст представља последицу штедње, требало би да носиоци економске политике уобличе политике које су у функцији повећања како саме штедње, тако и стопе штедње.

Посматрајући однос приватне штедње и привредног раста, једна од могућности свакако јесте да у оквиру једне националне економије буде присутно смањење штедње, што представља процес од пресудног значаја за утицај фискалног дефицита који остварује на привредни раст. Такође, потребно је указати да уколико је смањење државне штедње идентично повећању приватне штедње, ниво националне штедње остаће непромењен. У таквим околностима дефицит ће бити неутралан, што је у складу са схватањима рикардијанске теорије.

Осим тога, постоји велика вероватноћа да смањење државне штедње неће бити компензовано позитивним променама на нивоу приватне штедње. Дакле, уколико

смањење пореских прихода није допринело настанку дефицита, већ је узрок настанка повећање расхода, вероватноћа за претходно наведена кретања је још мања.

Економска теорија препознала је два начина путем којих фискална политика може остварити утицај на приватну штедњу, односно потрошњу, и то: расположиви доходак и реална каматна стопа. Присутна су различита гледишта многобројних теорија по питању карактера дејства који остварује расположиви доходак на штедњу. Када је реч о дејству промена каматне стопе на стопу штедње, као логичним се намеће да би услед повећања каматних стопа на основу повећања дефицита дошло до повећања штедње. Међутим, спроведена истраживања на нивоу земаља у развоју указала су да не постоје реални показатељи који потврђују да реална каматна стопа остварује позитиван утицај на приватну штедњу. (Easterly, Schmidt-Hebbel, 1994, стр. 30)

На основу искустава појединих држава, попут Сједињених Америчких држава, дошло се до сазнања да повећање дефицита доводи до смањења штедње у јавном сектору, али истовремено и до смањења укупне штедње на нивоу државе. У том контексту потребно је указати да приватни сектор није у могућности да стабилизује негативне тенденције у штедњи на нивоу јавног сектора, већ повећава потрошњу него што је уобичајено. (Gramlich, 1989, стр. 33)

Међутим, потпуно је нејасно који разлози доприносе смањењу штедње. Једно од становишта наводи међугенерациске трансфере као кључни фактор смањења националне штедње на нивоу Америке. Реч је о социјалном осигурању које се заснива на међугенерациској солидарности, односно реч је о прерасподели средстава између млађих и старијих особа. Тачније, долази до преливања средстава од становништва са већом склоности штедњи (млађи) ка становништву са већом склоности ка потрошњи (старији). (Boskin, 1987, стр. 8-9)

Спроведена истраживања у овом домену, не представљају потврду схватања да постојање фискалног дефицита последично доводи до повећања приватне штедње. Разлог се налази у чињеници да је готово немогуће квантификовати да ли је већи допринос дефицита економским перформансама, у односу на допринос економских активности појави дефицита. (Barro, Grilli, 1994, стр. 349) Дакле, присутна су многобројна практична ограничења која не омогућавају једноставну валоризацију међусобног утицаја између економских активности и дефицита.

### 3.3. Утицај на потрошњу и општи ниво цена

Однос између потрошње и висине јавног дуга одувек је заокупљао пажњу економиста, који су дошли до различитих закључака, али добрим делом на основу спроведених истраживања. Постојање различитих закључака углавном је последица не постојања јединствено формулисане почетне хипотезе. Тако рецимо, многобројна истраживања показала су да присуство сталног дефицита у значајној мери доводи до повећања учешћа потрошње у националном дохотку. (Bernheim, 1989, стр. 68; Reid, 1985, стр. 481; Eisner, 1989, стр. 88) Овако конципирано становиште у сагласности је како са неокласичном, тако и са кензијанским схватањем односа потрошње и јавног дуга.

На глобалном нивоу многобројне државе настојале су да дефицит финансирају емисијом новца како би избегле трошкове по основу плаћања камата. Међутим, државе које су на такав начин профилисале монетарну политику углавном су се у крањем исходишту сусреле са озбиљним проблемом повећања цена, односно пораста инфлације.

У том контексту потребно је истаћи да не постоји јединствен став у домену економске теорије по питању релација између дефицита и инфлације. Осим тога, не постоји ни јединствено становиште по питању начина на који дефицити подстичу инфлацију.

Може се рећи да је један од најједноставнијих начина да се утврде међусобне везе и односи између дефицита и инфлације у ситуацији када експанзивна монетарна политика представља једини начин за финансирање дефицита. Дакле, реч је о ситуацији када повећања понуда новчане масе за резултат има инфлацију, која представља својеврсни начин опорезивања реалне количине новца коју поседују приватни субјекти. (Dornbusch, Fischer, 1991, стр. 59)

Међутим, у већина држава потенцијална добит од тзв. инфлационог пореза је готово занемарљива, услед чега није исплативо да инфлација буде у функцији смањења реалног дефицита. Може се рећи да је ово најчешће изражено код развијених земаља које имају ниско учешће новчане масе у бруто домаћем производу. (Buiter, 1985, 18) Такође, постоји и могућност да деградација пореске основице допринесе смањењу пореских прихода, што последично може обликовати настанак дефицита. (Tanzi, 1978, стр. 637) На основу наведеног, потребно је указати да између инфлације и јавног дуга постоји узрочно-последична веза.

Наиме, уколико задуживање представља основ финансирања дефицита, а не емисија новца, дефицит може проузроковати настанак инфлације једино у случају уколико је временски толико присутан да приватни субјекти неутрализују тражњу за државним хартијама од вредности, услед чега се дефицит искључиво монетарно финансира. (Sargent, Wallace, 1981, стр. 19)

Осим тога, постоји могућност да се држава у наредном периоду нађе пред изазовом моралног хазарда услед постојања високог нивоа јавног дуга. Тачније, велика је вероватноћа да ће држава смањити реалну вредност номинално деномираног дуга путем неантиципиране инфлације, односно монетаризацијом дефицита (нагло и једнократно повећање цена). (Spaventa, 1987, стр. 377)

### **3.4. Утицај на извоз**

Теоријска разматрања кензијанске доктрине указују да повећање дефицита, уз истовремено смањење штедње државе у условима пуне запослености последично доводи до смањења домаћих инвестиција, односно смањења извоза. Апресијација домаће валуте представља кључну детерминанту смањења извоза, проузрокована је постојањем фискалног дефицита, који утиче на пораст каматних стопа на државне обвезнице, што последично повећава инострану тражњу за државним обвезницама, односно и за националном валутом. Овакав развој догађаја генерисаће повећање курса националне валуте (Ball, Mankiw, 1995, стр. 172).

Поједини аутори сматрају да не постоји негативно деловање дефицита на привредни раст, али истовремено доприноси негативном утицају на извоз. Дакле, дуг доприноси повећању богатства појединца што доводи до повећања потрошње. Самим тиме, повећава се тражња за домаћим, али и страним добрима, што последично доприноси стварању трговинског дефицита, односно смањења извоза (Eisner, 1989, стр. 77).

Осим наведеног, потребно је указати на теорију о неутралности дуга, која претпоставља да постојање дефицита не доводи до промена у домену националне штедње, не мења тражњу за инвестицијама, али исто тако не доводи до промена салда текућег рачуна биланса плаћања (Barro, Grilli, 1994, стр. 351). У супротности са овом теоријом је стандардна анализа која је наглашава да је у случају отворене привреде неопходно задуживање у иностранству како би се задовољила повећана тражња државе.

Дакле, постојање фискалног дефицита доприноси настанку дефицита текућег рачуна биланса плаћања.

У циљу утврђивања узрочно-последичних веза између фискалног дефицита у текућег рачуна биланса плаћања, спроведено је истраживање које је обухватило десет најразвијенијих држава света у периоду од 1959. до 1989. године (Barro, Grilli, 1994, стр. 364). Добијени резултати показали су да не постоји веза између стварне вредности дефицита и вредности дефицита настале без цикличних утицаја с једне стране, и дефицита текућег рачуна биланса плаћања са друге стране.

Иако су многи аутори мишљења да дефицит не доприноси променама у билансу плаћања, са друге стране присутно је становиште да дефицит остварује директни утицај на политику девизног курса. Разлог се налази у чињеници да дефицит представља кључни фактор повећања каматних стопа, али и услед фискалне политике која својим деловање доприноси промени релативних цена (Barro, Grilli, 1994, стр. 375).

Осим наведеног, спроведена су истраживања која су указала да присуство мањих дефицита у јавном сектору последично доводи до мањих трговинских дефицита. Тачније, на основу извршене анализе земаља у развоју, на нивоу осам од десет држава детерминисана је позитивна и суштинска веза између трговинских суфицита и суфицита јавног сектора. На тим основама као логичним се намеће да на основу фискалног прилагођавања државе у развоју могу унапредити ефикасност стимулса националне штедње, односно последично и увећању трговинског суфицита (Easterly, Schmidt-Hebbel, 1994, стр. 68).

Присуство проблема у јавном сектору, уз истовремено постојање ограничења у домену задуживања представљају кључне детерминанте повећања спољног дуга државе. Системска веза између биланса плаћања и државног буџета не подразумева смањење извоза услед повећања каматне стопе, већ подразумева да међународно задуживање државе може да надомести недостатак садашњих и будућих пореских прихода јавног сектора (Guidotti, Kumar, 1991, стр. 15).

### **3.5. Утицај на каматне стопе**

Теоријски гледано присутна је блиска повезаност између постојања буџетског дефицита и повећања јавног дуга, који представља значајан фактор повећања каматних

стопа. Уопштено посматрано, у економској теорији постоји начелна сагласност да фискални дефицит и јавни дуг остварују утицај на каматне стопе.

Међутим, глобализација пословања допринела је импресивном развоју међународних финансијских тржишта и финансијских политика, које су заједничким деловањем пружиле могућност да штедња појединих држава представља могућност за финансирање држава које имају изражен проблем фискалног дефицита. На такав начин буџетски дефицит остварује утицај на повећање каматних стопа на међународним тржиштима капитала, што истовремено омогућава да проблем финансирања фискалног дефицита добије глобални карактер.

Економска теорија специфицирала је низ фактора који детерминишу утицај који фискални дефицит остварује на каматну стопу: (Goyal, 2004, стр. 2129)

- Промене нивоа пореза и јавне потрошње, чија разлика представља дефицит. Како ће флукуације ове две варијабле утицати на висину каматне стопе у директној је зависности од склоности према штедњи и инвестицијама оних који имају користи од повећања јавне потрошње, односно оних који плаћају порезе,
- Отвореност привреде. Уколико је реч о отвореној привреди која примењује фиксни девизни курс, прилив страног капитала представљаће кључну детерминанту смањења негативних дејстава на повећање каматне стопе
- Национална и глобална монетарна политика. Уколико примена експанзивне фискалне политике није комбинована са применом рестриктивне монетарне политике, познати механизам деловања ових политика допринеће повећању каматне стопе. Кључни разлог се налази у чињеници да повећање дефицита доприноси повећању тражње за новцем, док уз примену рестриктивне монетарне политике последично долази до повећања каматне стопе. Осим тога, примена експанзивне монетарне политике нема механизме за директан утицај на каматну стопу, већ ће се повећати новчана маса, уз вероватно присуство инфлације.
- Дефицит у остатку света.
- Временски хоризонт посматрања. Повећање каматних стопа тешко да ће се десити у кратком року, међутим на дуги рок држава неће моћи да обезбеди оптималан ниво прилива иностраног капитала. Самим тиме, може се очекивати појава инфлације или повећање каматне стопе.



Током деценија, глобално посматрано, спроведена су многобројна истраживања о међусобном односу дефицита и каматне стопе. Начелно, стиче се утисак да је реч о готово идентичним резултатима, али и закључцима анализа. Тачније, значајна већина аутора сагласна је да се не може довести у везу повећање дефицита и повећање каматне стопе. Спроведена истраживања указују да је најприхватљивије да постојање дефицита и јавног дуга доприносе спровођењу рестриктивне монетарне политике (Paesani, Strauch, Kremer, 2006, стр. 38). Са друге стране, долази до повећања тражње за новцем, што доприноси повећању каматних стопа, односно последично се смањују инвестиције, нето извоз и запосленост.

Имајући у виду чињеницу да спроведена истраживања нису омогућила детерминисање узрочно-последичне везе између фискалног дефицита и каматних стопа, економска теорија профилисала је две хипотезе:

1. Фискални дефицит не мора генерисати повећање каматних стопа уколико је присутно идентично повећање понуде и тражње за државним обвезницама, односно уколико је бесконачно еластична тражња за обвезницама. Дакле, реч је о теоријској аргументацији у прилог чињенице да не постоји интеракција између фискалног дефицита и каматне стопе, уколико је централна банка власник укупног државног дуга.
2. Хипотеза о приливу капитала, која претпоставља да у малој, отвореној економији, у којој је присутна савршена еластичност тражње за државним обвезницама, егзистирање државног дефицита неће изазвати промене каматних стопа. Овакав развој догађаја неће допринети повећању каматних стопа, али ће се истовремено манифестовати дефицит у текућем рачуну биланса плаћања.

Дакле, када се потврди било која од наведених хипотеза пораст каматних стопа неће бити детерминисан постојањем фискалног дефицита.

Имајући у виду чињеницу да се дефицит једне националне економије, осим домаћих средстава, финансира и иностраним средствима, не постоји снажна корелација између укупне домаће понуде и домаће тражње за средствима из домена штедње. Управо из тог разлога међународне каматне стопе представљају кључну детерминанту равнотеже понуде и тражње средстава из сектора штедње. Глобално посматрано, стиче се утисак да фискална политика представља фактор од виталне важности како за

дефинисање односа између каматних стопа, тако и у сегменту постојања разлика између просечне међународне и националне каматне стопе.

### 3.6. Утицај на пореске стопе

Финансирање дуга представља замену за опорезивање. На такав начин носиоцима економске политике се омогућава да одржавају или повећавају, бар привремено, јавну потрошњу без доношења закона за повећање пореза (Tanzi, Lutz, 1991, стр. 30).

Може се рећи да су присутна многобројна искушења да се потрошња финансира путем дуга. Међутим, уколико је додатна потрошња привремена, може се изнети аргумент да ће финансирање дугом помоћи да се током времена изгледе потребне промене пореских стопа. Имајући у виду чињеницу да нагле и привремене промене пореских стопа стварају дисторзије, а самим тиме и губитке благостања, са веома негативним ефектима на раст, коришћење дугова довећше до повећања ефикасности.

Дакле, наведено би нарочито било у случају када је повећање потрошње узроковано ратовима, депресијама или великим јавним инвестицијама концентрисаним у релативно кратком времену. У другом случају, уколико је реч о продуктивној инвестицији, дуг би се исплатио подизањем нивоа привредне активности, а самим тиме и пореске основице.

Уколико повећање јавне потрошње није привремено и финансира се задуживањем, може доћи до ситуације да се повећава учешће јавног дуга у националном доходу. Последично ће се повећавати и трошкови сервисирања дуга, нарочито ако су високе камате. Стога, постоји могућност да дуг, који је коришћен за смањење пореских стопа, на крају доведе до повећања ових стопа. Разлог се налази у чињеници да ће држава током времена морати да геенрише тзв „примарни вишак“ (разлика између прихода и некаматних расхода) за сервисирање дуга.

У случајевима када је јавну потрошњу веома тешко смањити, поменути примарни вишак мора се остварити углавном путем повећања пореза. Тако на пример, током периода 1975-1987. године, упркос повећања јавног дуга у БДП-а, удео укупних пореза у БДП-у је значајно порастао у већини држава ОЕЦД-а, углавном како би се на такав начин финансирање веће државне камате (Tanzi, Lutz, 1991, стр. 30).

На раст односа дуга према БДП-у утичу стопа привредног раста, каматна стопа на дуг, као и величина примарног суфицита. На такав начин, заједничким дејством, висока стопа привредног раста и ниска каматна стопа, даће главни допринос у обуздавању повећања учешћа јавног дуга у БДП-у. Значајну улогу игра и актуелна фискална позиција, процењена кроз призму примарног суфицита или дефицита.

У ствари, пошто земље генерално не могу, на дужи рок, значајно да утичу на каматне стопе и привредни раст, варијабла политике која им је доступна је примарни суфицит. Дакле, уколико се некаматна потрошња не може смањити, онда пореска стопа постаје кључни инструмент политике.

Услед недостатка упоредивих реалних ефективних каматних стопа на дуг, поређења односа дуга током времена или међу земљама нису од посебног значаја. Економска пракса је указала да, еслед великих кретања капитала, каматне стопе су имале тенденцију приближавања међу државама (Tanzi, Lutz, 1991, стр. 31). Ово имплицира да глобални фактори, за разлику од чисто домаћих фактора, играју све већу улогу у утицају на домаће каматне стопе.

Државе које гомилају дуг како би избегле нагло прилагођавање пореских стопа, углавном бивају принуђене да повећају порезе како би подмириле све веће отплате камата. Искуства земаља ОЕЦД-а показују да је раст јавног дуга на крају допринео порасту пореских нивоа. Притисак да се повећају порези постаје све јачи како каматне стопе постају значајно веће од стопа привредног раста.

Напред наведено потврдило је спроведено истраживање осамдесетих година прошлог века. Наиме, практично у свим анализираним земљама однос пореских прихода и БДП-а порастао је током периода. Такође, стиче се утисак да је тај коефицијент највише порастао у оним државама које су доживеле највећи пораст дуга, а самим тиме и отплате дуга (Tanzi, Lutz, 1991, стр. 32).

Међутим, постоје и становишта према којим је далеко боље живети тамо „где влада троши 1 билон долара годишње и финансира ову потрошњу задуживањем, него тамо где влада троши 2 билиона годишње, али задржава свој буџет у равнотежи.“ (Friedman, 1995) Прави кривци су порези и потрошња, а не дефицит и дуг.

### 3.7. Утицај на запосленост

Економска дебата, о међусобној повезаности јавног дуга и запослености заокупљала је пажњу кензијанаца, који су наглашавајући економски раст вођен потражњом, сугерисали примену либералних фискалних политика, како краткорочно тако и дугорочно. Нарочито током седамдесетих година XX века кензијански приступ, према којем су тржишне економије инхерентно нестабилне и неспособне да генеришу агрегатну тражњу довољно високу да гарантује пуну запосленост у привреди, саветовао је носиоце економских политика да интервенишу како би одржали агрегатну тражњу путем јавног дефицита (Blanchard, Perotti, 2002, стр. 1331).

Ово гледиште у основи имплицира да јавни дуг не представља проблем уколико влада управља истим у матичној земљи, не долази до губљења ресурса а јавни дефицити искључиво врше прераспodelу ресурса са пореских обвезника на власнике обвезница. Осим тога, међугенерациска прераспodelа такође оправдава неку врсту златног правила јавних финансија према којем држава треба да финансира јавне инвестиције које доносе дугорочне користи кроз јавни дефицит – како би будуће генерације допринеле финансирању (Greiner, Fincke, 2009, стр. 83). Уколико будуће генерације имају користи од садашњих инвестиција, финансирање дуга по том основу је правично и оправдано.

Као што је познато, претпоставка је била да у присуству незапослености јавни дуг не би истиснуо приватне инвестиције. Заиста, јавни дуг би допринео да се ресурси пребаце са пореских обвезника на власнике обвезница, али би се богатство пореских обвезника повећало позитивним ефектом дуга на раст без нарушавања међугенерациске једнакости. У овом контексту потребно је указати да је кључна идеја да нови дефицит не би довео до повећања односа дуга према БДП-у.

Међутим, током седамдесетих година јавни дуг је значајно порастао, и у многим државама стопа раста јавног дуга била је већа од стопе раста БДП-а. Ова еволуција је поставила питање одрживости путем јавног дуга током времена (Hamilton, Flavin, 1986, 810). Међутим, постоје и тврђења економиста да оно што је битно наведено не представља потрошњу дефицита сама по себи, већ је реч о некој врсти интервенције. Такође, подржан је и став да ће фискални подстицаји засновани на смањењу пореза вероватно повећати раст, него они који су засновани на повећању пореза (McDermott, Wescott, 1996, стр. 733).

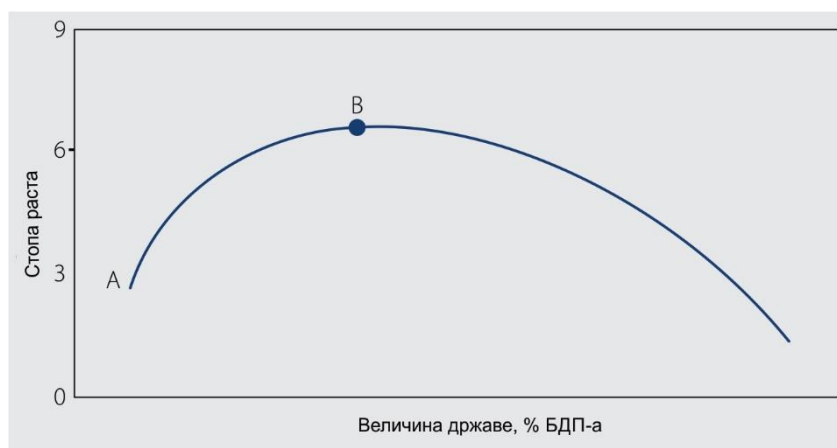
Почетком деведесетих година, о овој теми појавила се огромна литература, која је између осталог подржавала став да је већа вероватноћа да ће фискални подстицаји засновани на смањењу пореза повећати раст, него они који су засновани на повећању потрошње. Осим тога, идентификоване су егзогене промене у фискалној политици и извршена је процена фискалних мултипликатора како на пореској, тако и на страни потрошње владе. Такође, позитивни шокови државне потрошње препознати су као фактори повећања производње, запослености и потрошње и истовременог смањења инвестиција. Са друге стране, позитивни порески шокови имају негативан ефекат на производњу, заполеност потрошњу и инвестиције (Blanchard, Perotti, 2002, стр. 1364).

Савремена кензијанска теорија економског раста вођеног тражњом, која се одржава новим задуживањем, након глобалне финансијске кризе, становишта је да је потрошња државног дефицита заправо коришћена за санирање кредитне кризе изазване дефицитарним кредитирањем. Међутим, упркос високом дефициту незапосленост је остала висока. Управо из тог разлога присутно је мишљење да се разлог високе незапослености налази у томе што није било довољно задуживања, док се решење налази у новом дефициту, како повећањем јавне потрошње било које врсте, тако и смањењем пореза (Krugman, Wells, 2010).

### **3.8. Утицај на привредни раст**

Присуство дуга у једној националној економији у знатној мери остварује негативно дејство на економски раст. Економска теорија препознала је три правца путем којих дуг остварује негативан утицај на дугорочни привредни раст: процес смањења националне штедње и раста каматних стопа, односно ефекат „истискивања“ приватних инвестиција; раст дисторзије пореза који су од значаја за сервисирање дуга али и пораст премије ризика коју плаћа влада и на такав начин увећава трошкове дуга (Panizza, Presbitero, 2014, стр. 23). Постоје и ситуације у којима се премија ризика на државни дуг може преусмерити на привреду и становништво.

У циљу детерминисања односа између јавног дуга и привредног раста, односно утицаја који остварује јавни дуг на привредни раст, економска теорија профилисала је концепт „оптималне величине државе“. Дакле, реч је о графичком приказу који презентује однос између јавне потрошње као дела БДП-а, с једне стране и економског раста са друге стране.



**График 2. BARS крива**

*Извор: Chobanov, Mladenova, 2009, p. 9*

На основу приказаног графика јасно се може увидети однос између учешћа државе у привреди, на основу односа државне потрошње и БДП-а, и стопе реалног раста БДП-а. У том смислу, може се указати да уколико изостане државна потрошња утолико ће се постићи ниска стопа привредног раста.

Како се може уочити на графику, повећање државне потрошње доприноси повећању БДП-а, чије је повећање далеко брже на почетку, и достиже зенит, односно максималну стопу раста (тачка Б), на одређеном нивоу државне потрошње. Након оствареног максимума, повећање државне потрошње у наредном периоду за резултат има смањење стопе привредног раста, која може имати и негативну вредност.

Ради појашњења утицаја јавног дуга на привредни раст, као логичним се намеће питање оптималности величине државе, односно који је то ниво државне потрошње који гарантује максималну стопу привредног раста? Монетаристичко становиште указује да између 15% и 50% представља оптимални ниво коефицијента односа државна потрошња и БДП. Осим тога, многобројна спроведена истраживања указала су оптимална величина државе на основу поменутог односа износи од 17% до 40% БДП-а, док се модус процене налази у интервалу од 20% до 30% (Chobanov, Mladenova, 2009, стр. 10).

У складу са претходно наведеним, није могуће дефинисати генерални закључак о оптималној величини државне потрошње у оквиру једне привреде. Многобројни разлози доприносе овој неуспешности, попут: достигнутог нивоа привредне развијености, достигнутог нивоа институционале ефикасности националне економије, као и ефикасности јавног сектора и државне администрације.

На нивоу Европске уније спроведено је истраживање које појашњава однос између јавног дуга и привредног раста. Односно, истраживање је илустровало да повећање државног дуга за 10%, доприноси повећању БДП-а у распону од 0,5% до 2% на дуги рок, у зависности од начина финансирања трошкова камата. Дисторзиони утицај пореза представља фактор који доприноси појави негативног утицаја на раст.

Осим наведеног, спроведено је истраживање у периоду од 1970. до 2010. године на нивоу 12 држава Еврозоне о односу јавног дуга и раста БДП *per capita*. Поменуто истраживање предочило је да је присутан нелинеаран утицај јавног дуга на раст БДП-а *per capita* (Checherita, Rothe, 2010, стр. 9).

#### **4. Одрживи ниво задужености**

Ради несметаног функционисања многе државе се задужују, било на домаћем, било на међународном финансијском тржишту. Задуживање може омогућити државама да финансирају важне развојне програме и пројекте, међутим уколико се превише задуже утолико терет отплате дуга може оптеретити финансије националне економије, што у најгорем случају може да доведе до неизвшења обавеза.

Присутно је становиште да се јавни дуг неке државе сматра одрживим уколико владе имају способност да измирују све своје садашње и будуће обавезе плаћања без финансијске помоћи или проблема са неизмирњем обавеза. У том контексту, носиоци економске политике треба да сагледају да ли су политике потребне за стабилизацију дуга засноване на реалним основама и у складу са одржавањем потенцијала раста или развојног напретка.

Одрживост дуга представља способност дужника да измирује обавезе на основу задуживања код кредитора. Теоријски, одрживост дуга може се дефинисати као способност дужника да уз прихватљив салдо прихода и расхода дугорочно испуњава финансијске обавезе према кредиторима. Сматра се да дуг постаје неодржив уколико се повећава брже у односу на способност отплате дужника (Finger, Mecagni, 2007, стр. 13).

Многобројни фактори, попут каматних стопа, девизних курсева, стопе раста прихода, утичу на то да ли је одређена висина дуга одржива или не. Наведени фактори детерминишу интеракцију између неизмирених обавеза и способности враћања дуга. Другим речима, тржишна очекивања о кретању наведених фактора је од виталне важности за одрживост дуга.

#### 4.1. Основне методе оцене одрживог нивоа задужености

У зависности од достигнутог нивоа привредне развијености националних економија присутне су разлике у подношењу терета дуга. Управо из тог разлога, поједине државе могу запасти у дужничку кризу упркос присуству малих вредности индикатора одрживости задужености. Истовремено, постоје националне економије које немају проблема у свом функционисању и уколико висина јавног дуга премаши ниво годишње производње. У том контексту, потребно је указати да готово да је немогуће дефинисати недвосмислене границе задужености.

Када је реч о високо развијеним земљама, неопходна средства углавном обезбеђују на домаћем тржишту, док са друге стране мање развијене државе морају да се задужују у иностранству услед недостатка акумулације. У циљу праћења, али и анализирања спољне задужености одређене националне економије као неопходност се намеће детерминисање адекватних индикатора.

У домену сагледавања висине дуга одређене националне економије од виталне важности је праћење вредности индикатора који детерминишу висину задужености у односу са привредну активност, вредност извоза, али и способност државе да сервисира обавезе настале на основу међународног задужења.

У складу са одрживим нивоом задужености, треба истаћи да је веома тешко детерминисати апсолутну границу задуживања. Међутим, то не значи да није немогуће поставити максималне границе задужености које је могуће достићи, или чак прећи када су угрожени циљеви економске политике. Ради дефинисања границе задужености, потребно је имати у виду да постоје два сегмента овог проблема, односно није исто да ли је реч о унутрашњем или спољном задужењу. Такође, значајан сегмент представљају и преузете међународне обавезе, попут услова које морају испунити државе чланице Европске уније ради уласка у монетарну унију.

Присутно је становиште да повећање јавног дуга изнад граница одрживости делује дестабилизирајуће на остварење циљева економске, односно фискалне политике националне економије. Теоријски посматрано, потребно је истаћи да одређена држава није достигла максимални ниво јавног дуга све док су јавни изадци финансирани задуживањем у функцији: (Brummerhoff, Büttner, 2018, стр. 403)

- повећања искоришћености производних капацитета,



- повећања или унапређења перформанси капацитета привреде, и
- приближавања жељеној расподели.

Економска пракса је указала да ново задуживање може да представља исправну одлуку, нарочито уколико је складу са циљевима економске политике државе. Имајући у виду теоријске концепције према којима постоји једнакост између инвестиција и укупне штедње, у оквиру једне националне економије, и уколико ново задуживање државе представља разлику између јавних инвестиција и јавне штедње, у том случају штедња осталих сектора националне економије и/или спољни дефицит представљају основ за уравнотежење насталог дефицита. Дакле, да ли ће доћи до новог задуживања у директно зависности од висине приватне штедње, жељеним нивоом приватних инвестиција, као и жељеном висином дефицита текућег рачуна платног биланса (Mankiw, 1998, стр. 24).

Критеријеме препорученог нивоа задужености готово да је немогуће детерминисати, па се управо из тог разлога као критеријуми задужености и могућег будућег задуживања веома често у употреби су следећи односи: (Brummerhoff, Büttner, 2018, стр. 404)

- однос камата плаћених на јавни дуг и наплаћених пореза. Реч је о односу који указује до ког нивоа порески приходи покривају обавезе настале по основу камата.
- однос камата и јавних издатака, односно показатељ који указује на ниво резервисаних јавних издатака неопходних на име обавеза за отплату јавног дуга.
- однос камата и БДП-а. Поменути однос је од значаја из разлога што од висине БДП-а зависи ниво пореских прихода који су у функцији измирења дуговних обавеза.
- однос новог задужења и јавних издатака,
- учешће дефицита, односно новог задужења, у БДП-у, и
- учешће укупног дуга у БДП-у.

Презентовани показатељи нису индикатори који указују на то да ли је достигнута горња граница јавног дуга, док истовремено ови индикатори могу бити у функцији дугорочног анализирања промена у нивоу задужености. Такође, може се рећи да је реч

о глобално прихваћеним индикаторима чија је имплементација присутна у домену компарације задужености.

У циљу сагледавања дугорочне одрживости актуелне политике задуживања, економска теорија препознаје читав спектар метода за оцењивање. Дакле, реч је о методама које се могу класификовати у три основне групе: (Heinemann, 2006, стр. 13)

- методе оцене применом приступа солвентности,
- методе праћења кретања учешћа дуга у БДП-у, и
- методе анализе временских серија.

Теоријске концепције немају универзалну дефиницију, нити су сагласне по питању међународно прихватљиве дефиниције одрживости политике задуживања. Може се рећи да постоји већа сагласност у домену дефинисања неодрживости политике задуживања. Тачније, за сваку политика задужености која није неодржива, истовремено се подразумева да је одржива.

Такође, уколико приватни субјекти, у оквиру државе или ван ње, сматрају да је неодржива политика дуга коју профилишу носиоци економске политике, на такав начин утемељено становиште тешко да ће било ко моћи да промени. Другим речима, услед повећања неповерења кредитори могу да одложе, или чак да обуставе одобрење кредита у наредном периоду, али и да захтевају премије за ризик. Са друге стране, на националном нивоу могући су многобројне негативне тен, попут повећања пореза, емисије новца или инфлације, које могу последично допринети настанку финансијске кризе. Овакав развој догађаја углавном је карактеристичан у државама које немају довољно развијена финансијска тржишта (Pescatori, Sandri, Simon, 2014, стр. 5).

Дејство неодрживе политике задуживања на нивоу држава са развијеним финансијским тржиштима може за резултат имати повећање понуде државних обвезница, односно пад цена државних обвезница, али и пораст каматних стопа. Уколико је реч о неиндексираним обвезницама постоји велика вероватноћа да ће државни кредитори захтевати да каматне стопе буду још више увећане, док у циљу заштите од потенцијалног губитка могуће је да се захтева увођење премија на ризик (Masson, 1985, стр. 589).

Осим наведеног, потребно је указати и на становиште да под истим условима неодржива политика дуга за резултат може имати смањење тражње за државним

обвезницама, уз истовремени раст каматне стопе на обвезнице. У таквим условима, готово да је немогуће да носиоци економске политике имају потпуну контролу над растом новчане базе, али и стопом инфлације (Sargent, Wallace, 1981, стр. 2).

#### **4.2. Одрживост политике задуживања праћењем удела дуга у БДП-у**

Присуство одређеног нивоа задужености националне економије представља изазов у вођењу макроекономске политике, јер су присутне реалне могућности да проблеми попут неликвидности и немогућности сервисирања текућих обавеза добију на значају. Проблем одрживости сервисирања задуживања представља компликовано питање од виталне важности које захтева комплексан приступ решавању истог.

Однос задужености и БДП представља један од значајних показатеља да одрживи ниво задужености представља неопходност у функционисању националне економије. Међутим, поменути однос није од пресудног значаја за детерминисање одрживог нивоа задужености. Решавање овог комплексног проблема зависи од многобројних варијабли из домена текуће економске и развојне политике. Као кључне могу се навести следеће: (Spilioti, 2015, стр. 175)

- темпо реалног раста БДП,
- брзина повећања извоза и смањења удела дефицита текућих трансакција платног биланса у БДП-у,
- повећање удела инвестиција у БДП-у,
- спорији раст укупне потрошње и у томе још спорији раст јавне потрошње од раста БДП-а, и
- социјална издржљивост промена.

Међутим, проблем ликвидности представља проблем другачије природе који се може јавити у веома кратком временском периоду услед дејства различитих фактора, попут промена девизног курса, промена каматне стопе, вишеструког увећања импортних расхода, умањења експортних прихода, итд. Према методологији Светске банке, на основу критеријума задужености, наредном табелом биће приказане државе високе, средње и мале задужености.

*Табела 1. Критеријуми задужености спољног дуга*

критеријуми	висока задуженост	средња задуженост	мала задуженост
дуг/БДП	80% и више	48-80%	испод 48%
дуг/извоз	220% и више	132-220%	испод 132%

*Извор: Abbas, Pienkowski, Rogoff, 2019, p. 84.*

На основу презентованих критеријума задужености, јасно се може уочити у ред којих земаља се може сврстати одређена национална економија. Међутим, поједине државе су веома осетљиве на негативна дејства спољног дуга, односно у случају појединих земаља међународни кредитори се повлаче и на релативно ниским нивоима задужености (Bradshaw, Wahl, 1991, стр. 254).

Не постоји типична висина јавног дуга и његових осцилација за које се може рећи да су присутне у свакој држави. Осим тога, веома је изненађујуће да проблем са јавним дугом имају и високо развијене државе, па се разлогом може поставити питање да ли су економски успешне државе изгубиле виталност капацитете за решавање овог проблема. Многобројни аутори су сагласни да постоји снажна негативна корелација између јавног дуга и привредног раста, нарочито у случају када рацио јавног дуга према БДП достигне ниво од приближно 100%.

Једно од репрезентативних истраживања обухватило је 252 државе у периоду од 1960. до 2009. године, при чему је извршено груписање земаља на основу дуговог режима у пет скупина, и то: (Svamy, 2015, стр. 5)

- рацио јавног дуга према БДП-у у распону од 0% до 30%,
- рацио јавног дуга према БДП-у у распону од 31% до 60%,
- рацио јавног дуга према БДП-у у распону од 61% до 90%,
- рацио јавног дуга према БДП-у у распону од 91% до 150%, и
- рацио јавног дуга према БДП-у 150% и више.

Не улазећи у значајније елаборирање спроведеног истраживања, у циљу указивања на однос јавног дуга и БДП, биће приказани основни закључци: (Svamy, 2015, стр. 6-8)

- постоји негативна корелација између јавног дуга и стопе привредног раста,

- повећање јавног дуга доприноси опадању стопе привредног раста,
- државе које имају ниже вредности ратиа јавног дуга према БДП-у по правилу имају више стопе привредног раста,
- презадужене државе (ратио јавног дуга према БДП-у од 110% и више)имале су најниже стопе привредног раста током посматраног периода,
- убрзањем темпа раста јавног дуга долази до смањења стопа привредног раста,
- стопе привредног раста нагло опадају када вредност јавног дуга према БДП-у пређе 110%, односно постају негативне када вредности јавног дуга пређу 210% БДП-а,
- правац кретања јавног дуга (повећање или смањење) има већи значај за привредни раст у односу на вредност ратиа јавног дуга према БДП-у.

Економска теорија је указала да мере фискалне политике могу бити у функцији поспешивања привредног раста у условима средњег нивоа јавног дуга. Наиме, на кратак рок подстицањем агрегатне тражње и производње, јавни дуг може остварити позитиван утицај на раст БДП. Такође, на средњи рок, јавни дуг може остварити позитивно дејство на привредни раст и то путем побољшане монетарне политике, снажијим институцијама, повећањем приватне штедње и путем квалитетнијег финансијског посредовања (Klaus, 2011, стр. 61).

Претерана акумулација јавног дуга настаје услед спровођења експанзивне фискалне политике, која не остварује позитиван утицај на привредни раст на кратак рок, али такође ни на дуги рок. Дугорочно посматрано, сељење капитала и успоравање производње представљају последице повећања јавног дуга, док истовремено остварује додатни негативан утицај на привредни раст.

### **4.3. Одрживост политике задуживања методом солвентности**

Имплементација метода солвентности, као темељне вредности за оцену одрживости политике задуживања, базира се на тзв. буџетском идентитету државе, који је настао као критика кејнзијанског модела почетком седамдесетих година XX века (Haliassos, Tobin, 1990, стр. 912). Полазна основа метода анализе финансијске политике државе, засноване на буџетском идентитету државе, у први план истичу значај начина финансирања државног дуга.

У контексту изнетог, потребно је указати да буџетски идентитет подразумева једнакост буџетских прихода и расхода, и истовремено детерминише могућност емитовања новог јавног дуга, висину девизних резерви, али и могућност прикупљања реалних средстава. Буџетски идентитет могуће је математички представити на следећи начин: (Buiter, 1985, стр. 36)

$$M_t - M_{t-1} - B_t - B_{t-1} = G_t + r_i B_{t-1} - T_t, \text{ где}$$

$M$  – представља новчану базу,

$B$  – представља јавни дуг,

$G$  – представља укупне издатке јавног сектора,

$r_i$  – представља номиналну каматну стопу, и

$T$  – представља укупне приходе јавног сектора.

Дефицит јавног сектора приказан је на десној страни једначине, који се састоји од збира државне потрошње и камате на постојећи јавни дуг, који је умањен за порезе и приходе од државне имовине. Лева страна једначине указује начине финансиња дефицита, односно да је то могуће емисијом новца, емисијом новог дуга, односно продајом државне имовине.

У циљу поједностављења буџетског дефицита у одређеном временском периоду, претходна једначина се најчешће приказује на следећи начин:

$$B_t - B_{t-1} = G_t + r B_{t-1} - T_t$$

Једначина приказује реалне величине, укључујући и каматну стопу ( $r$ ). У овим оквирима се занемарује могућност финансирања буџетског дефицита емитовањем новца. На основу приказане једнакости, могуће је критеријум одрживости дуга приказати на следећи начин: (Buiter, 1985, стр. 37)

$$d_t = b_t - b_{t-1} = -p + (r - n)b_{t-1}, \text{ где}$$

$d$  – представља учешће реалног дефицита у реалном БДП-у,

$b$  – представља учешће реалног дуга у реалном БДП-у,

$p$  – представља учешће примарног дефицита у БДП-у ( $g_t - t_t$ , при чему је  $g_t$  веће од  $t_t$ ), и

$n$  – представља стопу раста реалног БДП-а.

Разлика између укупних државних прихода и укупних расхода, умањених за трошкове камата, представља примарни дефицит, односно суфицит. Значај овог показатеља огледа се у чињеници да омогућава сагледавање текућих активности државе, како би се на такав начин минимизирао утицај задуживања из претходног периода на државни буџет.

Уколико носиоци економске политике настоје да учешће јавног дуга у БДП-у остане непромењено као у претходном периоду, док је истовремено каматна стопа већа од стопе раста, приказана једначина одрживости дуга указује на неопходност остваривања примарног суфицита у текућем периоду. Осим тога, држава има могућност остварења примарног дефицита а да истовремено не дође до повећања учешћа дуга у БДП-у, али у случају уколико је стопа раста већа од каматне стопе.

Приступно је становиште да држава може применити финансијски инжињеринг, односно тзв. Понизијеву шему<sup>2</sup>, како би на такав начин константно вршила отплату старог дуга путем емисије новог дуга, без повећавања релативне задужености (Spraventa, 1987, стр. 381). Такође, уколико постоји могућност монетарног финансирања дефицита у наредном периоду, у том случају одрживост дуга могуће је приказати на следећи начин:

$$b_t - b_{t-1} = -p + (r - n)b_{t-1} - (M_t - M_{t-1})/Y_t$$

Узимајући у обзир егзистирање цикличних осцилација у једној привреди, присуство фискалног дефицита у једном или више узастопних временских периода, по аутоматизму не значи да представља индикатор неодрживости фискалне политике на дуги рок, нарочито уколико је присутна вероватноћа да ће доћи до суфицита у наредном периоду. Управо из тог разлога, као логичним се намеће да је у односу на поштовање буџетског ограничења, од виталне важности неопходно поштовати интертемпорално буџетско ограничење. У том контексту потребно је нагласити да дугорочна уравнотеженост укупно остварених дефицита и суфицита представља кључну претпоставку постојања интертемпоралног буџетског ограничења.

Математички, дисконтинуирани облик интертемпоралног буџетског ограничења могуће је приказати на следећи начин (Buiter, 1985, стр. 39):

---

<sup>2</sup> Представља инвестициону превару која, попут пирамидалне шеме, подразумева обећања велике добити клијентима без икаквог ризика. Они који се укључе у шему све своје активности усмеравају ка привлачењу нових клијената за инвестирање.

$$B_j = \sum_{t=1}^j (G_t - T_t)^{j-t} + B_0(1+r)^j$$

Дисконтовањем приказаних једначина буџетског идентитета и одрживости дуга, могуће је приказати континуирани облик интертемпоралног буџетског ограничења на следећи начин:

$$b_j = \int_0^j p_j e^{(r-n)(j-t)} dt + b_0 e^{(r-n)j}, \text{ где}$$

$j$  – представља укупан број временских периода.

Уколико учешће дуга у БДП-у, односно уколико одржива фискална политика подразумева да је дуг у корелацији са почетном вредношћу  $B_0$ , онда се дисконтинуирани облик услова одживости може приказати на следећи начин:

$$\lim_{j \rightarrow \infty} \frac{B_j}{(1+r)^j} = 0$$

Континуирани облик услова одрживости може се приказати (Vuitier, 1985, стр. 39):

$$\lim_{j \rightarrow \infty} b_j e^{-(r-n)j} = 0$$

На основу свега изнетог, може се указати да се интертемпорално буџетско ограничење поштује уколико:

$$\frac{\sum_{t=1}^j (G_t - T_t)}{(1+r)^t} = -B_0, \text{ односно уколико}$$

$$\int_0^{\infty} p_j e^{-(r-n)j} dt = -b_0$$

На основу приказаног, може се предочити да уколико дисконта садашња вредност очекиваног дуга тежи према 0, односно уколико је садашња дисконтована вредност учешћа примарног дефицита у БДП-у идентична негативној текућој вредности учешћа дуга у БДП-у, утолико се може подразумевати да је реч о одрживој фискалној политици. Према томе, држава која генерише дуг, у ближој или даљој будућности, могаће да оствари довољно велик примарни дефицит како би била у могућности да задовољи све напред наведене једначине (Blanchard et al. 1990, стр. 14).



Стање у коме је садашња вредност будућег дуга једнака 0, омогућава финансирање постојећег дуга новим задуживањем, односно долази до пребацивања дуга у будућност. Услед оваквог развоја догађаја, као неопходност намеће се да реална каматна стопа мора бити већа од стопе раста реалног дуга (Heinemann, 1992, стр. 8).

Интертемпорално буџетско финансирање претпоставља да је неопходно постојање једнакости између, с једне стране, вредности јавног дуга, и збира садашње вредности очекиваних примарних суфицита у будућем периоду и садашње вредности очекиваних будућих прихода од емисије новца. Присуство монетарног финансирања дефицита представља кључни предуслов напред наведеног (Vuitier, 1985, стр. 41).

Такође, интертемпорални буџетски идентитет може бити препознат и као биланс јавног сектора. У том случају под обавезама државе подразумевају се текуће стање јавног дуга и садашња вредност очекиваних будућих издатака, умањена за обавезе по односу камата. Са друге стране, текућа средства државе и садашња вредност очекиваних будућих прихода државе представљају средства државе. По логици ствари, нето вредност државе добија се када се средства умање за обавезе. Уколико је добијена нето вредност државе позитивна као закључак се намеће да је реч о солвентној држави, односно да је реч о дугорочно одрживом јавном дугу (Guidotti, Kumar, 1991, стр. 8).

Економска теорија препознала је биланс јавног сектора, односно принцип солвентности као релевантну методу оцене нивоа задужености државе. Међутим, присуство техничких ограничења компликује процес имплементације саме методе. Кључни недостатак налази се у домену неопходности избора одређене дугорочне реалне каматне стопе, али и дугорочне стопе раста реалног БДП-а (Masson, 1985, стр. 583).

Према критеријуму одрживости, један од захтева је да каматна стопа буде већа од стопе раста дуга. Наведени захтев може бити испуњен и у ситуацији у којој се учешће дуга у БДП-у повећава. У ситуацији у којој је стопа раста дуга већа од стопе раста БДП-а, док је истовремено реална каматна стопа већа од стопе раста дуга, управо представља такав случај.

У контексту изнедог, потребно је указати да услед перманентног присуства растућег односа дуга и БДП-а, неопходно је да буде присутно константно повећање учешће примарног суфицита у БДП-у, како би последично каматна стопа била већа од раста стопе дуга. Међутим, наведено је готово немогуће остварити услед дисторзивног

карактера пореза, али и нееластичности јавних издатака на доле (Heinemann, 1992, стр. 10).

#### 4.4. Критеријуми из Мастрихта

Многе некадашње државе некадашњег реалсоцијализма као стратешки циљ постављају пуноправно чланство у Европску унију. Међутим, пре него што постане чланица, потенцијални кандидати за чланство морају испунити многобројне критеријуме, од којих се најзначајнији налазе у домену економије. Дакле, пре него постане чланица, од виталне важности је да одређена држава постигне задовољавајући ниво конвергенције, односно потребно је да испуни тзв. критеријуме из Мастрихта.

Уговор из Мастрихта, потписан 1991. године, садржи критеријуме конвергенције којима се процењује спремност за активно учешће у економској и монетарној унији. Реч је критеријумима који су веома значајни јер јединствена монетарна политика може бити успешна уколико све државе пре уласка у монетарну унију остваре ниске стопе инфлације и висок степен фискалне конвергенције. Као најважнији критеријуми могу се навести следећи (Салваторе, 2009, стр. 747):

1. Стопа инфлације не сме да пређе 1,5 процентни поен изнад просечне стопе инфлације три земље које имају најмању инфлацију. Земље чланице које имају значајно ниску стопу инфлације у односу на упоредиве земље, не узимају се у обрачуну за овај критеријум;
2. Висина буџетског дефицита не сме бити већа од 3% бруто друштвеног производа;
3. Укупан јавни дуг не сме да пређе 60% бруто друштвеног производа;
4. Дугорочна каматна стопа не сме да прелази за више од два процентна поена дугорочну каматну стопу из три земље са најмањом стопом инфлације.

Дакле, у оквиру уговора из Мастрихта налазе се и критеријуми конвергенције који генеришу монетарне и фискалне захтеве. Са једне стране, монетарни критеријуми имају функцију да гарантују конвергенцију каматних стопа и инфлације држава чланица монетарне уније, док са друге стране фискални критеријуми су у функцији успостављања фискалне дисциплине држава чланица на основу детерминисања буџетског дефицита и висине јавног дуга.

Осим испуњености критеријума приликом уласка у Европску монетарну унију, Уговор из Мастрихта подразумева одрживост критеријума на дуги рок. На тим основама, Европска комисија врши перманентни надзор над испуњеношћу критеријума који се односе на буџетски дефицит и јавни дуг. Такође, присутна је пракса кажњавања оних држава чланица које прекораче или не поштују поменуте захтеве.

Увођењем Мастришких критеријума највећи део фискалних правила унапред је одређен, док је већ позната чињеница да унутар еврозоне фактички не постоји самосталност монетарне политике. Начело одрживе фискалне политике представља полазну основу за профилисање фискалних критеријума, што представља будућу стратегију која неће допринети повећању ризика више стопе инфлације.

Наиме, како би финансирала део дуга, државе са већим учешћем јавног дуга у БДП, могу се одредити за вишу стопу инфлације, како би на такав начин финансирале део дуга. Сходно томе, у циљу одржавања стабилности цена и праведне расподеле користи и трошкова монетарне уније од стратешког значаја је детерминисати критеријуме који ће гарантовати свакој држави чланици имплементацију здраве фискалне политике (Delgado, Santos, 2017, стр. 31).

На овакав начин конципирана фискална политика доводи у питање самосталност држава чланица у процесу креирања сопствене економске политике у оквиру Европске уније. Међутим, потребно је указати да постоје искуства појединих развијених држава током последње две деценије XX века која су врло илустративна по питању постојања последица због присуства фискалне недисциплине.

Осим наведеног, потребно је истаћи да испуњење критеријума конвергенције, односно Мастришких критеријума није предуслов за улазак у Европску унију, већ представља кључни услов који држава чланица Европске уније треба да испуни како би преузела евро као своју валуту и приступила Еврозони. Дакле, након што одређена држава постане пуноправна чланица Европске уније, у зависности од испуњавања поменутих критеријума и након добијања сагласности, стиче право да користи евро као националну валуту.

## 5. Управљање јавним дугом као детерминанта одрживости задужености

Током последњих деценија ниједан проблем није изазвао дестабилизацију финансијских токова привреда као што је изазвао феномен задужености. Осим тога, негативни трендови свих индикатора који имају стратешки значај за стање и ниво јавног дуга представљају додатни притисак на ниво задужености. Ескалација јавног дуга у протекле две деценије допринела је повећаном интересовању креатора економске политике за решавање овог проблема, који оптерећује функционисање свих држава без обзира на достигнути ниво привредног развоја.

Промењене тржишне околности, које карактеришу савремене услове пословања, допринеле су да све више на значају добија политика управљања јавним дугом. Управо из тог разлога, флексибилност и иновативност представљају кључне детерминанте овог процеса, чија имплементација представља основ за превазилажење проблема какав је криза државног дуга.

Теоријски посматрано, „управљање јавним дугом представља процес успостављања и спровођења стратегије за управљање јавним дугом са циљем прикупљања потребних финансијских средстава, водећи рачуна о односу трошкова и ризика, као и остваривање неких других циљева које је држава одредила, попут развоја и одржавања ефикасног тржишта државних хартија од вредности.“ (World Bank, 2001, стр. 2)

Честа појава глобалних криза наглашава значај постојања процеса управљања јавним дугом како би на такав начин била смањена рањивост националне економије на шокове изазване економским и финансијским утицајима. Осим тога, као неопходност се намеће профилисање ефикасне монетарне и фискалне политике, као кључних сегмената макроекономске политике, које би биле у функцији развоја финансијског тржишта, али и стварања квалитативних предуслова за смањење фискалних ризика.

Посматрано са аспекта свеобухватне макроекономске политике, владе држава требало би настоје да обезбеде одрживост раста јавног дуга, и истовремено управљање јавним дугом које ће за резултат имати минимизирање трошкове задуживања. Када је реч о одрживости дуга, присутно је становиште да представља „способност дужника да уз економски прихватљив салдо прихода и расхода дугорочно испуњава своје финансијске обавезе према кредиторима.“ (Михаљек, Тисот, 2003, стр. 357)

Међутим, уколико јавни дуг расте брже у односу на кредитну способност отплате кредита дужника, може се говорити о неодрживости дуга. У смислу остварења одрживог управљања јавним дугом, као неопходност се намеће профилисање адекватне стратегије за смањење јавног дуга, која ће уважити достигнути ниво привредног развоја, али и развојне приоритете национане економије у наредном периоду.

Наравно, многобројни изазови и ограничења оптерећују процес управљања јавним дугом. Изнад свега неопходно је да стратегија управљања јавним дугом буде постављена на реалним основама како не би дошло до застоја и имплементирању исте. Осим тога, кључни изазови се налазе у домену високих трошкова макроекономског управљања али и преобимним нивоом задужености.

### **5.1. Циљеви управљања јавним дугом**

Значајан сегмент управљања јавним дугом представљају циљеви. Циљеви конципирани на квалитативним основама представљају основ за дефинисање стратегије управљања јавним дугом. „Под основним циљевима управљања јавним дугом подразумева се осигурање средстава за финансијске потребе државе, минимизирање трошкова задуживања уз прихватљив ниво ризика, као и подршка развоју домаћег тржишта.“ (World Bank, 2001, стр. 4) Дакле, под основним циљем управљања јавним дугом подразумева се процес прикупљања финансијских средстава које представљају основ за задовољење финансијских потреба једне националне економије.

Циљеве управљања јавним дугом могуће је сврстати у две свеобухватне групе: циљеви директно повезани са спровођењем државних операција задуживања или управљања јавним дугом и циљеви који су повезани са неопходном подршком другим политикама (Carracedo, Dattels, 1997, стр. 106). Када је реч о циљевима који су директно повезани са процесом управљања јавним дугом, у исте се могу сврстати (Broker, 1993, стр. 37):

- покривање средстава за државне потребе,
- осигурање држави сталан приступ финансијском тржишту,
- побољшање државних кредитних услова,
- ширење дистрибуције државних хартија од вредности,
- ефективно управљање операцијама нове емисије,

- осигурање ефикасног деловања секундарног тржишта државних хартија од вредности,
- постизање уравнотежене структуре доспећа,
- минимизирање учинка које државне операције управљања дугом имају на тржишту,
- привлачење страних инвеститора, осигурање транспарентности, промовисање ликвидности и поједностављење тржишних услова,
- остваривање ефикасног управљања обавезама у погледу трошкова и ризичности,
- минимизирање трошкова волатилности.

У контексту циљева који представљају подршку другим политикама, у исте се сврставају (Broker, 1993, стр. 37):

- допринос бољем функционисању финансијских тржишта,
- подршка монетарној политици,
- допринос развоју тржишта обвезница,
- подстицање штедње домаћинства,
- пружање референтне цене за друге државне и корпоративне хартије од вредности.

Управљање јавним дугом знатно је отежано у државама које немају развијено финансијско тржиште, јер су углавном циљеви управљања јавним дугом од виталног значаја за развој тржишта или представљају кључну полугу стабилности монетарне политике (UNITAR, 2002, стр. 9). У таквим околностима у процесу управљања јавним дугом на значају добија централна банка. Осим тога, уколико је приоритет на задовољавању финансијских потреба јавног сектора заснован на минимизирању трошкова, у том случају није немогуће да један од резултата буде претерано повлачење средстава од централне банке које може ефектуирати у стварању инфлаторних тензија.

Са друге стране, државе са развијеним финансијским тржиштем имају далеко шири спектар циљева у односу на државе са неразвијеним тржиштима. Пре свега, сада кључни циљ није обезбеђење неопходних финансијских средстава за несметано функционисање државе и развој тржишта капитала, већ је реч о софистицираним циљевима који се односе на ублажавање трошкова волатилности, диверзификације

тржишта, минимизирања трошкова и ризика у дугом року или управљања структуром доспећа дуга (Delduque, 2000, стр. 26-27).

Дакле, реч је о циљевима који се заснивају на спровођењу софистицираних операција и инструмената. Осим тога, углавном подразумевају постојање јасног раздвајања инструмената, као и функција институција. Једино на такав начин може доћи до раздвајања подручја деловања различитих политика.

## **5.2. Модели управљања јавним дугом**

Дуго времена већина развијених земаља света није се сусрела са проблемом растућег јавног дуга, међутим од осамдесетих година XX века па све до данашњих дана овај проблем је присутан и у најразвијенијим земљама света. Осим тога, током последње две деценије задуженост је добила такве размере у развијеним земљама да је један од најзначајнијих циљева макроекономске политике постао стварање предуслова за редовно сервисирање дугова.

Међутим, успоравање привредне активности и пораст реалних каматних стопа допринели су ескалацији проблема одрживости јавног дуга. Новонастале околности последично су утицале на спровођење ригорозних програма буџетског прилагођавања, који су са више или мање успешности представљали кључни предуслов стварања фискалне равнотеже.

У економској теорији издвајају се три кључна модалитета управљања јавним дугом. Први подразумева сагледавање динамичне неконзистентности фискалне политике (Calvo, Guidotti, 1990, стр. 64), други се заснива на дефинисању оптималног оквира управљања јавним дугом на основу амортизовања промена у пореском оптерећењу услед егзогених расхода државе (Ваго, 2003, стр. 1), док је трећи повезан са дугорочно одрживим односом између задужености и БДП-а (Missale, et al., 2002, стр. 451). Уопштено посматрано, може се рећи да зајечнички именоватељ свих модела представља закључак да „повећање просечне рочности јавног дуга и његова делимична индексација представљају оптималне стратегије за управљање њиме.“ (Mendon, Vivian, 2008, стр. 148)

Једна од студија заснивала се на сагледавању детерминисања рочности јавног дуга у контексту индексације како би се на такав начин извршила анализа ефеката и извршила оптимизација нивоа јавног дуга. Спроведено истраживање указало је на значај

нивоа цена у процесу индексације јавног дуга (Calvo, Guidotti, 1990, стр. 73). Са друге стране, спровођење једне овакве стратегије може да буде финансијски неисплативо јер последично може да допринесе повећању пореског оптерећења. Парцијална индексација и дужа просечна рочност представљају кључне детерминанте оптималне стратегије управљања јавним дугом.

Смањење ризика од кризе кредибилитета као последица адекватног структурирања рочности јавног дуга представљало је предмет истраживања једне од студија која је спроведена како би се размотрило да ли је већи значај структуре рочности дуга у односу на индексацију у процесу смањења опасности од избијања кризе кредибилитета. „Криза кредибилитета представља критичну промену у очекивањима понашања креатора јавних политика која може да убрза промену режима политике или да барем повећа вероватноћу њеног спровођења.“ (Giavazzi, Pagano, 1989, стр. 2)

Кључна претпоставка овог модела је да не постоји савршена информисаност јавности о преференцијама или могућностима креатора економске политике услед чега није познато какав ће бити развој догађаја уколико дође до појаве кризе кредибилитета. Сагласно томе, способност централне банке у домену рефинансирања јавног дуга представља кључну полуку решавања насталих кризних ситуација.

Управо из тог разлога, неопходно је да централна банка унапреди сарадњу са другим централним банкама како би на такав начин успела да обезбеди финансијску подршку ради превазилажења ове кризе (Giavazzi, Pagano, 1989, стр. 17-18). Другим речима, централна банка треба својим деловањем да обезбеди отпорност система на појаву кризе кредибилитета. Повећање просечне рочности јавног дуга са једне стране, доприноси смањењу ризика промене монетарног режима, са друге стране.

Носиоци економске политике емитоваће обвезнице уколико дође до смањења пореског оптерећења. Расходи државе, али и политика опорезивања представљају кључни сегмент исплате ових обвезница. Идентични ануитети јавног дуга треба да буду у случају када су раходи истоветни у свим посматраним периодима, односно индексирани конзоле треба да буду начин исплате (Barro, 2003, стр. 1).

Предност, на овакав начин конципиране структуре јавног дуга, представља могућност да изненадне промене тржишних тенденција хартија од вредности које имају различите рокове доспећа немају значајан утицај на буџетска ограничења. Управљање јавним дугом утемљено на концепту оптималног опорезивања у



привилегован положај поставља индексиране и дугорочне обвезнице. Дакле, реч је о стратегији која може да очува стабилост буџетских ограничења упркос настанку неочекиваних флукуација тржишних цена, односно индексираних обвезница које имају различите рокове доспећа (Маџар, 2019, стр. 143).

Комплексно истраживање рочности државних хартија од вредности које су релевантне на процес фискалне стабилизације спроведено је током периода од 1975. године до 1998. године на нивоу 72 државе ОЕЦД-а. Истраживање је показало да у ситуацији када не постоје конзистентне информације носиоци економске политике настоје да повећају рочност јавног дуга. Може се рећи да је у оваквим условима могуће детерминисати стратегију која је у функцији смањења ризика рефинансирања, односно истовремено доприноси повећању ефикасности фискалних потенцијала

Добијени резултати говоре да у жељи да се минимизира ризик рефинансирања, креатори економске политике не практикују постојање краткорочног, већ дугорочног јавног дуга. Са друге стране, како би се смањили трошкови задуживања у условима када су очекиване каматне стопе ниже од дугорочних, држава врши емитовање краткорочних инструмената јавног дуга (Missale et al., 2002, стр. 443).

Један од модела настао је на територији Бразила. Реч је о управљању јавним дугом чији је кључни циљ стабилизација односа између јавног дуга и БДП-а, с једне стране, док је са друге стране кључно минимизирање могућности за настанак кризе. Стабилан ниво учешћа јавног дуга у БДП-у подразумева да је неопходно да носиоци економске политике процес финансирања заснивају на ниским трошковима, али и приносе који су лимитирани (De Mendonça, Vivian, 2008, стр. 147).

Примена одговарајућих мера и инструмената у процесу управљања јавним дугом подразумева постојање уравнотеженог односа између ризика и очекиваних трошкова сервисирања јавног дуга. Оптимизација оквира за индексирање јавног дуга условљена је трошковима и проценама ризика. Може се рећи да уколико се на овакав начин осигура да неће доћи до осцилација, или су оне готово неприметне, у примарном суфициту, као и у међусобном односу између јавног дуга и БДП-а, у том случају долази до минимизирања ризика (De Mendonça, Vivian, 2008, стр. 147).

## II ДЕО: ЗАДУЖЕНОСТ НАЦИОНАЛНИХ ЕКОНОМИЈА ПОД УТИЦАЈЕМ ЕКОНОМСКИХ КРИЗА

У економској теорији и пракси широко је прихваћено становиште да присуство кризе у националној економији има дуготрајне негативне ефекте на производњу. Поједини аутори тврде да финансијске кризе доводе до губитака производње у распону од 7,5% до 9% БДП-а током периода од 10 година (Сегга, Сахена, 2008, стр. 442), док су поједини становишта да је криза у више развијеним националним економијама повезана са далеко озбиљнијим макроекономским ефектима (Randall et al. 2007, стр. 191).

Дакле, неоспорна је чињеница да су присутни дуготрајни негативни ефекти услед присуства финансијске кризе, међутим далеко је битније који су начини изласка из финансијских криза. У том контексту потребно је указати да стручну јавност, али и носиоце економских политика далеко више брине који је излаз из финансијске кризе, тачније колики су фискални трошкови криза.

Идеја да се финансијске кризе обично повезују са значајним погоршањем државних финансија није нова. Комбинација слабијег економског раста и нижих прихода, повећање државних расхода повезаних са директним трошковима ублажавања утицаја кризе, као и стимулативни програми утицали су на повећање дефицита, али тиме истовремено допринели су увећању постојећег државног дуга.

Осим наведеног, поједини аутори тврде да постоји снажна веза између банкарских криза, накнадног повећања јавног дуга и државних неиспуњења обавеза. Као пример, наводи се да су након Другог светског рата државни дугови нарасли за 86% у односу на нивое пре трогодишње системске банкарске кризе услед пораста трошкова повезаних са спасавањем и докапитализацијом банкарског система (Reinhart, Rogoff, 2009, стр. 468).

Главни покретач повећања јавног дуга представља колапс пореских прихода који последично настаје услед дубоких и продужених контракција производње. Поред тога, растуће каматне стопе на државни дуг, као и програми фискалних стимулација, доприносе порасту дуга након појаве кризе.

Економске кризе представљају велики ризик за одрживост јавних финансија. У савременим финансијским системима, услед деловања кризе долази до погоршања односа јавног дуга према БДП-у у односу на преткризни ниво. У сваком случају, треба

да је сасвим јасно да потенцијални фискални пад услед дејства кризе представља велику потенцијалну обавезу јавног сектора.

У реалном свету, кризе се не дешавају изненада већ настају током дужег временског периода. У том смислу, стиче се утисак да постоје релативно јаки докази за постојање блиске везе између финансијске либерализације, учесталости и озбиљности криза и масовног погоршања државних финансија. Из перспективе носиоца економских политика, реч је о постојању превише јаких везе између поменутих варијабли да би се занемариле, а истовремено би требало да буду узете у обзир у домену регулисања финансијског сектора националне економије.

## **1. Узроци и последице дужничке кризе у земљама у развоју**

Услед трошења изнад својих могућности многобројне државе суочене су са проблемом високог јавног дуга, без обзира на достигнути ниво развијености. Пораст јавног дуга, уз истовремено неадекватну политику државног трошења последично доводи до вишегодишњег кумулирања буџетског дефицита. Управо из тог разлога, пред носиоце економске политике намеће се неопходност изналагања адекватних политика и мера које би последично смањиле јавни дуг. Свакако, мање развијене државе налазе се пред већим изазовима у односу на развијене државе како би привредне перформансе биле непромењене уз истовремено редуковање јавног дуга.

Током седамдесетих година XX века појавили су се први знаци формирања опште дужничке кризе у земљама у развоју. Спољно финансирање представљало је кључну детерминанту унапређење економских перформанси земаља у развоју у том периоду. „Земљи не прети дужничка криза све до оног момента докле успева да позајмљена средства ангажује толико рентабилно да њиховом употребом може да обезбеди акумулацију која ће бити довољна за враћање главнице и изнад тога добит која ће бити бар толика колико износи камата на кредит.“ (Аранђеловић, 2008, стр. 61)

### **1.1. Проблеми задужености земаља у развоју**

Задуживање представља далеко комплекснији проблем код земаља у развоју у односу на развијене државе, јер услед квалитативно бољих привредних перформанси развијене државе имају способност да сервисирају своје обавезе. Осим тога, развијене земље далеко лакше се лакше носе са проблемима који настају као последица повећања

учешћа јавног дуга у БДП-у, у односу на неразвијене земље. Кључни разлог се налази у чињеници да је економска снага земаља у развоју недовољна како би превазишле многобројне проблеме који настају као последица утицаја кризе.

Дуг земаља у развоју, које имају приступ међународним тржиштима капитала, попримио је драматичне димензије. Узроци дужничке кризе међу земљама у развоју имају неке сличности, али и неке значајне разлике. У неким државама, попут оних у источној Азији, дужничка криза своје утемељење нашла је у пребрзој спољној либерализацији финансијског сектора. У другим државама, попут Руске федерације и Бразила, проблеми са дугом углавном су резултат потешкоћа да се повећају државни приходи у довољној мери како би се смањило велики државни буџетски дефицит (Bjerkholt, 2004, стр. 5).

Једина значајна карактеристика новог међународног финансијског контекста налази се у чињеници да се великом брзином дужничка криза прелива из једне земље у другу. Ово је додатно смањило аутономију политике земаља дужника и захтевало драстичне мере прилагођавања, укључујући изненадна повећања каматних стопа и прекорачење депресијације девизног курса.

Осим тога, сервисирање дуга апсорбује буџетска и девизна средства, а у одсуству било каквих користи које произилазе из улагања првобитног зајма, имаће негативан ефекат на способност владе да финансира своје многобројне програме потрошње. Управо из тог разлога, земље у развоју могу да буду у ситуацији да смањени буџетски издаци имају веома негативан друштвени утицај. Стога је од виталног значаја да сервисирање дуга не смањи неопходну потрошњу у релевантним областима које омогућавају несметано функционисање земаља у развоју.

Природа проблема дуга земаља у развоју може варирати од акутних тешкоћа у платном билансу које захтевају хитну акцију, до дугорочних проблема у вези са структурним проблемима, финансијским проблемима и проблемима у буџетским трансферима који захтевају одговарајуће дугорочне мере. Међутим, веома често постоје и случајеви када су присутне обе врсте потешкоћа. Поменуте потешкоће последично могу допринети настанку проблема неликвидности, односно несолвентности.

Проблем неликвидности може настати због гомиле дужничких обавеза у одређеном тренутку које се не могу у потпуности сервисирати јер дужник може имати мањак прихода. Са друге стране, дуг се може отплатити у целости уколико је доступно

спољно финансирање, или ако се изврши реструктурирање тока дужничких обавеза тако да боље одговарају дужниковом току прихода (Cline, 1984, стр. 13).

Међутим, у случају несолвентности, неспособност дужника да у потпуности измири своје дужничке обавезе није последица привременог мањка његових прихода, већ је резултат структурних проблема у процесу дугорочног прикупљања прихода ради сервисирања свог дуга. Проблем несолвентности немогуће је решити једноставним репрограмом дуга, али је могуће захтевати смањење дужничких обавеза како би биле у складу са дугорочним капацитетом дужника да прикупи приходе (United Nations, 2001, стр. 2).

У пракси, веома је тешко разликовати проблем неликвидности од проблема несолвентности. Суштински посматрано, веома је тешко одредити да ли је неспособност за измирење дугова привремена или трајна.

Проблеми задужености земаља у развоју имају неке заједничке карактеристике. Пре свега, брза либерализација финансијских тржишта и капиталног рачуна почетком трећег миленијума омогућило је велико задуживање приватног сектора у иностранству. Такође, повећана је изложеност банкарског сектора краткорочном задуживању у иностранству услед нижих каматних стопа на међународном у односу на домаће финансијско тржиште.

Међутим, слабост банкарског система у земљама у развоју допринела је погрешној алокацији кредита и генерисања хипотекарне кризе у сектору некретнина, с обзиром на присутну брзу стопу раста кредита у финансијском систему. Истовремено, успоравање увоза и ап्रेसијација њихових валута, које су углавном везане за амерички долар, доводи до појаве шпекулативних напада на њихове валуте. Немогућност да се подрже девизни курсеви довела је до флукуације валута у овим земљама, али и масовног обустављања екстерног финансирања (Bjerkholt, 2004, стр. 7).

На такав начин створена је криза ликвидности која је у почетној фази решавана огромним пакетима помоћи које су мобилисали Међународни монетарни фонд (ММФ) и неке земље донатори, како би на такав начин покушали да избегну неплаћање обавеза од земаља дужника. У каснијој фази дошло је и до реструктурирања дугова код страних банака, док је за неке државе овај процес много каснио и проблеми недостатка финансијских средстава нису решени на време како би се избегла појава рецесије (Krugman, 1988, стр. 255).

Упркос прогресивном побољшању услова репрограмирања дуга, адуженост представља вишедеценијски проблем земаља у развоју. Током 1987. године међународна заједница кредитора званично је препознала озбиљност овог проблема, када су одлуком Париског клуба по први пут примењени повољнији услови репрограмирања дуга за државе дужнике са ниским приходима у Африци (тзв. Венецијански услови) (Cheng et al. 2016, стр. 46).

У наредним годинама настављено је релаксирање услова за репрограмирање дугова за поједине земље у развоју. За решавање проблема презадужених земаља у развоју уведени су услови из Торонта 1989. године (смањење дуга за 33%), Лондонски услови 1991. године (смањење дуга за 50%), услови из Напуља 1994. године (смањење дуга за 67%) (Boote, Thugge, 1997, стр. 14).

Након тога, током 1996. године, ММФ и Светска банка покренули су иницијативу да се ниједна сиромашна земља не суочи са теретом дуга којим не може да управља. Од тада, међународна финансијска заједница, укључујући мултилатералне организације и владе, предузимају заједничке напоре да смање терет спољног дуга најзадуженијих земаља у развоју на одржив ниво.

Осим наведеног, потребно је истаћи да је друштвени утицај задужености на земље у развоју огроман, јер је најчешће реч о државама које имају велику популацију и низак ниво прихода по глави становника. Услед присуства задужености углавном долази до погоршања животног стандарда и озбиљних друштвених поремећаја. Осим тога, у земљама у развоју веома често долази и до пораста стопе незапослености услед енормне задужености (United Nations, 2001, стр. 5).

## **1.2. Фактори високе задужености земаља у развоју**

Задуженост сваке земље, па и земаља у развоју има своје специфичности. Због тога је немогуће набројати све факторе који доприносе настанку задужености. Изворни разлози за задуживање несумњиво су везани за недостатке сопственог капитала и априрације везане за развој, потрошњу и експанзију. Разлози задуживања зависе углавном од степена развијености једне земље, тако да се разликују разлози задуживања развијених земаља у односу на земље у развоју.

Глобално посматрано, турбуленције које су задесиле привредне активности почевши осамдесетих година XX века, оствариле су мултиплицирани негативан утицај

на међународне финансијске односе. Новонастале околности последично су допринеле повећању спољне задужености земаља у развоју. Управо из тог разлога, као неопходност се намеће указивање на најзначајније факторе који су последично допринели настанку међународне дужничке кризе, али и до краха глобалног финансијског система.

Упркос бројним разликама, могу се издвојити неки уобичајени узроци задуживања који су типични за земље у развоју: (König, 1989, стр. 1)

- промене међународне каматне стопе,
- пораст цена нафте током седамдесетих година XX века, и
- успоравање прилива иностраног капитала.

### **1.2.1. Промене међународне каматне стопе**

Крај друге половине XX века остаће упамћен по многоструким променама међународног економског окружења које су по свом смеру и интензитету деловања оствариле невероватан негативан утицај на глобалне економске и финансијске односе. Као кључне детерминанте поменутих промена могу се навести два нафтна шока, глобална рецесија, протекционизам у спољној трговини, фантастичан пораст каматних стопа, као и драматично повећање курса долара. Почетком осамдестих година економска криза попримила је глобални карактер и није постојао наговештај њеног превазилажења у блиској будућности.

Поменути период биће упамћен као период у коме је рецесија била далеко израженија у земљама у развоју у односу на високоразвијене земље. Многобројни фактори допринели су настанку међународне дужничке кризе, и такорећи слома финансијског система на глобалном нивоу. Један од значајних фактора свакако се налази у домену промене међународне каматне стопе.

У прилог тога говоре и подаци да је почетком поменутог периода укупна производња драматично смањења, нарочито у земљама у развоју. Извештаји из тог периода указују на кључне факторе који су били узрочници ових тенденција: (World Bank, 1984, стр. 1-3)

- забрињавајуће смањење домаће тражње, дестабилизација платног биланса, проблеми у измирењу обавеза по основу спољног дуга, што је у наредном

периоду изоштрено услед дејства високих каматних стопа, као и све већом незвесношћу новог задуживања на међународном финансијском тржишту,

- опадање тражње за нафтом, и последично смањење девизних прихода по том основу извозница земаља у развоју, и
- додатно погоршање већ и онако лошег стања пољопривредног сектора у афричким земљама.

Синергијско деловање наведених детерминанти допринело је настанку дугорочних последица, а једна се свакако налази у домену повећања спољне задужености, пре свега земаља у развоју. Такође, потребно је указати да ће седамдесете године XX века бити упамћене као период чије је кључно обележје фантастично повећање задужености. Међутим, током наредне деценије дошло је до ескалације проблема враћања дуга. Имајући у виду хроничан недостатак сопствене акумулације, земље у развоју су се углавном задуживале на међународном тржишту како би финансирале привредни развој.

Када је реч о задуживању земаља у развоју, углавном је реч о каматној стопи која се кретала у распону од 8 до 10%, док је са друге стране каматна стопа износила 4-5% на званичне зајмове. Осим тога, крајем осамдесетих година, просечна каматна стопа на кредите узете код комерцијалних банака износила је око 6% (World Bank, 1979, стр. 3-4).

Током истог периода био је приметно номинално повећање каматних стопа. Тачније, након 1979. године могуће је уочити континуирано повећање каматних стопа упркос присутном смањењу реалних инвестиција, али и реалативне стагнације почевши током 1983. године (World Bank, 1983, стр. 139). Управо из тог разлога, као логичним се намеће закључак да пораст реалних инвестиција и присуство високог притиска тражње нису последично допринели повећању каматних стопа. Такође, у том контексту потребно је истаћи да промене у каматним стопама нису у складу са променама које су се дешавале у реалној економији.

Неоспорно је Америка и долар представљају кључне детерминанте међународних токова капитала, па је управо из тог разлога потребно осврнути се на кретање каматних стопа на овом тржишту, како би се указало на флукуације каматних стопа у глобалним оквирима. Почетком осамдесетих година америчка привреда суочила се са порастом



инфлације, која је на крају 1979. године износила 7,3% (International Monetary Fund, 1979, стр. 9), на на крају 1980. године 8,9% (International Monetary Fund, 1980, стр. 9).

Услед присуства растуће инфлације, носиоци економске политике применили су рестриктивну монетарну политику како би оборили растућу агрегатну тражњу. Међутим, услед знатног повећања издвајања за наоружање, дошло је до значајног увећања буџетског дефицита.

Поприлично велики амерички буџетски дефицит последично је утицао на даљи пораст каматних стопа, али и неминовно на промене курса долара које су утицале на смањење конкурентске позиције САД на светском тржишту. Дакле, на крају 1983. године, амерички буџетски дефицит износио је 195,4 милијарди долара, односно око 5,7% бруто домаћег производа (БДП). Међутим, стварни федерални дефицит САД износио је преко 447 милијарди долара услед присутног дефицита код многих јавних институција и невладиних организација (Hall, Sargent, 2015, стр. 42). По правилу, америчка влада се задуживала на домаћем и међународном тржишту капитала како би финансирала буџетски дефицит, што је последично утицало на повећање укупног федералног дуга.

Кључно обележје водеће светске економије почетком осамдесетих година јесу присутни проблеми у финансирању постојећег буџетског дефицита. Такође, потребно је указати на чињеницу да постоје три кључна извора финансирања америчког буџетског дефицита, и то: (Feldstein, 1993, стр. 8)

- штедња грађана,
- опорезивање профита, и
- позајмице на тржишту капитала.

Дакле, када је реч о штедњи грађана, релеватни статистички подаци нас упућују на закључак да је у овом периоду бележила континуирано смањење. Односно, на крају 1980. године износила је 4,1% БПД-а, док је на крају 1983. године износила 3,3% БДП-а. Истовремено, у истом периоду дошло је до значајног увећања укупног федералног дуга, и то са 1,7% БДП-а на 5,7% БДП-а (Summers, Carroll, 1987, стр. 611).

У том периоду, америчка влада је настојала да дејство рестриктивне монетарне политике компензује применом релаксиране пореске политике, како би се на такав начин стимулисале производне инвестиције (Stewart, 1991, стр. 148). Међутим, услед смањеног

опорезивања профита дошло је до драстичног смањења буџетских прихода, што је последично утицало на повећање буџетског дефицита.

Управо у том контексту, потребно је указати и на позајмице на тржишту капитала, као потенцијалну могућност за покривање буџетског дефицита. Дакле, једина могућност да се обезбеде недостајућа средства подразумевала је да америчка централна банка повећа есконтну стопу како би на такав начин комерцијалне банке биле у могућности да повећају каматне стопе на доларске депозите (Bosworth, Flaaten, 2009, стр. 6). На такав начин повећала се атрактивност америчких комерцијалних банака за привлачење иностраног капитала.

Како се може увидети недостатак буџетских прихода за финансирање буџета америчка влада надоместила је да на један веома једноставан начин. Међутим, повећање каматних стопа последично је извршило глобални негативан утицај на долар, услед чега је резултат био повећање курса долара у односу на друге валуте.

На основу свега изнетог, као логичним се намеће закључак да је у циљу финансирања буџетског дефицита, америчка монетарна политика изазвала потрес на међународном тржишту капитала. Наиме, имплементирана монетарна политика као резултат имала је недовољну понуду, односно недостатак долара, што је последично утицало на поскупљење кредита индексираних у доларима услед повећања каматних стопа. Истовремено, на међународном тржишту тражња за доларом се није смањивала.

### **1.2.2. Пораст цена нафте током седамдесетих година XX века**

Развој човечанства у значајној мери одређен је нафтом, као енергентом од виталног развојног значаја, који представља јединствен фактор производње, док је истовремено присутан у свим порам друштвено-економског система. Током седамдесетих година XX века, по први пут у историји дошло је до колебања цена нафте које су оставиле далекосежне последице на све сегменте функционисања привреде, стварајући нове односе у модерном друштву.

Дакле, поменути период биће упамћен по појави тзв. нафтних шокова, односно реч је о изненадним и жестоким променама цене нафте услед дејства структурних потреса на међународном тржишту нафте. Светску економију задесила су два нафтна шока, 1973. и 1979. године, који су својим синергијским деловањем допринели да земље у развоју драстично повећају своју спољну задуженост.

У том контексту потребно је истаћи да су многе државе биле суочене са проблемом задужености и пре него што је дошло до поремећаја цене нафте. Такође, поједине државе биле су већ у значајној мери оптерећене са проблемом сервисирања претходно узетих кредита. Са друге стране, међународне финансијске институције, попут ММФ-а и Светске банке, нису могле самостално да решавају већ нагомилане проблеме у домену јавног дуга (Midland Bank, 1984, стр. 18).

Наиме, након првог нафтног шока међународни монетарни систем се уклопио у нову нормалност у складу насталих промена. У првом моменту настанка нафтног шока, високо развијене земље, које су истовремено и велики зависници од нафте, запале су у рецесију. Међутим, уз помоћ државног интервенционизма и спроведених мера монетарне и фискалне политике, оствариле су и пораст производње.

На територији најзначајније светске привреде, Сједињеним америчким државама (САД), у другој половини 1975. године остварен је динамичнији раст производње у односу на остале високо развијене земље. Такође, носиоци економске политике високо развијених земаља на које је нафтни шок имао израженији утицај, морали су да своје друштвено-економске, али и развојне политике прилагоде новонасталој ситуацији.

У прилог свега наведеног, говоре и статистички подаци о размерама задужености земаља у развоју на крају седамдесетих година. Тако рецимо, дуговања у износу од преко 400 милијарди долара биле су по основу задужења чији су уговорени рокови били дужи од једне године, а од тога нешто преко 125 милијарди односило се на банкарски дуг (Midland Bank, 1984, стр. 20).

Након свега неколико година, као и успостављене какве-такве стабилизације привредних токова, свет је задесио други нафтни шок са сличним глобалним утицајем. Међународни монетарни, фискални и банкарски систем имао је приближно исти одговор као и код претходног нафтног шока. Међутим, други нафтни шок потребно је сагледати кроз призму новонасталих околности које су подразумевале (International Monetary Fund, 2000, стр. 6):

1. други нафтни шок допринео је настанку значајнијих промена у међународним економским односима у односу на први нафтни шок,
2. након другог нафтног шока ММФ није креирао неке посебне иницијативе нити својеврсне олакшице, што је додатно изоштрило проблем недостатка финансијских средстава у многим државама, али истовремено поништило

реализацију свих постојећих захтева за додатним средствима ван редовних оквира кредитирања,

3. почетком осамдесетих година, услед присутне депресије у глобалној економији, цена нафте на светском тржишту драстично је смањена као последица смањена тражње,
4. у таквим околностима, током 1982. године криза се прелила и на државе извознице нафте, што је знатној мери нарушило економске перформансе ових земаља.

Наведени фактори представљају кључне детерминате глобалне кулминације проблема јавног дуга. Међутим, постоје је и истраживања која указују на постојање још неколико фактора од есенцијалног значаја за продубљавање овог проблема (OECD, 1983, стр. 12):

- значајне промене и модификације светског економског окружења у периоду 1979.-1983. године;
- поједине земље у развоју, односно извознице нафте, а пре свега чланице ОПЕС-а, представљале су темељну вредност кредитних линија банкарског система, док су са друге стране значајан део тражње представљале земље у развоју увознице нафте у периоду током трајања и непосредно након завршетка другог нафтног шока;
- већина земаља у развоју, изнад свега значајније државе зајмопримци, нису имале адекватне развојне привредне стратегије, док је додатно ограничење представљала неадекватна и истовремено хаотична финансијска политика.

Процес рециклаже нафтних вишкова земаља извозница нафте, које су истовремено и земље у развоју, представљао је извор банкарских зајмова који су представљали кључну детерминанту финансирања јавног дуга. Међутим, услед поремећаја на међународном финансијском тржишту, као последица другог нафтног шока, овакав начин финансирања запао је у проблем.

Осим тога, присутно је и становиште према коме кључни узрок настанка проблема задужености земаља у развоју увозница нафте представља погрешна употреба позајмљених средстава. Дакле, суштина проблема налази се у чињеници да финансијска средства по основу задуживања нису била у функцији продуктивног инвестирања.

Последично, земље у развоју суочиле су се са проблемом недостатка производних капацитета, што их довело у позицију да нису у могућности да произведу производе које би могле да понуде на светском тржишту. Тачније, земље у развоју нису имале производе чијом би продајом могле да осигурају прилив финансијских средстава неопходних за отплату кредита (Bird, 1980, стр. 275).

Нема сумње да је наведено размишљање тачно, али дефинитивно не представља једини узрок настанка проблема задужености земаља у развоју. Симултано дејство глобалне економске рецесије и другог нафтног шока узроковало је драстично успорење прилива извозних прихода. Осим тога, током осамдесетих година реални пад цена извозних примарних производа допринео је дугорочном смањењу извозних прихода. У таквим околностима дошло је до погоршања односа замене који су допринели продубљивању јаза између прихода од продаје примарних производа и потреба за увозом капиталне опреме, али и појединих финалних производа за потрошњу.

### **1.2.3. Успоравање прилива иностраног капитала**

Економска теорија одавно је указала да постоји директна зависност између међународног кретања капитала, с једне стране, и степена развијености тржишта, тенденција у међународним односима, присуству светских криза, односно свега што може на глобалном нивоу утицати на кретање капитала, са друге стране. Управо у том контексту од суштинског значаја је да презадужене државе повећају ефикасност употребе позајмљених финансијских средстава. Осим тога, у циљу смањења задуживања у иностранству, од значаја је изналажење нових извора прикупљања неопходних средстава, попут мобилисања домаће штедње и привлачења страних директних инвестиција.

Како је већ указано, крајем осамдесетих година развијене земље отпочеле су са имплементацијом рестриктивне монетарне политике усмерену на смањење инфлације, што је последично довело до високих номиналних и реалних каматних стопа. Тако рецимо, реалне стопе у САД достигле су 3,9% у периоду 1980-1982. године, а већ у периоду 1983-1987. године достигле су 6,7% (United Nations, 1988, стр. 132). За земље у развоју то је значило веће трошкове задуживања, смањену тражњу за њиховим извозом, али и ограничени раст иностраног задуживања.

Делимично као резултат тенденција у светској економији, укључујући нижи раст, више каматне стопе, опадајуће услове трговине за извознике робе и протекционизам, многе земље у развоју нашле су се у тешкоћама са платним билансом почетком осамдестих година. Ови спољни проблеми су погоршани лоше осмишљеном домаћом политиком која је довела до великих фискалних дефицита, високих стопа инфлације и превеликог ослањања на задуживање од међународних банака у покушају да се одржи раст након нафтних шокова. Ово је допринело високом нивоу дуга акумулираног у јавном сектору и поставило сцену за кризу државног дуга.

Дакле, крајем осамдестих година XX века један део земаља у развоју остварио је пораст у домену трговинског сектора, који им је омогућио да релаксирају изражен проблем задужености. Ово се пре свега односи на државе извознице индустријских производа, док многе друге презадужене земље у развоју нису биле у могућности да остваре неопходан ниво привредног раста током деведесетих година. Такође, дошло је до ескалације проблема враћања дугова, док је истовремено дошло до повећања инфлације.

Док су се околности разликовале од региона до региона и од земље до земље, генерално, велики дефицити текућег рачуна су онемогућили наставак сервисирања дуга. Сматра се да је криза државног дуга у земљи у развоју почела најавом Мексика у августу 1982. године да неће моћи да настави сервисирање дуга према плану, осим ако не добије помоћ кроз нове кредите или репрограмирање (United Nations, 2017, стр. 59). Та објава означила је почетак деценијског процеса који је укључивао већину земаља Латинске Америке, многе афричке земље и неке земље Азије.

У периоду преласка из седамдесетих у осамдесете године задужене земље, нарочито земље у развоју биле су спречене да позајмљују нова финансијска средства из иностранства која су углавном коришћена за финансирање буџетских дефицита и личну потрошњу. Осим тога, (високо) задужене земље морале су напрасно да отплате своје дугове (Jeffrey, 1989, стр. 84).

Дакле, може се рећи да су многе земље у развоју продубиле свој проблем задужености, док је додатно оптерећење представљало погоршање односа између висине отплате дугова и извоза. Управо из тог разлога, задуживање у иностранству представљало је кључну детерминанту остваривања привредног раста у овим државама. Осим тога, успостављање добрих односа са међународним финансијским институцијама

представљало је фактор од виталног значаја за смањење, односно репрограм постојећег дуга, који ће омогућити прилив неопходних финансијских средстава под концесионим условима.

„Токови капитала према земљама у развоју нису били одрживи на дужи рок из разлога валутне неусклађености и краткорочне структуре зајмова. Након избијања дужничке кризе 1982. године, па до краја деценије, инвеститори из развијених земаља избегавали су земље у развоју са великим спољним дугом. Међународни токови капитала су забележили велики пад. Са великим отписом дугова земаља у развоју, које су спровеле банке из развијених земаља, аверзија према ризику значајно је обесхрабрила нове инвестиције у овим земљама.“ (Ковачевић, 2016, стр. 513)

Када је реч о међународним токовима капитала, приметно је значајно увећање након 1980. године. Као кључне детерминанте овог увећања могу се навести слобода кретања робе, услуга, капитала, као и мобилизација радне снаге у глобалним оквирима. У складу са оваквим тенденцијама, дошло је до унапређења узрочно-последичних веза између држава, али и тренда раста у сегменту финансијских интеграција. Може се рећи да је реч о импресивном расту у прилог чека говоре и подаци да су „укупни годишњи токови капитала порасли са нешто мање од 500 милијарди долара 1980. године на преко 6.000 милијарди долара у 2005. години.“ (Ковачевић, 2016, стр. 514)

Дужничка криза је окончана, у практичном смислу, почетком деведесетих година, када је договорено ослобађање од дуга и када су се међународни инвеститори вратили у регион (Осамро, 2014, стр. 90). Сматра се да је, као резултат спорог и слабог међународног одговора, криза државног дуга из осамдесетих година била најтрауматичнији догађај у економској историји Латинске Америке, будући да је била одговорна за изгубљену деценију развоја региона. У подсахарској Африци, време опоравка је било још дуже.

Током задње деценије XX века, нето токови финансијских средстава у земље у развоју су се повећавали. Тако рецимо, на крају 1995. године достигли су износ од 231,3 милијарди долара, да би након тога били више него преполовљени, иако је била присутна блага ревитализација током 1999. године. На почетку трећег миленијума, нето токови финансијских средстава у земљама у развоју достигли су износ од 200 милијарди долара, и то закључно са 2002. годином. Након тога, дошло је до значајног пораста, тако да су на крају 2004. године нето токови финансијских средстава достигли износ од 325

милијарди долара у земљама у развоју. Међутим, иако је приметно повећање прилива нето токова капитала у земље у развоју, на крају 2004. године исти су представљали свега 4,5% БДП-а, у односу на ниво од 6% БДП-а који је остварен средином деведесетих година (World Bank, 1996, стр. 35-36).

Почетком трећег миленијума, па све до појаве светске финансијске и економске кризе, приметан је годишњи пораст бруто међународних токова капитала, који су се увећали са 5% током 2002. године на 17% светског БДП-а на крају 2007. године. У истом периоду је расла финансијска повезаност између земаља које ће омогућити брзо међународно преношење иницијалног шока. Глобалне неравнотеже текућих рачуна су у истом периоду порасле са 3% на 6% БДП-а (Hoggarth et al. 2010, стр. 6).

### **1.3. Утицај светске финансијске и економске кризе на одрживост дуга у земљама у развоју**

Током 2007. године на територији САД-а започела је финансијска криза, која се веома брзо прелила и на остали део света, и изазвала глобалну рецесију и економску кризу. Присутно је становише да је из темеља пољуљала функционисање тржишне привреде, па је чак довела у питање супериорну ефикасност слободног тржишта. Многобројни изазови и ограничења кризе утицали су да владе већине земаља имају сличне реакције, односно одговоре на присуство кризе, и углавном су подразумевали незамисливо огромне пакете финансијске помоћи који до тада нису били виђени.

Дакле, глобална финансијска и економска криза отпочела је сломом тржишта хипотекарних кредита у САД-у, али се већ 2008. године проширила на читав свет. Због свог интензитета и деловања, сматра се да је реч о највећој глобалној кризи након Велике деприсије са почетка XX века. Својим негативим деловањем допринела банкротству многобројних финансијских институција и предузећа, док је била потребна скоро једна деценија како би се опоравила светска привреда од губитака који се процењују у милијардама долара и милионима радних места.

Дејство кризе на одређену националну економију у значајној мери је зависило од достигнутог нивоа привредне развијености. Када је реч о развијеним земљама, последице кризе огледају се у нарушавању стабилности банкарског сектора и услед тога пада ликвидности, што је допринело смањењу потрошње и инвестиција, а последично је дошло до смањења раста БДП-а и повећања незапослености. Дејство кризе на земље у



развоју подразумевало је смањење прилива страних директних инвестиција, затим смањење извоза услед пада тражње на међународном тржишту, али и урушавања банкарског сектора. Најсиромашније земље остале су без донација и кредитних линија из развијених земаља, затим дошло је до пада извоза али и умањења страних директних инвестиција.

За земље у развоју, које су се у последњих неколико деценија све више интегрисале у глобалну трговину и финансије, криза нису само проблеми у домену кредита, већ и пада тражње на тржиштима развијених земаља. Глобална финансијска криза није у почетку утицала на привреде земаља у развоју, јер није ни настала у њиховим финансијским системима. Постојала су и очекивања да криза неће направити проблеме у реалној економији земаља у развоју, па чак и да ће раст у земљама у развоју допринети да се подстакне светска економија, као што се то десило током рецесије са почетка прошлог века.

Међутим, када је дошло до смањења тражње у развијеним земљама, истовремено су се смањили обим и цене извоза из земаља у развоју. Веома озбиљно смањење производње и запослености у извозним индустријама земаља у развоју, проширило се и на друге индустрије у овим земљама, узрокујући пад производње и запослености у целокупној привреди.

Обим ефеката глобалне финансијске и економске кризе на земље у развоју зависи од значаја извоза и прилива капитала у њихове привреде. Тако рецимо, извоз из Кине и Јужне Кореје је опао иако је присутан позитиван тренд раста БДП-а у Кини, док је у Јужној Кореји ошто негативан. Русија је била озбиљно погођена кризом, при чему је индустријска производња пала за више од 10% у последњем кварталу 2008. године, док је забележен пад БДП-а од 27% на годишњем нивоу у првом кварталу 2009. године. Такође, финансијске резерве Русије драстично су смањене (Verick, Islam, 2010, стр. 48).

Земље у развоју које зависе од извоза примарних производа, осим нафте, такође су тешко погођене кризом услед наглог пада цена извозних производа. Пад цена услед израженог деловања кризе подсећао је на повратак на услове у којима су земље функционисале током осамдесетих и деведесетих година прошлог века. Потребно је истаћи да су чак и земље у развоју извознице нафте запале у проблем наглог пада пореских прихода, од којих ове привреде у великој мери зависе.

Дакле, када је на јесен 2008. године криза показала своје перформансе у пуном капацитету, брзо је постало јасно да ће остварити значајан утицај на земље у развоју. Према проценама Светске банке, земље у развоју су се суочиле са недостатком финансијских средстава у висини од 270-700 милијарди долара, у зависности од озбиљности деловања економске и финансијске кризе, као и снаге и тајминга одговора економске политике на изражене финансијске проблеме (World Bank, 2009, стр. 1). Истовремено, земље у развоју суочиле су се са изазовом како обезбедити финансијска средства за све неопходне потребе, односно издатке.

Негативне тенденције глобалне финансијске кризе утицали су на смањење токова задуживања, тако да се за свега годину дана финансирање из иностранства смањило за 35%, односно са 210 милијарди долара у 2008. години на 136 милијарди долара у 2009. години. Између осталог, средњерочно и дугорочно финансирање од стране званичних поверилаца чинило је 56% токова везаних за дуг, у поређењу са свега 13% у 2008. години (World Bank, 2011, стр. 3).

Осим тога, по први пут након 2002. године задуживање из званичних извора надмашило је приливе од приватних поверилаца. Када је реч о новом задуживању, доминантно је постало задуживање од стране мултилатералних кредитора, укључујући Међународни монетарни фонд. У наредној табели биће приказани кључни индикатори спољног дуга земаља у развоју у периоду 2000-2012. године.

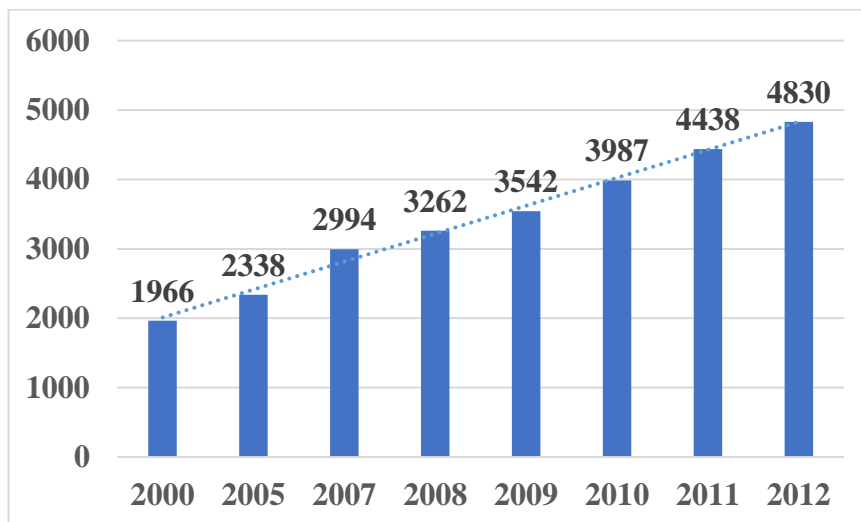
**Табела 2.** Укупан спољни дуг земаља у развоју у периоду 2000-2012. године, млрд. УСД

	2000	2005	2007	2008	2009	2010	2011	2012
<b>укупни спољни дуг</b>	<b>1.966</b>	<b>2.338</b>	<b>2.994</b>	<b>3.262</b>	<b>3.542</b>	<b>3.987</b>	<b>4.438</b>	<b>4.830</b>
коришћење кредита ММФ-а	61	63	33	49	150	159	159	146
краткорочни спољни дуг	269	481	700	703	749	1.000	1.172	1.278
дугорочни спољни дуг	1.635	1.794	2.260	2.511	2.643	2.828	3.106	3.406

*Извор: World Bank, 2014, p. 35*

На основу приказаних података јасно се може увидети да се спољни дуг земаља у развоју значајно увећао у посматраном периоду. Такође, јасно се може уочити да је дугорочни спољни дуг доминантан у укупном спољном дугу јер представља и преко 80%

укупног спољног дуга, у зависности од посматране године. Ради ефектнијег уочавања тренда укупног спољног дуга, исти ће бити приказан и графички.



**График 3.** Укупан спољни дуг земаља у развоју у периоду 2000-2012. године, млрд. УСД

*Извор: Самостални графички приказ на основу података из Табеле 2.*

На основу приказаног графика јасно се може уочити тренд повећања спољног дуга земаља у развоју у периоду од 2000. године до 2012. године. Наиме, крајем 2000. године спољни дуг је износио 1.966 милијарди долара, на крају 2009. године износио је 3.542 милијарди долара, да би на крају 2012. године износио 4.830 милијарди долара. Један од кључних разлога повећања спољног дуга након 2007. године свакако се налази у домену настојања да се отклоне последице деловања кризе.

У контексту изнетог потребно је указати да све већа интеграција светских финансија такође значи да криза има озбиљне негативне ефекте, директне или индиректне, на улагања у земље у развоју. Не само да долази до смањења страних директних инвестиција (СДИ), већ међународне финансијске институције повлаче своја улагања на берзама у земљама у развоју, што резултира наглим падом цена акција, али и појавама великих девалвација националних валута земаља у развоју. Пад цена акција представља додатни негативни утицај на висину инвестиција у земљама у развоју. Са друге стране, ефекат девалвација валута зависи од удела увезених инпута у производњу, или се може уочити у смањењу вредности потрошачке корпе становништва.

Примењене политике у развијеним земљама, због њихове повезаности са земљама у развоју, утичу на исход у земљама у развоју, и управо из тог разлога у складу са политикама развијених земаља, земље у развоју требало би да профилишу своје

развојне политике. У циљу опоравка од светске финансијске и економске кризе, земље у развоју конципирале су планове који су утемељени на краткорочним и дугорочним мерама монетарне и финансијске политике. Носиоци економске политике, али и извршне власти указали су на неоспоран значај мера фискалне политике које је могуће применити, како би се на такав начин створили неопходни услови за опоравак од кризе.

Спровођење планова опоравка, односно предвиђених пакета мера подразумева постојање могућности за њихово финансирање које се углавном заснива на буџетском финансирању (Gurría, 2008, стр. 24). Економска теорија указала је на три кључна начина обезбеђења потребних средстава, и то на основу повећања јавног дуга, затим емитовањем државних хартија од вредности, као и задуживањем на међународном тржишту капитала.

Све већа интеграција светских финансија такође значи да криза има озбиљне ефекте, директно или индиректно, на улагања у земље у развоју. Не само да је дошло до опадања страних директних инвестиција (СДИ), већ је дошло и до повлачења инвестиција са берзи земаља у развоју од стране међународних финансијских институција. На такав начин дошло је до оштрог пада, често и за више од 50% цена акција, али и до значајних девалвација валута земаља у развоју, неретко и за више од 25% (Green et al. 2010, стр. 6). Пад цена акција додатно штети инвеститцијама у земљама у развоју, док са друге стране ефекат девалвације валуте зависи од учешћа увезених инпута у производњи, али свакако доприноси смањењу вредности потрошачке корпе становништва.

Примењене антикризне политике у развијеним земљама, због њихове повезаности са земљама у развоју, утицаће на исход у земљама у развоју. Управо из тог разлога као неопходност намеће се да је неопходно сагледати политике развијених земаља како би се на такав начин спознао избор спроведених антикризних политика земаља у развоју.

Као краткорочни одговор на финансијску кризу, владе у свим развијеним земљама, али и у многим земљама у развоју, предузеле су мере у како би ојачале своје финансијске системе. Како би се супроставили паду економске активности спровођена је експанзивна монетарна политика која је довела до наглог пада каматних стопа централних банака. Такође, спровођена је и експанзивна фискална политика која је довела до пораста буџетских дефицита.

Сам по себи, такав одговор на економски пад није необичан, јер централне банке обично покушавају да се супроставе опадајућој тражњи за кредитима смањењем каматних стопа. Међутим, у кризним ситуацијама понуда кредита престаје због кретања на страни обавеза у билансама банака. У прошлости то се углавном дешавало када је долазило до повлачења депозита великих размера па је скоро елиминисана могућност за осигурање депозита.

Финансијске кризе новијег датума, које су се догодиле у земљама у развоју и узроковане су повлачењем међународном капитала, решаване су на основу кредитних линија ММФ-а. Међутим, током финансијске и економске кризе, проблем је настао јер финансијске институције нису биле у могућности да се задужеју на међународним тржиштима капитала како би финансирале своје позајмице.

Одговор на финансијску и економску кризу земаља у развоју био је у складу са фискалним и платнобиланским перформансама сваке државе понаособ. Државе попут Кине, са великим девизним резервама и малим фискалним дефицитом, биле су у могућности да примене ефикасну експанзивну фискалну политику (Dullien et al. 2010, стр. 138). Са друге стране, Индија као држава са великим резервама, али истовремено великим фискалним дефицитом, више се ослањала на монетарну политику, нарочито у домену омогућавања већег и лакшег кредитирања произвођача (Dullien et al. 2010, стр. 139).

Русија и други извозници нафте, који у великој мери зависе од прихода од нафте који су значајно опали, доживели су погоршање фискалне позиције њихових влада, што је ограничило њихову способност да предузму експанзивну фискалну политику (Dullien et al. 2010, стр. 302). Међутим, остале државе, нарочито у Африци, којима су недостајала финансијска средства или чија је ситуација са платним билансом прилично несигурна, углавном нису биле у могућности да примене експанзивну фискалну политику из сопствених извора, али су се за помоћ обраћале како Светској банци, тако и ММФ-у (Dullien et al. 2010, стр. 218).

Ова криза је открила озбиљне недостатке у постојећем систему надзора и регулисања међународног финансијског система, и било је сасвим јасно да ће бити потребно извршити неке значајне промене. Међутим, постоје дубљи узроци за тренутне проблеме који произилазе из природе међународног новца и прилагођавања.

Током седамдесетих година, кредитно способне земље у развоју су се задуживале од међународних банака, али је решавање настале дужничке кризе осамдесетих година зауставило раст у многим од њих. Као одговор, многе земље у развоју постале су невољне да се задужују од ММФ-а и позајмљивале су само ограничене износе на међународним тржиштима капитала. На такав начин, оне су изградиле своје резерве, деноминирани у америчким доларима, често пратећи конзервативну монетарну и фискалну политику која је одржавала ниске стопе економског раста.

Међутим, раст огромних дефицита у САД-у, али и пад релативне вредности америчког долара, као и могућа појава евра или можда других валута као потенцијалних валута које могу имати улогу међународне резервне валуте, могли да буду додатни узроци нестабилност у међународном финансијском систему. То би се могло избећи договором о новим правилима о томе која валута може да поприми улогу светског новца.

Пошто је потражња развијених земаља остала ниска неко време, а фискалне потребе њихових влада су апсорбовале значајан део светске штедње, земље у развоју су морале саме да предузму неке мере како би подстакле економски раст, укључујући убрзање раста међусобних трговинских и финансијских веза. Осим тога, поједине земље у развоју имале су висок ниво штедње се могао искористити за улагања у оне са оскудном штедњом, док је трговина унутар земаља у развоју могла бити побољшана смањењем царина и подстицањем преференцијалних трговинских споразума међу њима.

## **2. Утицај светске финансијске и економске кризе на развијене земље**

Недавна глобална финансијска криза изазвала је најоштрији пад глобалне економске активности у модерној ери. Последице за глобалну трговину биле су веома драматичне. Велике развијене економије, током 2008. године нашле су се у рецесији, а како је већ указано међу земљама у развоју, оне са глобално интегрисаним финансијским секторима убрзо су искусиле накнадне потресе из глобалних финансијских центара.

Присутно је становиште да глобална финансијска криза, настала током 2007-2008. године, вероватно представља најтежу финансијску кризу након Велике депресије, која је погодила све земље без обзира на достигнути ниво развијености. Ефекат кризе био је оличен у општем паду светске економије, па су се тако рецимо стопе раста БДП-а у САД и ЕУ кретале су око негативних 2-3%.

Након глобалног финансијског слома крајем 2008. године, 91 економија која представља две трећине глобалног БДП-а, у смислу паритета куповне моћи, доживела је пад производње у 2009. години. Поређења ради, током глобалне рецесије из 1982. године, у 48 економија које су чиниле 46% светског БДП-а, регистрован је пад производње у поређењу са претходном годином (Chen et al. 2019, стр. 6).

Услед негативних тенденција изазваних кризом, дошло је до драстичног смањења поверења између финансијских институција. У таквим околностима, последично је дошло, с једне стране, до значајног смањења берзаниских индекса, док је са друге стране дошло до ненаданог повећања међубанкарских каматних стопа. Како би се ублажили негативни утицаји кризе на привреду, Америчка управа федералних резерви (ФЕД) покушала је да ублажи негативне токове на финансијском тржишту путем активирања додатних финансијских средстава на финансијском тржишту.

Међутим, дошло је до ескалације кризе ликвидности, која је током 2008. године проузроковала урушавање многобројних финансијских институција. На такав начин створена је озбиљана претња за функционисање америчке привреде. Новонастале околности утицале су на носиоце економске политике да хитном интервенцијом купе хартије од вредности са хипотекарним покрићем, али и да пруже гаранције банкама на отвореном тржишту. Осим тога, брокерске куће, инвестиционе банке и осигуравајуће компаније запале су у проблем неликвидности.

У веома кратком временском периоду криза ликвидности добила је глобални карактер. Потрес на банкарском тржишту САД изазвао је ланчану реакцију на европском банкарском тржишту. На основу података из наредне табеле, јасно се може уочити да су многе банке широм развијеног света оствариле веома озбиљне износе губитака услед дејства финансијске и економске кризе.

*Табела 3. Губици банака у периоду 2005-2008. године, млрд. УСД*

Држава	2005	2006	2007	2008
САД	-26,7	190,5	-338,8	423,7
В. Британија	-17,7	127,9	-101,5	-307,1
Белгија	20,0	54,0	5,5	-204,3
Италија	46,9	61,6	73,3	-175,9
Француска	13,2	109,0	-31,4	-157,0
Швајцарска	22,0	55,7	-44,5	-107,5
Канада	37,2	31,1	12,2	-105,5
Јапан	204,4	-49,2	-112,3	-104,4
Немачка	14,8	34,1	-3,7	-83,8
Шведска	0,7	26,7	-4,3	-58,0
Холандија	0,1	0,5	0,5	-0,7
ЕМУ	116,0	421,1	79,2	-938,0
Укупно	518,0	1.220,7	-106,4	-3.068,0

*Извор: Wehinger, 2010, p. 4.*

На основу приказаних података јасно се може уочити да су америчке банке највише погођене кризом, јер су током 2007. године оствариле губитак од преко 338 милијарди долара. Наредне године, криза се прелила и на остале развијене земље света, па су, тако рецимо, банке Велике Британије оствариле губитак од преко 300 милијарди долара, док су банке земаља Европске монетарне уније оствариле губитак од преко 938 милијарди долара. Осим тога, многобројне финансијске институција широм света отписале су милијарде долара које су инвестирале у ризично америчко хипотекарно тржиште услед настанка немогућности наплате хипотекарних кредита.

Глобално посматрано, када је реч о финансијској и економској кризи реч је о кризи чији је смер и интензитет деловања био разорнији у односу на многобројне кризе из претходног периода. Такође, биће упамћена као криза која је погодила све државе света без обзира на достигнути ниво развијености.



Готово да је немогуће наћи индикатор на који криза није остварила деструктивни утицај. Ипак, може се рећи да је криза имала најпогубнији утицај на глобалне токове капитала. У циљу указивања на размере негативних тенденција финансијске и економске кризе, наредном табелом биће приказани поједини макроекономски индикатори у глобалним рецесијама.

**Табела 4.** Глобалне рецесије: макроекономски индикатори, процентуалне промене

	1975	1982	1991	2009	просек (1975, 1981, 1991)
индустријска производња	-1,60	-4,33	-0,09	-6,23	-2,01
укупна трговина	-1,89	-0,69	4,01	-11,75	0,48
токови капитала	0,56	-0,76	-2,07	-6,18	-0,76
потрошња нафте	-0,9	-2,87	0,01	-1,50	-1,25
незапосленост	1,19	1,61	0,72	2,56	1,18

*Извор: International Monetary Fund, 2009, p. 14.*

На основу приказаних података јасно се могу уочити негативне тендеције свих приказаних криза. Међутим, ефекти финансијске и економске кризе били су далеко погубнији у односу на остале кризе. Када је реч о токовим капитала, најзначајније промене задесиле су светску привреду током глобалне рецесије када је пад износио 6,18%, у односу на просек осталих криза од 0,76%. Управо из тог разлога, биле су неопходне промене у монетарној политици како би се подстакли токови капитала.

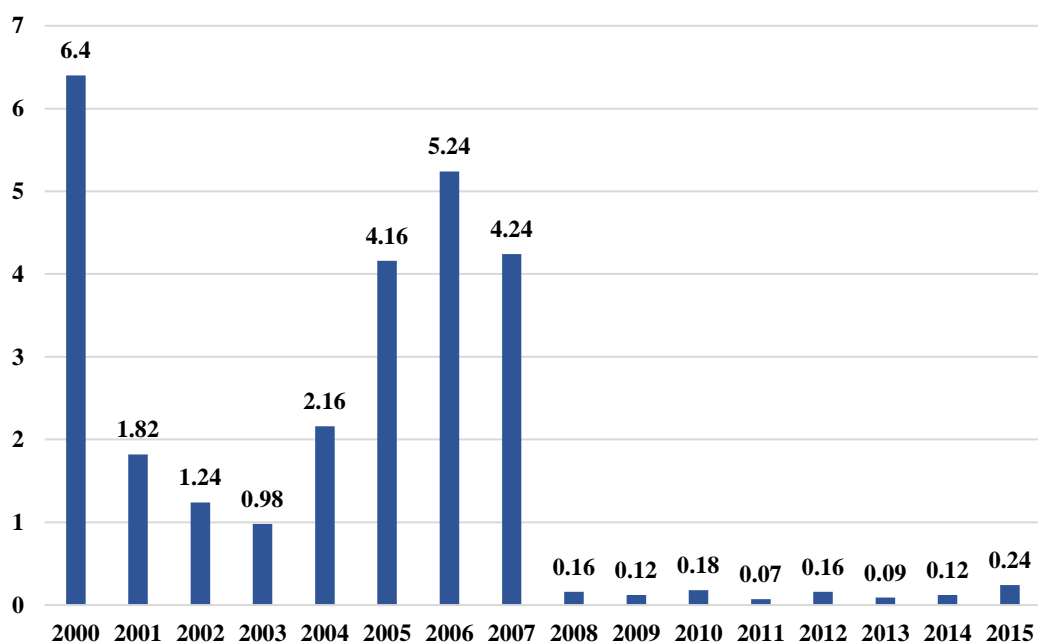
На самом почетку, криза је имала све карактеристике финансијске кризе, да би у веома кратком року добила глобалне размере, док је истовремено погодила и реални сектор привреде. Новонастале околности последично су допринеле да већина светских привреда западне у рецесију.

Ниво јавне потрошње који није био на нивоу пуне запослености представљао је један од првих индикатора присуства рецесије. Осим тога, као други знак рецесије представљала је ситуација да банке нису одобравале кредите на нивоу пуне запослености (Hetzl, 2009, стр. 17).

Услед присутне рецесије, економске политике многобројних држава биле су утемељене на настојањима да међународна заједница преузме присутне ризике на националним тржиштима. Међутим, без било каквих активности носиоца економских политика криза је постала глобална, док је са друге стране одсуство ефикасне

међународне регулативе утицало на изоштравање деловања кризе на националним нивоима.

У том контексту, потребно је указати и на федералну каматну стопу, односно на ФЕД каматну стопу која представља стопу по којој банке једна другој наплаћују позајмљивање вишка резерви или готовине. Тачније, представља каматну стопу по којој највеће финансијске америчке институције позајмљују новчана средства од ФЕД-а. Осим тога, реч је каматној стопи која остварује снажан утицај на перформансе америчке привреде јер свака промена ове каматне стопе истовремено остварује утицај и на стопу хипотека, зајмова, али и стопе депозита за штедњу. Наредним графиком биће приказано кретање каматне стопе ФЕД-а у периоду пре, у току и након економске и финансијске кризе.



**График 4.** Промене каматне стопе ФЕД-а у периоду 2001-2015. године

Извор: <https://fred.stlouisfed.org/series/FEDFUNDS>

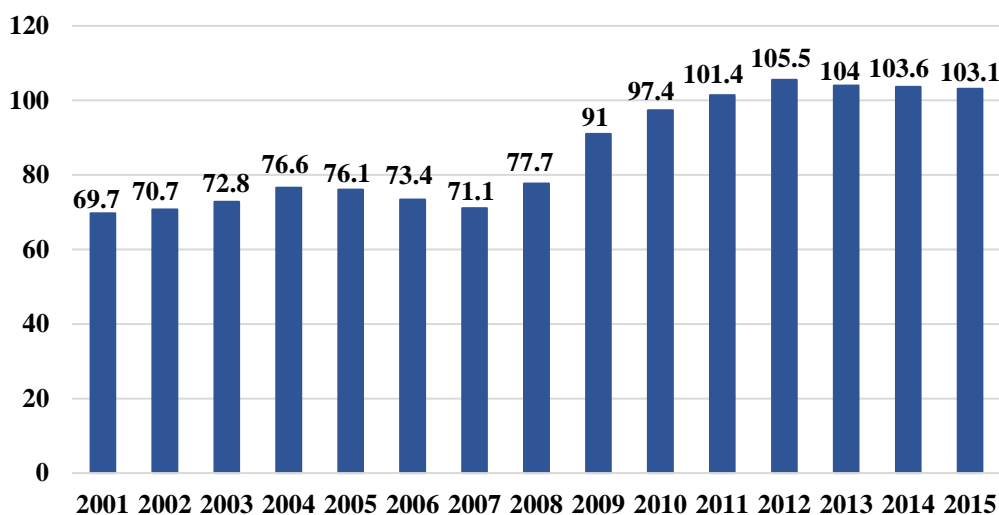
На основу приказаног графика јасно се може уочити да је у посматраном периоду каматна стопа имала највећи ниво на крају 2000. године, када је износила 6,4%. У периоду након тога, долази до пада каматне стопе, па затим повећања, тако да је на крају 2006. године износила 5,24%. Након тога, долази прво до смањења каматне стопе, а након 2007. године и до драстичног пада, када је имала вредност између 0% и 0,25%.

Овакав тренд настављен је све до 2017. године када је имала вредност преко 1%, о чему ће касније бити речи. Смањење каматне стопе ФЕД-а у годинама трајања кризе

било је у функцији поспешивања привредних активности како би америчка привреда изашла из кризе.

Владе већине развијених земаља отпочеле су са применом разних пакета помоћи својим привредама у настојању да се у што краћем временском периоду изађе из кризе. Тако рецимо, америчка администрација је почетком 2009. године покренула значајан пакет фискалних стимулација од 787 милијарди долара (Mishkin, 2010, стр. 17).

Дакле, појава глобалне финансијске и економске кризе само је додатно изоштрила многобројне развојне проблеме у развијеним земљама. Свакако, један од њих налази се у домену јавног дуга у развијеним земљама. Такође, појава кризе подстакла је разматрање ефикасности фискалне политике, али и последицама пораста јавног дуга. Наредним графиком биће приказано учешће јавног дуга у БДП-у у развијеним земљама у периоду 2001-2015. године.



**График 5.** Учешће јавног дуга у БДП-у у развијеним земљама у периоду 2001-2015. године

Извор: [https://www.imf.org/external/datamapper/GGXWDG\\_NGDP@WEO/OEMDC/ADVEC/WEOORLD](https://www.imf.org/external/datamapper/GGXWDG_NGDP@WEO/OEMDC/ADVEC/WEOORLD)

На основу приказаног графика јасно се може уочити да се учешће јавног дуга у БДП-у у развијеним земљама повећавало од 2001. до 2004. године, а затим је присутан тренд смањења све до 2007. године. Након тога, долази до драматичног повећања учешћа јавног дуга у БДП-у, и то са 71,1% у 2007. години на 105,5% на крају 2015. године.

Дакле, повећање јавног дуга у развијеним земаљама попримило је веома озбиљне размере, па је тако рецимо од 2007. године амерички дуг увећан за 65,15%, док је 17 држава еврозоне повећало своја дуговања за 38,64% (Contessi, 2012, стр. 198). Монетарни

одговор на присуство кризе подразумевао је одржавање каматних стопа на повољним ниским нивоима. Међутим, очекивани опоравак глобалне економије допринео је порасту каматних стопа, и на такав начин представљао је фактор стварања додатног притиска на укупне дефиците, али и отежавајући фактор одрживости јавног дуга.

У многим развијеним земљама јавни дуг је растао и пре 2008. године, међутим након тога, услед појаве кризе, јавни дуг је још више нарастао услед пада пореских прихода и раста социјалних давања. Дужничка криза опточила на нивоу приватног сектора, али је веома брзо прешла и на јавни сектор. Управо из тог разлога, глобални јавни дуг се од 2008. године до средине 2017. године више него удвостручио, достигавши ниво од 60 билиона долара (Lund et al. 2018, 3).

Велики пораст дуга оправдан је потребом да се очувају радна места, заштите животи људи и избегне талас банкрота, јер да носиоци економске политике нису предузели мере социјалне и економске последице биле би несагледиве. Са друге стране, пораст дуга појачава рањивост привреде, нарочито када се услови финансирања поштравају.

У већини случајева, висок ниво дуга ограничава способност влада да подрже опоравак и капацитет приватног сектора да инвестира у средњем року. Кључни изазов је пронаћи праву комбинацију фискалне и монетане политике у окружењу високог дуга и растуће инфлације. На срећу, фискална и монетарна политика су допуњавале једна другу и током најжешћих удара кризе. Централне банке развијених земаља смањиле су каматне стопе до најнижих граница и олакшале својим владама да се задужују.

### **3. Изазови решавања развојних проблема у Републици Србији у условима глобалне финансијске и економске кризе**

Крајем прве деценије XXI века кључне детерминате функционисања светске привреде биле су многобројне структурне слабости и неравнотеже, које су допринеле појави глобалне финансијске и економске кризе. Осим тога, присутно је становиште да до кризе у финансијском сектору довело бесконачно поверење у неолиберални тржишни фундаментализам. Готово истовремено криза је постала ограничавајући развојни фактор у реалном сектору, док су на глобалном нивоу последице биле веома драматичне: смањење производње, међународне трговине, страних директних инвестиција и повећање незапослености.

По први пут након Велике депресије свет је захватила криза са веома озбиљним негативним утицајима на све државе, без обзира на достигнути ниво привредне развијености. Наравно, криза није заобишла ни Србију, и само је указала да многобројне проблеме и недостатке актуелног модела привредног развоја српске економије. Наиме, криза која је почела да добија драматичне димензије деловања, зауставила је прилив иностраног капитала у Србију. У таквим околностима „дошло је до пада кредите активности и приватне и јавне потрошње, домаћа економија ушла је у дубоку кризу.“ (Мићић, 2011, стр. 12)

Када је криза угледала светлост дана на глобалном нивоу, носиоци економске политике у Србији били су становишта да криза и ако дође до српске економије неће је задесити у свом пуном капацитету, а постојала су и мишљења да криза може да буде и развојна шанса Србије. Нажалост, током друге половине 2008. године и током 2009. године, криза је снажно била присутна у српској економији, тако да се нису остварила оптимистичка очекивања.

Глобална економска и финансијска криза у значајној мери је остварила негативан утицај на српску привреду, али је потребно истаћи да је нарочито проузроковала проблеме у секторима грађевинарства, индустрије и трговине на мало. Својим деловањем криза је на светском тржишту допринела да дође до погоршања економских перформанси, односно дошло је до пада привредних активности, смањења нивоа светске трговине, што је последично утицало на драстично смањење извозне тражње. У таквим околностима, исход поменутих негативних тенденција био је крајње драматичан и манифестовао се у паду извоза, производње, али и запослености.

Овакав развој догађаја, додатно је закомпликовао привредне токове, јер је једна од последица огледала у смањењу обима и истовременом порасту цене капитала, услед чега је дошло до пада укупне тражње у националним оквирима. Дакле, комплексност деловања кризе додатно је изоштрила већ присутне проблеме у привређивању, тако да су се последично смањили приходи, повећали расходи, што је истовремено допринело настанку проблема редовног сервисирања обавеза привреде.

Тако рецимо, само током 2009. године задуженост је повећана за око 2,3 пута. Са друге стране, проблем финансијске недисциплине у измиривању обавеза довео је до тога да је преко 66.500 привредних субјеката у 2009. години било неликвидно (Мићић, 2011, стр. 16). Имајући у виду све аспекте кризе, која је у веома кратком року добила глобални карактер, на значају добија тврдња да „одговорност за финансијску стабилност и финансијску регулативу почиње од куће.“ (Vaubel, 2009, стр. 25)

### 3.1. Утицај глобалне финансијске и економске кризе на финансијски сектор Републике Србије

Глобална финансијска и економска криза у свом пуном капацитету погодила је и српску економију током друге половине 2008. године и наставила негативан утицај и у 2009. години. На самом почетку кризе, носиоци економске политике били су на становишту да криза представља развојну шансу Србије, а да и уколико нас погоди неће бити присутна у свој својој снази. Међутим, нису се испунила ни оптимистичка очекивања да ће заобићи српску привреду.

Тржиште капитала Републике Србије спада у ред неразвијених, нарочито имајући у виду чињеницу да је финансијски систем заснован на банкама. Банкарски сектор представља око 90% финансијских средстава, што је у складу са достигнућим нивоом привредне развијености Републике Србије. Имајући у виду напред наведено, економска и финансијска криза имале су ограничен утицај на финансијски сектор Србије.

Најосетљивији сегмент функционисања финансијског тржишта свакако је Београдска берза, која се прва нашла на удару кризе. Са једне стране, у веома кратком року пали су индекси најквалитетнијих акција „BELEX line“ за 68,72%, док су са друге стране „BELEX 15“ пале за 75,62% (Belex, 2022). Смањена ликвидност, али и повећање референтне каматне стопе својим синергијским деловањем утицали су на смањење цена акција.

Како је већ указано, на глобалном нивоу дошло је до повећање цена капитала, али готово истовремено и на националном тржишту. Са друге стране, процес смањивања референтне стопе и еурибора био је бржи од процеса смањења каматних стопа. Међутим, банкарски сектор релативно је добро поднео прве ударе кризе, изнад свега захваљујући рестриктивној монетарној политици, али и успешном пословању у периоду пре кризе.

Дешавања на нивоу светских финансијских тржишта допринела су значајном повлачењу страних инвеститора, али и драматичном смањењу портфолио инвестиција. Смањила су се и очекивања везана за висину прилива страних директних инвестиција, услед чега је последично дошло до слабљења националне валуте. Присуство страха од деловања кризе допринело је да становништво са рачуна подигне негде око милијарду евра девизне штедње (Мићић, 2011, стр. 15).

Банкарски систем представља кључну детерминанту функционисања финансијског сектора Републике Србије. У процесу сагледавања негативних утицаја кризе на банкарски систем, потребно је имати у виду чињеницу да страни капитал

поседује власништво над значајном већином банака у Србији. У предкризном периоду, стране власништво над банкама представљало је компаративну предност у домену кредитирања, јер су банке по том основу имале олакшан приступ европским међубанкарским тржиштима новца. Дакле, српске банке имале су сигурност прилива неопходних средстава из иностранства за финансирање кредитне активности.

Међутим, током кризе, повезаност српских и европских банака представљала је додатно ограничење функционисања банкарског система услед олакшаног преливања кризе на овакав начин. Присутна криза допринела је настанку проблема ликвидности у многим банкама у матичним државама, што је за кључну последицу имало повлачење девизне штедње једног дела становништва у Србији. „Повлачење штедње у висини од скоро милијарду евра сигурно је оставило трага на девизну ликвидност банака, али не у мери да би довело у питање стабилност сектора.“ (Филиповић, 2010, стр. 85)

Такође, потребно је указати да се једна од највећих слабости финансијског система Србије налази у домену веома високог учешћа индексираних кредита. Дакле, повећано присуство девизног и каматног ризика, и истовременог утицаја номиналне депресијације долази до смањења наплативости кредита али и смањења квалитета активе банкарског сектора.

С обзиром да међународно финансијско тржиште детерминише активне каматне стопе на националном тржишту, неминовно је повећање каматног ризика. Овакве околности представљају кључна обележја механизма трансмисије глобалне финансијске и економске кризе на српски финансијски систем.

Још у периоду пре кризе присутан је тренд смањења задуживања банака у иностранству. Наредним графиком биће приказана структура извора средстава банкарског сектора.



**График 6.** Структура извора средстава банкарског сектора

Извор: Народна банка Србије, 2008, стр. 41

На основу приказаног графика јасно се може уочити да је половином 2006. године дошло до смањења задуживања банака у иностранству. Најнижи ниво извора средстава из иностранства, од око 7,5%, банке су оствариле средином 2008. године. Имајући у виду овакав тренд задуживања банака у иностранству, може се закључити да је реч о стабилној структури извора средстава банкарског система.

Дакле, иако је присутно негативно деловање кризе стиче се утисак да је реч о стабилној структури извора средстава у банкарском систему. У прилог тога говори и „податак да локални депозити чине преко 70% укупних обавеза (не рачунајући капитал, који у укупној билансној суми учествује са чак 24%).“ (Народна банка Србије, 2008, стр. 42)

Осим тога, присутни су позитивни трендови у домену усклађености извора средстава и пласмана, јер је евидентна покривеност укупних кредита становништва од стране орочених депозита становништва. Када је реч о рочности орочених депозита, неусклађеност извора и пласмана представља кључну карактеристику услед чињенице да су дугорочни извори средстава значајно мањи од дугорочних кредита.

Током процеса заштравања кризе банкарски сектор показао је изузетну виталност која је утемељена на политици високе стопе обавезних резерви у домену међународног задуживања, али и на девизне депозите на националном нивоу. На нивоу Србије покривеност депозита девизним резервама била је на нивоу од 86,3%, што је знатно више од већине земаља региона у којима износи просечно 35% (Народна банка Србије, 2008, стр. 43). Такође, примењена рестриктивна монетарна политика последично је допринела промени у билансима банака на такав начин да је дошло до присуства високоликвидних хартија од вредности које су имале могућност рефинансирања код централне банке (репо хартије). Дакле, током кризе српске банке нису имале додира са проблематичним кредитима, а такође нису имале ни високоризичне кредитне пласмане.

Многобројни индикатори, попут полугодишњег показатеља приноса на капитал и показатеља адекватности капитала, упућују на закључак да је банкарски систем у Србији током кризе задржао стабилност. Један од кључних негативних утицаја глобалне економске и финансијске кризе представља смањењу могућност зауживања на међународним финансијским тржиштима.

Имајући у виду чињеницу да су банке у матичним државама запале у проблем смањене ликвидности, последично је смањена и девизна ликвидност банака на националном нивоу. Додатни ограничавајући фактор свакако представља отежана могућност финансирања из иностранства. Са друге стране, повећање каматне стопе на



светском тржишту негативно се одrazilo на задуживање предузећа на међународним тржиштима капитала.

Једна од последица глобалне економске и финансијске кризе представља пад ликвидности и истовремено смањење кредитних пласмана. Присуство проблема у домену обезбеђења финансијских средстава са једне стране подразумева смањење инвестиција, док са друге генерише пад привредне активности и међународне тражње. Осим тога, цене примарних производа су смањене, што уз присутну рецесију и остале наведене факторе ствара предуслове за појаву инфлације. Међутим, као последица смањења прилива иностраног капитала која иницира појаву депресијације националне валуте долази до стварања инфлаторног окидача.

Функционисање држава које је оптерећено високим трговинским дефицитом, односно високим нивоом спољног дуга, имају далеко већу могућност да до изражаја дође проблем депресијације. Доминантно учешће приватног дуга у структури спољног дуга представља додатно ограничење, нарочито уколико је ниво девизних резерви нижи у односу на приватни дуг. Осим тога, присутно је становиште да су државе које имају висок степен индексације кредита веома подложне притиску настанка депресијације.

У последњем кварталу 2008. године депресијација динара према еврџ износила је 13,5% (Народна банка Србије, 2008, стр. 80). Такође, многобројне државе централне и источе Европе, али и поједине развијене земље, имале су депресијацију националне валуте. Посматрано по интензитету депресијације, у односу на друге државе које спроводе флексибилни девизни курс, Србија се налазила у средњем реду држава. Највеће проблеме током кризе у одржавању стабилности валуте имала је Пољска.

Одлив капитала, али и смањење могућности приступа међународним средствима финансирања представљају кључне детерминате изоштравања проблема депресијације у транзиционим државама. Осим тога, успоравање привредне активности на глобалном нивоу, уз истовремено смањење цена примарних производа и хране на међународним тржиштима такође представљају изворе настанка депресијације. Многе централне банке су у значајној мери снизиле референтну каматну стопу како би избегле сусрет са депресијацијом током глобалне економке и финансијске кризе. Дакле, слабљене националне валуте није присутно само на нивоу Србије, већ представља проблем који оптерећује значајан број привреда широм света.

Глобално посматрано банкарски сектор био под великим притиском кризе, па су у циљу превазилажења негативних тенденција банке биле принуђене да редукују кредитне пласмане, повећају марже, али и да повећају премије на ризике. Новонастале

околности последично су утицале на смањење прилива кредита из иностранства страним банкама које послују на територији Србије. Дакле, на српском тржишту дошло је до смањења количине девиза услед смањења понуде кредита, што је остварило утицај на курс динара.

Наред наведено представља само један сегмент депресијације динара која се десила током глобалне економске и финансијске кризе. Са друге стране, суштински узроци који су довели до депресијације динара налазе се у домену перформанси српске економије.

Најзначајнији српски спољнотрговински партнер, Европска унија, суочио се са озбиљним ударима рецесије, услед чега је дошло до смањења извозних могућности Србије. Дакле, трансимисија кризе са финансијског на реални сектор подразумевала је смањење кредитних пласмана, али и редукацију тражње на националном и међународном нивоу. Наведене околности створиле су мноштво изазова који могу имати значајан негативан утицај на српску економију. Изнад свега треба поменути успоравње привредних активности, депресијацију националне валуте, али и могуће инфлаторне притиске.

Негативне тенденције, настале као последица глобалне економске и финансијске кризе, представљале су додатне изазове и ограничења слабљења националне валуте. Наравно, кључни фактори процеса слабљења националне валуте налазе се у домену структурних проблема у привреди.

У том контексту потребно је истаћи да је једно од кључних ограничења представља недовољна покривеност увоза извозом услед постојања дефицита текућег рачуна платног биланса. Осим тога, дошло је до значајног смањења девизног прилива, уз истовремени пораст тражње за девизама, као последица већ поменутог повлачења око милијарду евра штедних депозита. С обзиром да је у примени флексибилни девизни курс, значајне осцилације у понуди и тражњи за девизама представљале су кључну полуку депресијације националне валуте.

Глобална економска и финансијска криза додатно је поскупела али и ускратила могућности спољног финансирања српске економије. Са друге стране, било је неопходно решавање већ присутних проблема у привреди Србије економском политиком која би била у функцији редуковања домаће тражње. Имајући у виду чињеницу да домаћа тражња истовремено представља једну од детерминанти привредног раста, али и дефицита у спољној трговини, била је неопходна економска политика која ће бити у стању да уравнотежи домаћу тражњу. Кључни разлог налази се

у чињеници домаћа тражња представља генератор повећања јавне потрошње, односно јавног дуга, за чије је смањење у кризним условима неопходно профилисање веома комплексне политике.

### **3.2. Утицај глобалне финансијске и економске кризе на раст трошкова задуживања у иностранству**

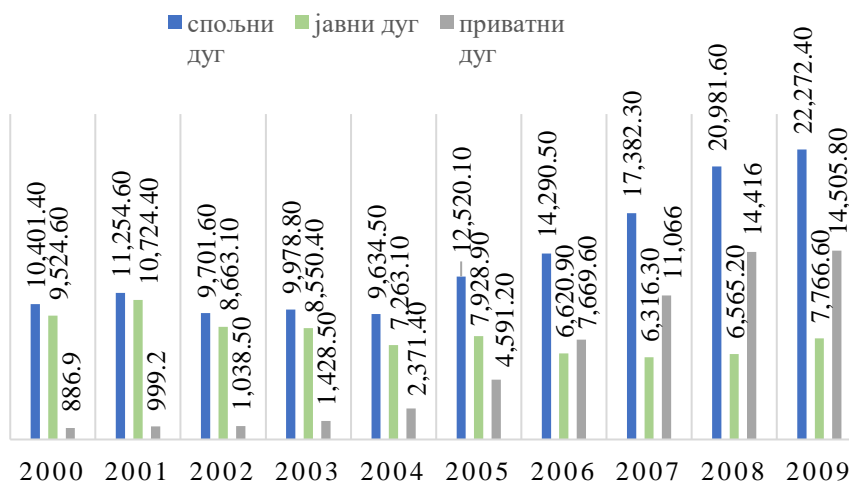
Негативни утицаји глобалне економске и финансијске кризе допринели су смањењу ликвидности међународног финансијског тржишта, што је у значајној мери закомпликовало услове приступа кредитима. У складу са наведеним, може се рећи да постоје бројне последице смањења понуде кредита.

Пре свега, мења се однос понуде и тражње на девизном тржишту, односно са једне стране долази до смањења понуде девиза, док са друге стране долази до повећања тражње за девизама, дакле депресијација националне валуте представља кључну последицу. Осим тога, услед смањења понуде кредита последично долази до повећања каматних стопа на кредите који се одобравају становништву и привреди. Самим тиме, успоравају се кретања у оквиру реалног сектора, успорава се привредни раст, док се истовремено повећава стопа незапослености.

Међубанкарске каматне стопе нису изазвале раст трошкова задуживања у иностранству, већ је повећање премија на ризик, као додаток међубанкарским стопама, основни узрок. Иако је током 2009. године дошло до смањења еурибора за преко 50% (Euribor rates, 2022), дошло је до повећања системског ризика услед негативног дејства кризе. Концепција деловања кризе допринела је да реалан трошак узимања кредита одређене државе буде већи и поред смањења еурибора, као последица повећања системског ризика.

У том периоду, услед специфичних услова привређивања, ради превазилажења финансијске нестабилности, осим задуживања код пословних банака, привредним друштвима је било омогућено директно задуживање код матичних банака у иностранству. Званични подаци НБС указују да је крајем октобра 2008. године задуженост предузећа у иностранству била на нивоу 9,5 милијарди евра, односно 30% БДП-а. Дакле, реални сектор је у значајној мери користио средства из иностранства, готово 60% месечног просека у 2008. години (Народна банка Србије, 2008, стр. 51). Осим тога, подаци говоре у прилог чињенице да је почетком кризе дошло до смањења задуживања предузећа у иностранству.

Теоријски посматрано, јавни и приватни дуг представљају две детерминанте које чине спољни дуг. Управо из тог разлога, повећање задужености банкарског и реалног сектора последично има консеквенце на спољни дуг Србије. На наредном графику биће приказана структура спољног дуга Србије у периоду 2000-2009. године.



**График 7.** Спољни дуг Србије у периоду 2000-2009. године, милиони евра

Извор: [http://www.nbs.rs/export/internet/latinica/40/40\\_5/40\\_5\\_9/index.html](http://www.nbs.rs/export/internet/latinica/40/40_5/40_5_9/index.html)

На основу приказаног графика јасно се може уочити да је на крају 2000. године спољни дуг износио око 10,4 милијарди евра, да би се на крају 2009. године удвостручио и износио око 22,3 милијарди евра. У периоду од 2000. до 2007. године спољни дуг се повећавао по просечној годишњој стопи нешто преко 7%.

Током 2007. године у односу на 2006. годину спољни дуг је повећан за 17,7%, док је 2008. године спољни дуг повећан за 17,2% у односу на 2007. годину. Односно, током 2008. године у односу на 2007. годину спољни дуг је повећан незнатно мање него што је спољни дуг повећан током 2007. године у односу на 2006. годину. Дакле, у посматраном периоду током 2007. и 2008. године Србија бележи највеће стопе повећања спољног дуга, што се поклапа са почетком глобалне економске и финансијске кризе.

На основу приказаног графика јасно се може уочити да је у посматраном периоду смањено учешће јавног дуга у укупном спољном дугу. На почетку посматраног периода, 2000. године јавни дуг је износио око 9,5 милијарди евра, односно 91,6%, док је на крају 2008. године учешће јавног дуга у спољном дугу износило 31,4%. Током периода од 2000. године до 2008. године учешће јавног дуга у укупном спољном дугу смањено је за 60,2%.

Са друге стране, у посматраном периоду повећало се учешће приватног сектора у укупном спољном дугу, а кључни разлог налази се у неопходности додатног финансирања привредног сектора као последица високе стопе привредног раста. Учешће

приватног сектора у укупном дугу на почетку посматраног периода износило је 8,4%, док је на крају периода износило 65,1%.

Такође, неопходно је указати да глобална економска и финансијска криза није зауставила задуживање Србије у иностранству. Презентовани подаци јасно указују да се спољни дуг значајно увећао током трајања кризе, како дугорочни, тако и краткорочни.

Дугорочни дуг се повећао 32,8% током 2007. године у односу на 2006. годину, док је 2008. године повећан за 20,2% у односу на 2007. годину. Када је реч о краткорочном дугу, током 2007. године повећан је 7,2% у односу на 2006. годину, док је 2008. године повећан за 42,5% у односу на 2007. годину (NBS database, 2022).

Трошкови међународног задуживања Србије значајно су повећани услед глобалне економске и финансијске кризе. Сходно томе, иако је Европска централна банка неколико пута снижавала референтну каматну стопу, за Србију кредити су поскупели. Међутим, иако кредити представљају скуп начин задуживања, и представљају једини сигуран извор финансирања српске економије.

### **3.3. Механизми и последице преношења кризе са финансијског на реални сектор у Републици Србији**

Негативне тенденције, изазване финансијском и економском кризом, добиле су веома озбиљне економске и социјалне размере на националном нивоу. Индустрија представља један од сектора који је снажно погођен таласом кризе, услед чега је дошло до драстичног смањења физичког обима производње. Међутим, потребно је истаћи да су флукуације у нивоу производње резултат заједничког деловања многобројних интерних и екстерних фактора.

Дакле, иако Србија представља мало тржиште у светским размерама, негативне тенденције са глобалног нивоа, попут смањења нивоа трговине и смањења извозне тражње, последично су допринели смањењу индустријске производње и српског извоза. Осим тога, имајући у чињеницу да Европска унија представља највећег кредитора и инвеститора, али истовремено је и најзначајнији спољнотрговински партнер Србије, присутна криза на европској територији у значајној мери је допринела смањењу физичког обима производње у Србији.

С обзиром да се извоз индустрије Србије на европско тло у највећем делу заснива на проиизводима прерађивачке индустрије, не треба да чуди чињеница да је управо у овом сектору нарочито изражен пад тражње за производима. Услед присутне кризе у

српској индустрији, предузећа овог сектора била су принуђена да снижавају трошкове пословања како би преживела негативне тенденције. Отпуштање радника представљало је један од најраспрострањенијих начина снижавања трошкова, што је у кризним условима допринело смањењу тражње, односно додатном смањењу индустријске производње. Наредном табелом биће приказано кретање стопе раста индустрије Србије током периода кризе.

**Табела 5. Стопе раста индустрије Србије у периоду 2008-2013. године**

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2008=100
БДП	3,8	-3,5	1,0	1,6	-1,5	2,5	101,4
<b>Индустрија</b>	<b>1,4</b>	<b>-12,6</b>	<b>1,2</b>	<b>2,5</b>	<b>-2,2</b>	<b>5,5</b>	<b>95,8</b>
Рударство	5,3	-3,8	3,8	9,8	0	5,3	120,4
Прерађивачка индустрија	1,1	-16,1	2,6	-0,2	-0,9	4,8	91,3
Снаб. елек. енергијом, гасом, паром и климатизација	2,0	0,8	-4,4	9,7	-7,1	8,1	109,1

*Извор: Републички завод за статистику, Статистички годишњак, разне године*

На основу приказаних података јасно се може уочити да је у посматраном периоду присутан, с једне стране негативан тренд, а са друге стране тренд веома ниских стопа физичког обима индустријске производње. Осим тога, просечна негативна стопа раста од 0,7% предстаља кључно обележје сектора индустрије, док је ова стопа значајно нижа од просечне стопе кретања БДП-а од 0,2%.

Током посматраног периода највиша стопа индустријске производње од 5,5% остварена је 2013. године, док је најнижа стопа од -12,6% остварена 2009. године. Истовремено, индустријски сектор имао је снажније диспропорције у стопама раста у односу на стопе раста БДП-а, у прилог чега говоре подаци презентовани у наредној табели.

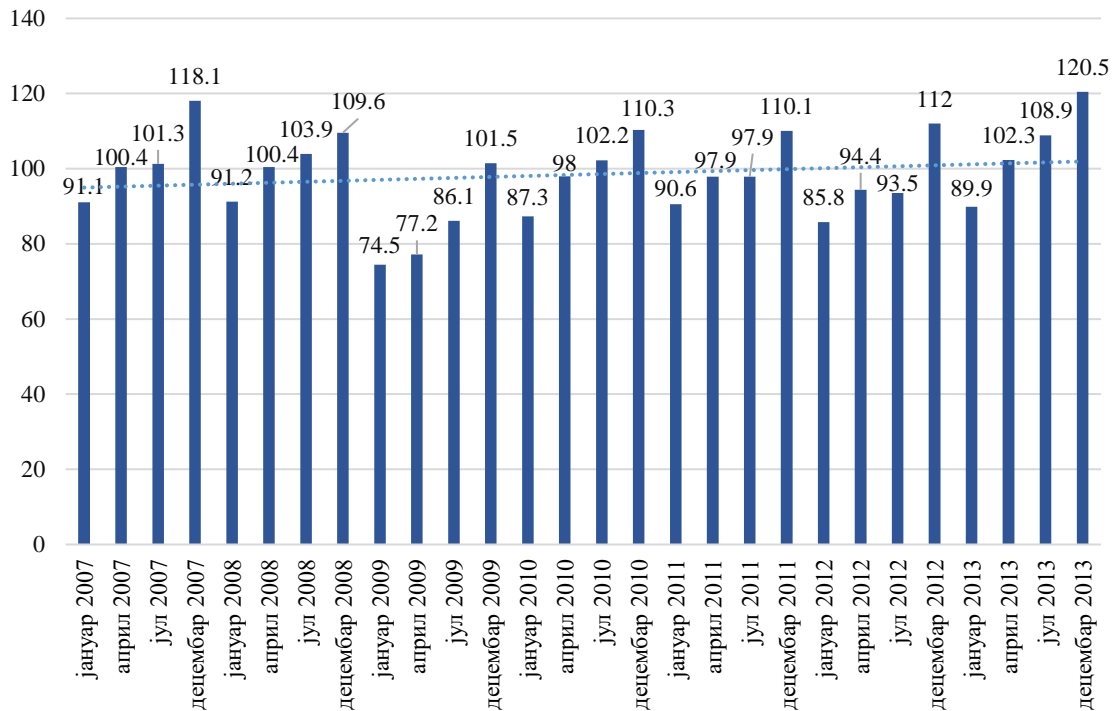
*Табела 6. Стопа раста сектора индустрије Србије у периоду 2008-2013, у %*

	Просек	Стандардна девијација	Мах	Мин
БДП	0,2	2,8	3,8	-3,5
<b>Индустрија</b>	<b>-0,7</b>	<b>6,3</b>	<b>5,5</b>	<b>-12,6</b>
Рударство	3,4	4,7	9,8	-3,8
Прерађивачка индустрија	-1,5	7,5	4,8	-16,1
Снаб. елек. енергијом, гасом, паром и климатизација	1,5	6,6	9,7	-7,1

*Извор: Савић, Илић, Мићућ, 2015, стр. 343.*

На основу приказаних података јасно се може уочити да је у посматраном периоду сектор прерађивачке индустрије имао највише осцилација, који је на крају 2009. године остварио негативну стопу раста од 16,1%, док је на крају 2013. године остварио раст од 4,8%. Када је реч о сектору снабдевања електричном енергијом, гасом, паром и климатизација, током посматраног периода остварио је просечну стопу раста од 1,5%, док је остварена и нижа стопа осцилација од 7,5%. Највећу просечну стопу раста од 3,4% током посматраног периода остварио је сектор рударства, док је са друге стране овај сектор био најстабилнији са стопом осцилација од 4,7%.

Промене физичког обима производње током кризе имале су веома драматичан карактер у периоду кризе, што се најбоље може уочити на месечном нивоу. Имајући у виду чињеницу да је интервал месечних промена физичког обима производње био на нивоу од 25% до -25%, наредним графиком биће приказан месечни ланчани индекс индустријске производње у периоду 2007-2013. године.



**График 8.** Месечни ланчани индекс индустријске производње, 2007-2013. године

Извор: <https://data.stat.gov.rs/Home/Result/060201010101?languageCode=sr-Cyrl#>

На основу приказаног графика јасно се може уочити да је највећи пад физичког обима производње остварен у четвртном кварталу 2008. године, али и у првом кварталу 2009. године. Последице кризе биле су присутне и у наредном периоду, па је тако рецимо током другог и трећег квартала 2009. године остварено смањење физичког обима производње за преко 25%.

Појава глобалне финансијске и економске кризе само је указала на све слабости српске економије, а нарочито на присутна ограничења у домену индустрије. Реч је о периоду који карактеришу процеси попут приватизације, реструктурирања предузећа, макроекономске стабилизације али и европских интеграција. У таквим околностима сектор индустрије није био у функцији подстицања привредног развоја јер је био оптерећен многобројним проблемима.

Почетком двадесетих година трећег миленијума, Организација Уједињених нација за индустријски развој (УНИДО) уврстила је Србију у ред индустријских економија у развоју (UNIDO, 2013, стр. 197). Осим тога, имајући у виду и да се Србија налази на европском путу, углавном се анализа индустрије Србије заснива на компарацији са стањем на нивоу ЕУ, али и држава у окружењу. У наредној табели биће приказана стопа раста индустрије ЕУ-28, Србије и појединих земаља из окружења.



*Табела 7. Стопа раста индустрије ЕУ-28, Србије и појединих држава у окружењу,  
у периоду 2008-2013, у %*

	Просек	Стандардна девијација	Мах	Мин
ЕУ-28	-1,0	7,2	6,8	-14,0
Бугарска	-2,1	8,4	5,7	-18,2
Хрватска	-2,7	3,7	0,7	-8,9
Мађарска	0,5	9,9	10,3	-17,4
Румунија	3,7	5,3	9,9	-5,4
Словенија	-1,1	8,5	7,0	-17,6
Македонија	-0,1	6,2	6,9	-8,6
Б и Х	2,6	6,8	10,9	-6,6
<b>Србија</b>	<b>-0,7</b>	<b>6,3</b>	<b>5,5</b>	<b>-12,6</b>

*Извор: Савић, Илић, Мићић, 2015, стр. 344.*

На основу приказних података јасно се може уочити да је просечна стопа раста индустрије у Србији (-0,7%) нешто мања у односу на просек ЕУ-28 (-1%), што указује да је утицај кризе на српску индустрију био нешто блажи у односу на пад на нивоу Европске уније. Када је реч о државама у окружењу, далеко већи пад индустријске производње у односу на Србију оствариле су Хрватска (-2,7%), Бугарска (-2,1%) и Словенија (-1,1).

Остале посматране државе оствариле су више просечне стопе индустријске производње у односу на Србију, али и у односу на просек ЕУ-28. Највишу стопу остварила је Румунија (3,7%), затим Б и Х (2,6%), док је Мађарска била на нивоу 0,5%. За Македонију се може рећи да готово није имала промене у стопи раста индустрије, с обзиром да је просечна стопа раста износила -0,1%.

Дакле, тенденције у кретању стопа раста српске индустрије, у односу на посматране државе, указују да је услед негативног деловања глобалне економске и финансијске кризе последично дошло до пада извозне тражње, али и пада у домаћој тражњи и инвестицијама. У том контексту потребно је истаћи да је пад индустријске производње далеко већи од пада БДП-а, што недвосмислено указује да веома комплексни проблеми оптерећују индустрију Србије, попут деиндустријализације, односно структурних проблема.

Када је реч о значају индустрије у привредном развоју националне економије, глобална економска и финансијска криза јасно је показала (Савић, Илић, Мићић, 2015, стр. 344):

- да су земље које немају снажне индустрије много више погођене, и
- да у дугом року нема озбиљнијег економског развоја без развијене и снажне индустрије.

Присуство кризе само је додатно изоштрило многобројне проблеме и ограничења која већ дужи временски период у значајној мери оптерећују развој индустрије у Србији. Односно, неопходно је истаћи да се српска индустрија налазила у кризи и пре него што се појавила глобална финансијска криза. Управо из тог разлога, политике и мере за ублажавање и превазилажење кризе морају уважити све специфичности већ присутне кризе у индустрији, како би се на такав начин подстакло развој индустрије који ће бити у функцији одрживог привредног развоја, повећања запослености и извоза.

### **3.4. Мере Владе Републике Србије и Народне Банке за ублажавање ефеката кризе**

Након економске депресије са почетка XX века, економска и финансијска криза представља катастрофу која је готово у исто време уздрмала готово све сегменте финансијског тржишта на глобалном нивоу. Осим тога, у веома кратком временском периоду криза се прелила на глобалну реалну економију, али и светску трговину. Интензитет и правац деловања кризе превазишао је и најцрња предвиђања.

Главне компоненте успоравања привредног раста у Србији у условима глобалне финансијске кризе светске привреде су (Министарство финансија, 2009, стр. 2):

- смањење домаће тражње кроз смањење јавне и приватне потрошње, због слабијег раста зарада и пензија и кроз оскудицу кредита;
- смањење извоза због смањења увозне тражње у земљама ЕУ као главних спољнотрговинских партнера Србије;
- смањење прилива страних инвестиција и међународних кредита;
- успоравање раста услуга финансијског сектора због погоршавања ликвидности и поскупљења кредита.

Дакле, имајући у виду перформансе глобалне економске и финансијске кризе, сасвим је било јасно да је неопходна активна улога државе како би се превазишле све негативне тенденције проузроковане кризом. Државе погођене кризом, без обзира на достигнути ниво развијености, профилисале су пакете мера који су били у функцији спречавања негативних последица светске економске кризе.

У циљу излажења из кризе, развијене земље су се фокусирали на мере које су биле у функцији ревитализације и реструктурирања финансијског система, али и повећања јавне потрошње. Када је реч о мање развијеним државама носиоци економских политика

мере за излазак из кризе биле су конципиране у складу са достигнутим нивоом развијености финансијског система.

**Табела 8. Врсте предузетих мера као одговор на кризу у одабраним земљама у периоду 2008-2009. године**

Врста мера	САД	Велика Британија	Немачка	Аустрија	Италија	Мађарска	Чешка	Србија
<b>Монетарне мере</b>								
Повећање ликвидности	x	x	x	x	x	x		x
Неосигурани зајмови	x	x	x		x	x		x
Снижење каматне стопе	x	x	x	x	x		x	
<b>Регулатива</b>								
Повећање осигураних депозита	x	x	x	x	x	x	x	x
Гаранције обавеза	x	x	x	x	x	x	x	
Докапитализација банака	x	x	x	x	x	x		
Делимична национализација		x	x	x	x			
Откуп проблематичне имовине	x							
<b>Фискалне мере</b>								
Социјална помоћ	x		x	x	x	x		x
Кредити предузећима	x		x	x	x	x		x
Пореске олакшице	x	x	x	x	x	x	x	x
Улагања у инфраструктуру	x		x	x	x			x
Улагања у истраживања и образовање	x		x	x				

*Извор: Хрустић, 2009, стр. 252*

Мере за излазак из кризе на нивоу Србије осмишљене су на основама финансијског система који је банкоцентричан. Дакле, мере Влада Републике Србије за излазак из кризе утемељене су на олакшаном приступу субвенционисаним кредитима.

Односно, Влада није морала да директно интервенише у финансијском сектору „већ да посредством њега олакша приступ субвенционисаним кредитима.“ (Стојановић, 2009, стр. 186) Значајан део кредита био је у функцији подстицања ликвидности, док је мањи део имао инвестициону намену.

Глобална економска кретања допринела су многобројним негативним тенденцијама у српској економији. Пре свега, вредност акција на берзи драстично је опала на крају 2008. године, док је готово истовремено дошло до повећања трошкова финансирања. Такође, смањење је задесило штедњу становништва, индустријску производњу, извоз и увоз, док је национална валута за свега неколико месеци деприсирала око 15%.

Са једне стране, економски токови српске привреде били су веома неповољни, док са друге стране перспективе нису биле ни мало оптимистичне. Многобројни фактори, попут смањења тражње, извоза, страних инвестиција, прилива кредита из иностранства, али и проблеми у домену ликвидности и поскуљење кредита, додатно су изоштрили већ присутне проблеме у привреди Србије.

У таквим околностима, Влада Републике Србије је крајем 2008. године донела оквирни програм мера, који представља кључну полугу за превазилажење негативних утицаја изазваних кризом. Вредност пакета мера износио је 122 милијарди динара ликвидних средстава за повећање производње и извоза. (Министарство финансија, 2022)

У циљу повећања ликвидности привреде држава је предвидела субвенционисање каматних стопа код пословних банака у износу од 40 милијарди динара. За инвестиције у привреду било је предвиђено око 17 милијарди динара, док је за субвенционисане потрошачке кредите за куповину потрошних добара домаћих произвођача обезбеђено око 20 милијарди кредита. Остатак у износу од око 45 милијарди динара, обезбеђен на основу кредитних линија из иностранства, био је предвиђен за финансирање пословања малих и средњих предузећа (Government of the Republic of Serbia, 2008, стр. 11-13).

Наведени пакет мера приморао је Владу Републике Србије да договори финансијски аранжман са ММФ-ом како би се на такав начин обезбедила екстерна финансијска подршка. Реч је о 402,5 милиона евра петнаестомесечном стенд-бај аранжману који је одобрен почком 2009. године за превазилажење негативних утицаја глобалне економске и финансијске кризе (International Monetary Fund, 2009, стр. 1). Тачније, основни циљ овог аранжмана огледа се у обезбеђењу стабилности постојећих

девизних резерви, односно унапређење финансијске стабилности и минимизирање финансијског ризика.

Током периода припрема за аранжман са ММФ-ом, Влада је имплементирала мере које су биле у функцији подстицања домаће штедње, али и трговања на берзи. Управо из тог разлога дошло је до повећања гарантованог нивоа штедних депозита са 3.000 на 50.000 евра, затим укинут је порез на камате на девизну штедњу, укинути су порези на капиталну добит и на пренос апсолутних права. Осим тога, у циљу повећања ликвидности укинута је обавезна резерва банака на нове кредите из иностранства (Government of the Republic of Serbia, 2008, стр. 11-13).

У циљу очувања запослености и одржавања привредне стабилности, држава је прибегла интервенцијама у реалном и финансијском сектору. У оквиру тога, субвенционисани кредити представљали су кључну меру, а корисници ових кредита преузели су обавезу да не смањују број запослених. Предвиђено је да се субвенционишу кредити за ликвидност и инвестициони кредити у укупној вредности од око 1,3 милијарде евра (Government of the Republic of Serbia, 2008, стр. 11-13).

Осим мера Владе Републике Србије, „глобална финансијска криза захтевала је правовремену реакцију Народне банке Србије (НБС) у циљу очувања стабилности финансијског система и посебно банкарског сектора као његовог најзначајнијег и највиталнијег сегмента.“ (Ристић, Живковић, 2020, стр. 85) Током октобра 2008. године НБС је донела први пакет мера који је подразумевао ослобађање банака од полагања обавезних резерви на инозадуживање и субординарне кредите са циљем повећања ликвидности банкарског сектора.

Дакле, реч је о подстицају за стимулисање задуживања у иностранству, које је истовремено постало и јефтиније. Осим тога, дошло је до промене структуре девизне обавезне резерве ослобађањем око 350 милиона евра. На такав начин створени су предуслови за позитиван утицај на девизну ликвидност банака, као и на тражњу за динарима (Народна банка Србије, 2008, стр. 4).

Међутим, већ у децембру 2008. године објављен је и други пакет мера као допуна претходног пакета мера. Донете мере биле су у функцији додатног јачања девизне ликвидности банака, али и очувања постојећег квалитета и обима портфеља банкарског сектора. Осим тога, нове мере представљале су посредни подстицај способности клијената банака да у промењеним околностима и даље уредно измирују своје обавезе

према финансијским институцијама. Осим наведеног, измењена је структура обавезне резерве банака код НБС, па су на такав начин банкама враћена додатна средства у износу од 594 милиона евра. Такође, мере су биле у функцији дестимулисања превременог враћања ових средстава у иностранство (Народна банка Србије, 2008, стр. 5).

Имајући у виду кризне услове у којима је функционисао банкарски сектор, НБС је стимулисала пословне банке да својим клијентима помогну у неутралисању привремених потешкоћа у процесу отплате кредита. Наиме, пословне банке су продужиле рок отплате кредита до годину дана својим клијентима, али су им и омогућиле превремену отплату кредита без накнаде. Осим тога, клијентима је пружена могућност да изврше конверзију кредита индексираних у страном валути у динарске, као и конверзију кредита индексираних у швајцарским францима у евре (Народна банка Србије, 2008, стр. 5).

Почетком 2009. године висока инфлација и висока референтна каматна стопа (17,75%) представљале су кључне изазове и ограничења банкарског сектора. Током године дошло је до смањења инфлације, па чак и појаве дефлације, што је допринело да референтна каматна стопа буде смањивана осам пута. Референтна каматна стопа је на крају године износила 9,5% што је подстицајно деловало на пословне банке да постепено смање каматне стопе, али и јефтинијем задуживању државе путем трезорских записа (Народна банка Србије, 2009, стр. 3).

Пословне банке су побољшале ликвидност, и истовремено појачале кредитне активности, док је клијентима омогућена повољнија отплата кредита захваљујући мерама НБС из 2008. године које су остале на снази и током 2009. године. Осим тога, у циљу обезбеђења повољнијих услова задуживања у иностранству, банке нису издвајале обавезну резерву на износ обавеза у динарима и девизама по основу депозита и кредита примљених из иностранства током читаве године (Народна банка Србије, 2009, стр. 3).

Такође, више није постојала веза између висине кредитне активности банака према становништву са величином основног капитала банака. Осим наведеног, једна од мера која је уведена на почетку 2009. године односила се на умањење основице за обрачун обавезне резерве за износ одобрених кредита за финансирање инвестиција у привреди, али и за износ потрошачких кредита. Иста олакшица уведена је и за кредите за одржавање ликвидности и финансирање трајних обртних средстава (Народна банка Србије, 2009, стр. 3-4).

Како би се задржао постојећи ниво квалитета активе банака, односно како би се стабилизовало девизно тржиште, НБС је конципирала Програм подршке финансијској стабилности земље. Основни циљ овог програма представља стварање предуслова за дугорочни одрживи приступ динарским и девизним изворима ликвидности.

Банкама које су биле у могућности да задовоље прописане услове, НБС је омогућила приступ новим изворима ликвидности, попут динарских кредита са роком доспећа до годину дана и краткорочне своп трансакције. Осим тога, за такве банке биле су предвиђене одређене олакшице у систему обрачуна и издвајања девизне обавезне резерве (Народна банка Србије, 2009, стр. 4).

Подршка која је пружена банкама током периода кризе представља кључну полугу за очување стабилности српског банкарског система. У складу са тиме, девизне резерве НБС повећане су за више од 2,4 милијарде евра током 2009. године, тако да су на крају године износиле око 10,6 милијарди евра. Задуживање по основу аранжмана са ММФ-ом, али и смањење текућег дефицита платног биланса у условима реалне депрецијације динара и смањене агрегатне тражње представљају кључне детерминанте повећања девизних резерви током периода кризе (Народна банка Србије, 2009, стр. 5).

На основу овако профилисаних мера, са једне стране, значајно је смањена појава валутног ризика за клијенте банке, док је са друге стране омогућено продужење рока за враћање кредита чиме није умањен квалитет кредитног портфела пословних банака. У веома специфичним околностима захваљујући сету мера за превазилажење негативних утицаја изазваних кризом НБС је успела у настојању да очува стабилност цена, али и читавог финансијског сектора.

#### **4. Дужничка криза и COVID-19**

Почетком марта 2020. године, услед појаве корона вируса (COVID-19), Светска здравствена организација прогласила је пандемију, односно проглашен је највиши степен ванредне здравствене ситуације (Група аутора, 2020, стр. 2). Од тада, ванредна ситуација еволуирала је у глобалну кризу јавног здравља, али и економску кризу која је остварила значајан утицај на глобалне економске токове.

Вирусна инфекција, настала у кинеском граду Вухан, проширила се на читав свет и захватила сваку заједницу, показујући веома међусобно повезану природу глобалне економије. У наредном периоду жариште инфекције се померило из Кине у Европу,

посебно у Италију, да би се затим фокус померио на САД. Током априла 2021. године, кључна вирусна жаришта постали су Индија, Бразил, делови Африке и Азија, са бројем инфекција и смртних случајева који су достигли дневни рекордни ниво.

Услед настанка пандемије COVID-19 светска привреда запала је у дубоку рецесију. Мада је и пре избијања пандемије регистрована тенденција пада привредне активности у свету, док је сама пандемија појачала овај тренд. Паралелно са опадањем светске тражње и појавом ограничења за кретање људи и робе, уследило је и малаксање светске трговине (Ковачевић, 2021, стр. 27).

Сама природа економске кризе настале услед пандемије корона вируса далеко је другачија од природе настанка досадашњих економских криза. Дакле, реч је о кризи чији се узрочници налазе у екстерним факторима попут неизвесности, која представља њено кључно обележје, али и ограничењима у путовањима, која представљају одговор појединих држава у заштити свог становништва од заражавања висуром.

Управо из тог разлога не постоји могућност поређења са претходним глобалним кризама. Наиме, потребно је имати у виду да се у новонасталим околностима привреде суочавају са многобројним изазовима и искушењима који онемогућавају једноставну компарацију са претходним кризама, али и имплементацију до сада познатих решења (Guerrieri et al. 2020, стр. 3).

Међутим, услед уведених мера, дошло је до нарушавања стабилности економских токова на светском нивоу. Имајући у виду чињеницу да је пандемија још увек актуелна, у садашњем тренутку тешко је проценити ниво, али и перспективе последица кризе. Дакле, глобално посматрано услед здравствене кризе остварени су рекордно високи нивои јавног и приватног дуга који су су додатно изоштрили већ присутне проблеме са мутацијом вируса и рецесијом.

Према идејама класичне економске школе, држава ће морати да повећа задуживање у тренуцима непосредне опасности, али и ванредних околности, што представља последицу недостатка штедње у време мира (Смит, 2007, стр. 867). У том контексту потребно је истаћи да последњих година јавни дуг добија значајне размере на глобалном нивоу, па се управо из тог разлога стиче утисак да је човечанство веома често у непосредној опасности. Осим тога, у савременим условима привређивања све су присутнији неки нови облици задуживања који су допринели појави еколошког дуга, односно међугенерациског дуга (Ђукић, 2019, стр. 29).



Услед постојања здравствене кризе присутне су негативне тенденције у привредама и финансијама широм света. Односно, криза настала услед пандемије корона вируса као последице је имала успоравање или заустављање привредних активности јер је бројним привредним делатностима онемогућено да нормално функционишу. Управо из тог разлога, убрзо након проглашења пандемије, појавиле су најаве носиоца економске политике о финансијској помоћи привреди и становништву како би се на што безболнији начин преважишла криза.

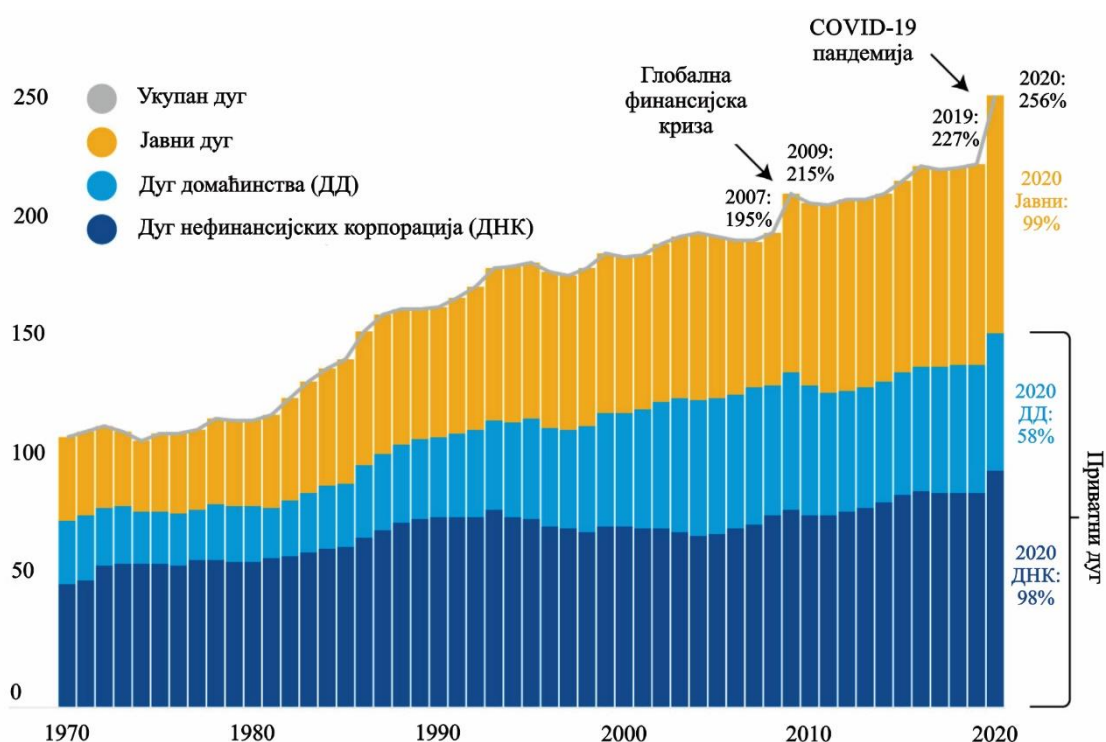
Дакле, у кризним условима задуживање је још више добило на значају, односно једини избор који су владе имале подразумевао је финансијску подршку привредама уз истовремено настојање да ширење болести држе под контролом. У принципу, то је значило прихватање великих дефицита, али и профилисање новог курса јавних финансија.

У економској теорији, али и пракси, одавно је позната чињеница да дуг није бесплатан, али је у савременим присутно да је дугорочна каматна стопа пала. Међутим, у савременим условима функционисања глобалне економије као неопходност намеће се да висок јавни треба сматрати потенцијалним извором будућих проблема, чак и у окружењу ниских стопа. Кључни разлог представља чињеница да је наслеђе пандемије повећана неизвесност.

Присутно је становиште да постоје два разлога зашто би оокружење након окончања пандемије требало сматрати неизвеснијим. Као прво, криза је убрзала прелазак на дигиталну економију, а тражња за туристичким и другим личним услугама могла би остати смањена још неко извесно време. Други разлог зашто би повећана неизвесност требало да буде суштински елемент фискалне стратегије после пандемије корона вируса јесте да реализација кризе „једном у 100 година“ мора да наведе човека да преиспита вероватноћу настанка других великих шокова у будућности (Kozlowski et al. 2020, стр. 5).

У појединим државама, попут Италије или САД, јавни дуг је повећан између 25% и 30% у односу на БДП. Осим тога, нивои дуга које су достигле бројне земље, близу 160% БДП-а за Италију, 130% БДП-а за САД, или 200% БДП-а за Грчку, далеко су изнад нивоа који су би се сматрали прихватљивим до пре само неколико година (Gros, 2021, стр. 1).

Од почетка пандемије задуживање влада представља више од половине укупног глобалног повећања задуживања, пошто је на глобалном нивоу однос јавног дуга и БДП-а скочио на рекордних 99%. Повећање дуга посебно је дошло до изражаја у развијеним економијама, у којима је јавни дуг порастао до нивоа 124% БДП-а на крају 2020. године, у односу на 2007. годину када је однос био на нивоу око 70% БДП-а. Са друге стране, у истом периоду приватни дуг је имао умеренији темпо раста тако да је увећан са 164% на 178% БДП-а. Наредним графиком биће приказано увећање укупног и јавног дуга у последњих 5 деценија.



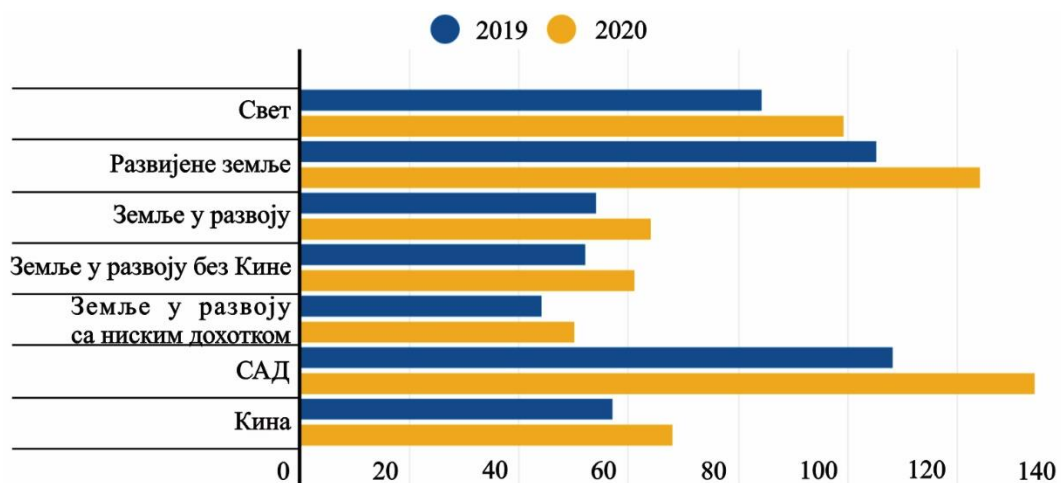
**График 9.** Промене јавног дуга у периоду 1970-2020. године

Извор: <https://blogs.imf.org/2021/12/15/global-debt-reaches-a-record-226-trillion/>

На основу приказаног графика јасно се може уочити да се у периоду од 50 година издвајају два кључна догађаја, глобална економска и финансијска криза и пандемија корона вируса, који су допринели значајном увећању задужености у веома кратком временском периоду. Међутим, потребно је истаћи да су услед здравствене кризе, глобални и јавни дуг током 2020. године доживели највећи пораст у последњих 50 година.

На крају 2020. године јавни дуг је представљао око 40% укупног светског дуга, што уједно представља и највеће учешће од средине шездесетих година прошлог века. Акумулација јавног дуга од 2007. године у највећој мери може се приписати већ

поменути великим економским кризама са којима су се владе суочиле. Међутим, динамика јавног дуга значајно се разликује од земље до земље. Наредним графиком биће приказане тенденције јавног дуга током периода пандемије.



**График 10.** Глобална динамика јавног дуга током пандемије, учешће у БДП

Извор: <https://blogs.imf.org/2021/12/15/global-debt-reaches-a-record-226-trillion/>

На основу приказаног графика јасно се може уочити да се јавни дуг током 2020. године значајно увећао на глобалном нивоу, док је истовремено присутна тенденција бржег раста у неким регионима него током финансијске кризе. Осим тога, јавни дуг развијених држава и Кине представљао је преко 90% раста дуга од 28 трилиона долара током 2020. године.

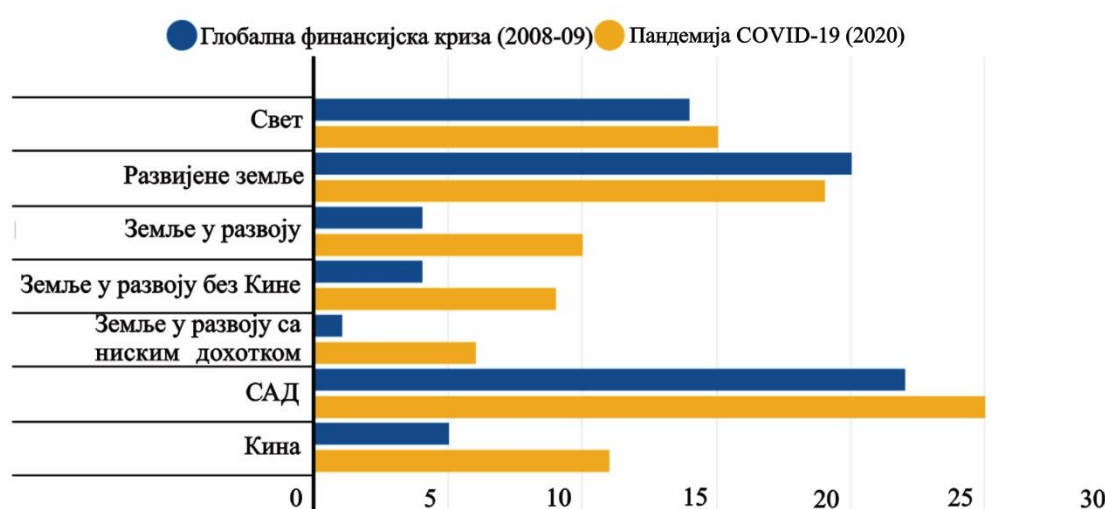
Реч је о државама које су била у могућности да повећају јавни и приватни дуг током пандемије захваљујући ниским каматним стопама, мерама централних банака, али и због добро развијених финансијских тржишта. Насупрот томе, већина земаља у развоју суочила се са ограниченим приступом финансирања, али и вишим стопама задуживања.

Посматрајући трендове током два различита развојна периода, глобалну економску и финансијску и пандемију корона вируса, могу се извести и одређени закључци. Наиме, током пандемије корона вируса дошло је до пораста фискалних дефицита у развијеним економијама услед колапса прихода због рецесије, па су из тог разлога, владе ових држава увеле свеобухватне фискалне мере како се корона висуш ширио.

Овакав развој догађаја допринео је да се учешће јавног дуга у БДП-у током 2020. године повећа за 19%, што истовремено представља повећање које је настало током 2008. и 2009. године. Са друге стране, приватни дуг је увећао своје учешће у БДП-у за

14% током 2020. године, што је готово дупло више него током глобалне економске и финансијске кризе.

Присутне разлике у нивоима задужености само указују на постојање различите природе две кризе. Наиме, током пандемије владе и централне банке својим политикама подржавале су даље задуживање приватног сектора како би се заштитили животи становништва и средства за живот. Међутим, током глобалне економске и финансијске кризе кључни изазов био је на који начин умирити негативне тенденције које су настале као последица претерано задуженог приватног сектора.



**График 11.** Динамика јавног дуга током глобалне финансијске кризе и пандемије, у %

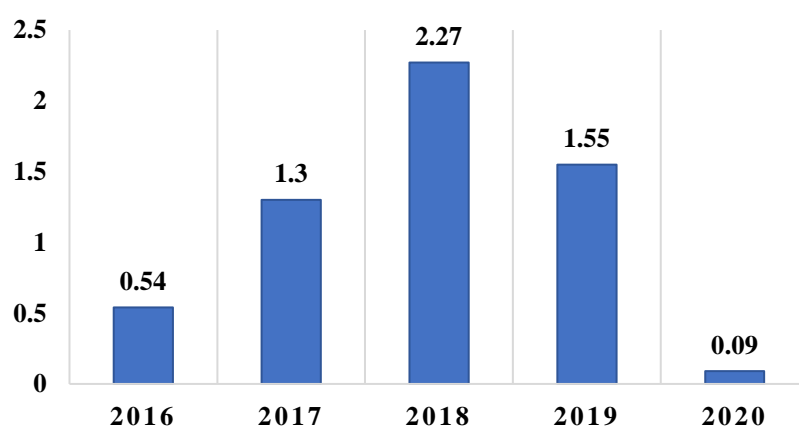
Извор: <https://blogs.imf.org/2021/12/15/global-debt-reaches-a-record-226-trillion/>

Земље у развоју суочиле су се са много строжијим финансијским ограничењима, али и са великим диспаритетима међу државама. Тако рецимо, око 26% пораста глобалног дуга односи се на Кину, док су земље са ниским дохотком представљале мали удео у расту глобалног дуга (Jensen, 2021, стр. 23). Међутим, упркос томе земље у развоју су се суочиле са повећањем учешћа јавног дуга у БДП-у, који је изазван падном номиналног БДП-а током 2020. године. Осим тога, земље са ниским дохотком оствариле су ниво јавног дуга који није виђен од почетка трећег миленијума, када је већина ових држава имала користи од иницијативе за отпис дуга.

Значајан пораст дуга оправдан је потребом да се заштитет животи људи, очувају радна места, али и избегне талас банкротства. Приусутно је становиште да владе држава нису предузеле мере, социјалне и економске последице би биле несагледиве. Међутим, пораст задужености појачава рањивост привреде, нарочито када се услови финансирања поштравају.

У већини случајева, висок ниво дуга ограничава способност влада да подрже опоравак и капацитет приватног сектора да инвестира у средњем року. Кључни изазов је пронаћи праву комбинацију фискалне и монетарне политике у окружењу високог дуга и растуће инфлације. Срећом, током најгоре пандемије, фискална и монетарна политика су једна другу допуњавале.

Као одговор на пандемију многе државе су репрограмирале своје постојеће буџете, активирале резерве за непредвиђене случајеве и усвојиле допунске буџете (Јелисавац-Трошић et al. 2021, стр. 272). Са друге стране, поступци централних банака, посебно у развијеним економијама, допринели су задржавању каматних стопа на минималном нивоу и на такав начин олакшали владама да се задужују. У прилог те чињенице, наредним графиком биће приказано кретање каматне стопе ФЕД-а у периоду пре и током трајања пандемије.



**График 12.** Промене каматне стопе ФЕД-а у периоду 2016-2020. године

Извор: <https://fred.stlouisfed.org/series/FEDFUNDS>

У садашњим условима, монетарна политика на одговарајући начин помера фокус на растућу инфлацију и инфлаторна очекивања. Међутим, док повећање инфлације и номиналног БДП-а помаже у смањењу учешћа јавног дуга у неким случајевима, мало је вероватно да ће ово одржати значајнији пад јавног дуга. Како би спречиле упорно високу инфлацију, централне банке подижу каматне стопе и на такав начин доприносе повећању трошкова задуживања.

На многим тржиштима у развоју, референтне стопе су већ порасле и очекују се даљи раст. Централне банке такође планирају да смање своје велике куповине државног дуга и друге имовине у развијеним економијама, али начин на који се ово смањење спроводи имаће импликације на економски опоравак и фискалну политику. Како

каматне стопе расту, фискална политика ће морати да се прилагоди, посебно у земљама у којима је више изражен проблем са јавним дугом.

Историјски посматрано, фискална подршка ће постати мање ефикасна када каматне стопе реагују, односно већа потрошња (или нижи порези) имаће мањи утицај на економску активност и запошљавање, и истовремено би могла да подстакне инфлаторне притиске. Самим тиме, највероватније ће се интензивирати забринутост за проблем одрживости јавног дуга.

Ризици ће бити увећани ако на глобалном нивоу каматне стопе расту брже него што се очекивало, а раст се успорава. Значајно поштравање финансијских услова повећало би притисак на најзадуженије владе, домаћинства и фирме. Уколико јавни и приватни сектор буду приморани да се истовремено раздужују, изгледи за раст ће изостати. Неизвесни изгледи и повећана рањивост чине кључним да се постигне права равнотежа између флексибилности политике, брзог прилагођавања променљивим околностима и посвећености кредибилним и одрживим средњорочним фискалним плановима. Стратегија профилисана на таквим основама, допринела би смањењу рањивости јавног дуга и олакшала рад централних банака на обуздавању инфлације.

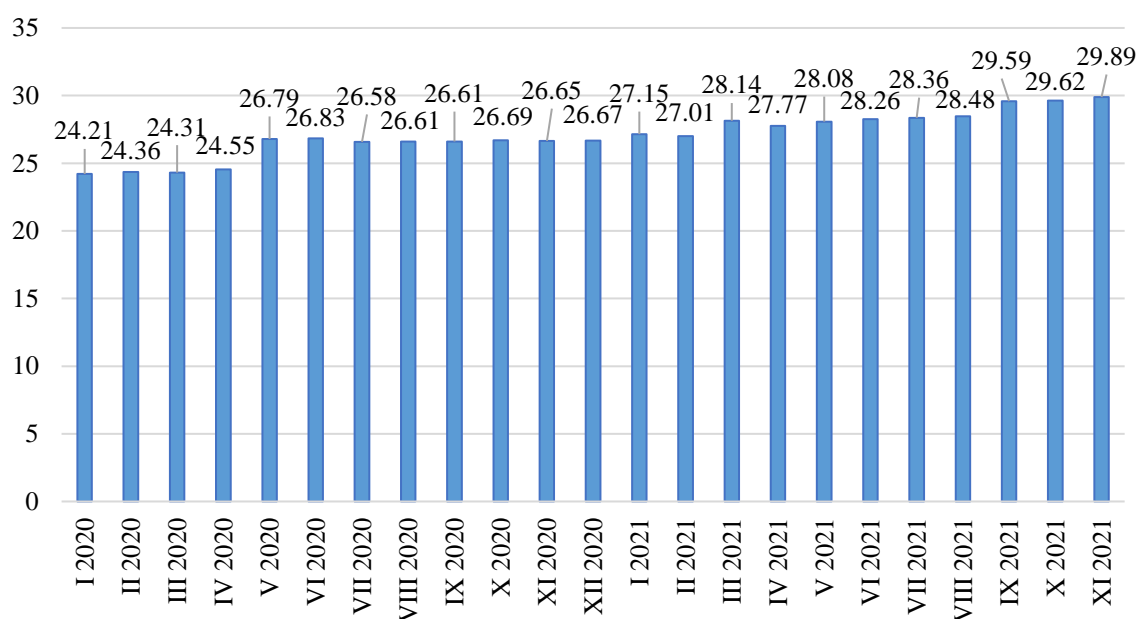
Циљана фискална подршка играће кључну улогу у заштити угрожених. Поједине државе, нарочито оне са високим бруто финансијским потребама или оне чији су девизни курсеви лакше подложни флукуацијама, можда ће морати да се прилагоде брже како би очувале поверење тржишта и спречиле још више изоштравање фискалних проблема. Пандемија и глобална подела у финансирању захтевају снажну, ефикасну међународну сарадњу и подршку земљама у развоју.

Пандемија корона вируса допринела је увођењу ванредног стања 15. марта 2021. године на територији Републике Србије како ради ублажавања здравствених последица, тако и у циљу заустављања ширења болести (Ђаковић, 2021, стр. 2). Функционисање српске привреде у новонасталим околностима био је засновано на многобројним изазовима и ограничењима. Тако рецимо, у циљу сузбијања ширења вируса, како би се смањили контакти међу становницима функционисање сектора попут угоститељства, туризма, авиопревоза и многих врста услуга готово да је сведено на минимум.

Управо из тог разлога, као и на основу примењених мера и политика влада у земљама широм света, била је неопходно профилисање мера и политика државе које би била у функцији помоћи предузећима услед немогућности да несметано обављају своје

привредне делатности. Дакле, присутна ограничења у пословању захтевала су адекватну фискалну политику која би допринела поспешивању привредних активности.

Како је већ указано, услед присутне кризе, дошло је до значајног увећања јавног дуга на глобалном нивоу. Идентичан тренд присутан је и у Србији, која је у значајној мери повећала свој јавни дуг, како би се на такав начин спроводила експанзивна монетарна политика. Наредним графиком биће тенденција кретања јавног дуга Републике Србије од почетка 2020. године, односно од почетка пандемије.



**График 13.** Јавни дуг Србије, јануар 2020-новембар 2021. године, милијарде евра

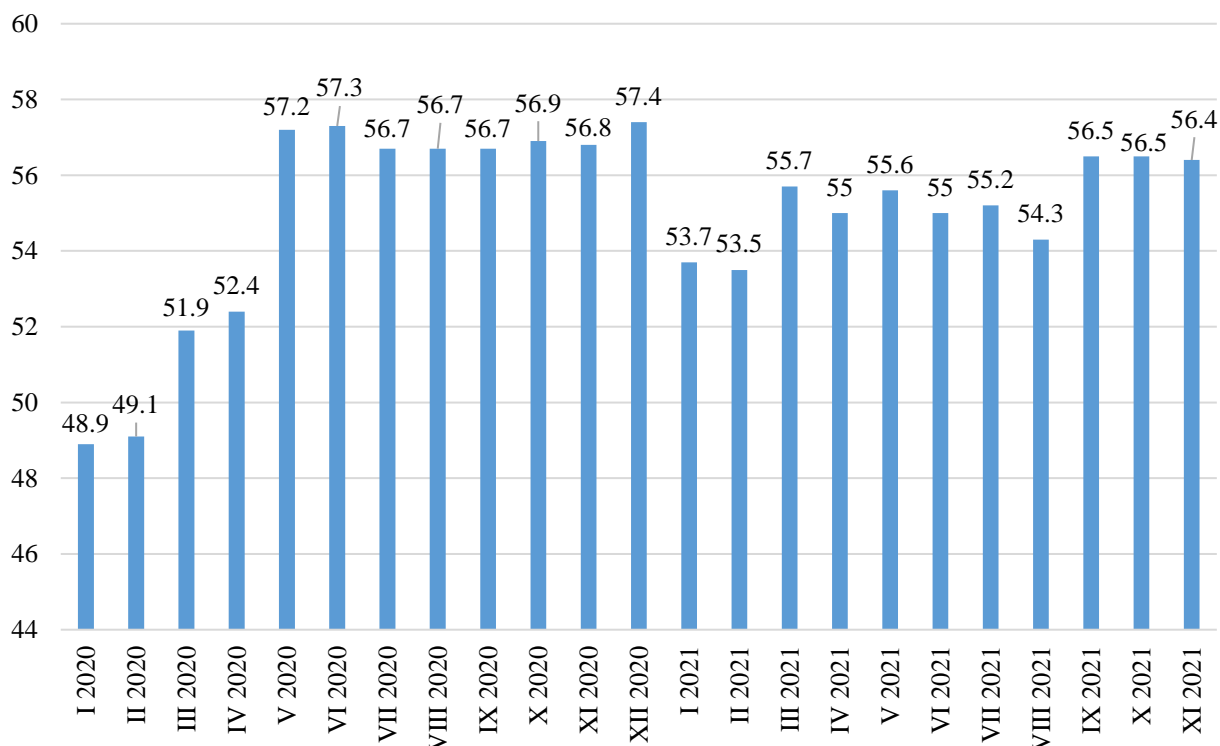
Извор: <http://javnidug.gov.rs/rsc/месечниизвештај>

На основу приказаног графика јасно се може уочити да је на крају 2020. године јавни дуг износио 26,67 милијарди евра, што представља повећање од 2,46 милијарди евра у односу на почетак текуће године. Осим тога, на основу најактуелнијих података, на крају новембра месеца 2021. године, јавни дуг је достигао ниво од 29,89 милијарди евра, односно за једанаест месеци 2021. године јавни дуг је повећан додатних 3,22 милијарди евра. Дакле, током периода пандемије, за свега 23 месеца, дуг Републике Србије увећан је за 5,68 милијарди евра, односно за нешто више од 23%.

Услед присутне неизвесности, изазване пандемијом корона вируса, економска политика у ванредним околностима подразумевала је ново задуживање. Односно, као и већина држава на нивоу света, Србија се сврстала у ред земаља које су повећале јавни дуг услед ванредних околности. Међутим, као логичним се намеће питање економске

оправданости повећања задужења од преко 5,5 милијарди евра, нарочито имајућу у виду перформансе српске економије.

Повећање јавног дуга за последицу је имало промену учешћа јавног дуга у БДП-у, као кључног индиктора одрживости јавног дуга. Ради лакшег уочавања тренда кретања учешћа јавног дуга у БДП-у, на наредном графику биће приказана тенденција овог показатеља током периода пандемије.



**График 14.** Учешће јавног дуга у БДП-у Србије, јан. 2020-нов. 2021. године, млрд. евра

Извор: <http://javnidug.gov.rs/rsc/mесечниизвештај>

На основу приказаног графика јасно се може уочити да је на почетку посматраног периода учешће јавног дуга у БДП-у износило 48,9%. Након тога, услед поменутог повећања задуживања, али и истовременог смањења привредне активности, дошло је до погоршања односа јавног дуга и БДП-а. На крају прве године трајања пандемије, овај индикатор је износио 57,4%, док је након 11 месеци друге године имао вредност од 56,4%.

Имајући у виду напред изнето, потребно је истаћи да приказани подаци јасно указују да током читавог посматраног периода учешће јавног дуга у БДП-у није прешло ниво о 60%. Реч је о веома значајној чињеници, нарочито имајући у виду европске перспективе Србије, јер би учешће јавног дуга у БДП-у које је веће од 60%, према



Мастрихтским критеријумима, сврстало Србију у високо задужену земљу. Са друге стране, када се сагледа у којој мери се повећала задуженост других земаља током пандемије, стиче се утисак да је Србија имала умерени ниво повећања задужености.

Од почетка пандемије прошло је више од две године, међутим неизвесност још увек представља кључну детерминанту функционисања глобалне економије. Осим тога, интензитет кризе није имао исто дејство по регионима и државама, а нарочито се разликује по секторима. У складу са тиме била је неопходна активна улога државе како би привредни, али и јавни живот несметано функционисао у новонасталим околностима.

Фискалне и монетарне мере за спречавање негативних економских ефеката пандемије уведене су у 36 земаља Европе и већини земаља у свету. Реч је о следећим групама помоћи: мере пореске политике, мере директних подстицаја (давања) из буџета и мере за очување ликвидности (Група аутора, 2020, стр. 2). Србија се прикључила већини држава света које су примениле поменуте групе мера.

Државна подршка привреди започела је заправо одлуком Народне банке Србије (НБС) још половином марта 2020. године да смањи референтну каматну стопу на 1,75%, да би током априла уследило још једно, додатно спуштање на 1,5%. У марту је НБС донела и одлуку о тромесечном мораторијуму на отплату кредита и за привреду и за грађане, како би се и -једнима и другима релаксирале обавезе према банкама током очекиваног трајања пандемије (Ђаковић, 2021, стр. 3).

Почетак имплементације сета мера за ублажавање последица пандемије корона вируса, које је профилисала Влада Републике Србије, представља почетак априла 2020. године. Кључне идеје носиоца економске политике оличене су у обезбеђењу економске стабилности државе, али и пружању одлучне помоћи привредним друштвима у приватном сектору како би се изборила са рецесијом.

**Табела 9. Програм економских мера за сузбијање негативних последица пандемије**

Назив мера	млрд. РСД	% БДП
<b>1. Мере пореске политике</b>	<b>161</b>	<b>2,9</b>
- Одлагање плаћања пореза на зараде и доприносе за приватни сектор, током трајања ванредног стања, уз каснију отплату настале обавезе у ратама са почетком најраније од 2021. године	140	2,5
- Одлагање плаћања аконтације пореза на добит у другом кварталу	21	0,4
- Ослобађање давалаца донације од обавеза плаћања ПДВ-а	/	
<b>2. Директна помоћ предузећима за запослене</b>	<b>97,3</b>	<b>1,8</b>
- Директна помоћ предузетницима који се паушално опорезују и који плаћају порез на стварн приход, микро, малим и средњим предузећима у приватном сектору - уплата помоћи у висини минималца (за време трајања ванредног стања - 3 минималне зараде)	92,8	1,7
- Директна помоћ великим предузећима у приватном сектору-уплата помоћи у висини 50% нето минималне зараде (за време трајања ванредног стања) за запослене којима је решењем утврђен престанак рада	4,5	0,1
<b>3. Мере за ликвидност привреде</b>	<b>264</b>	<b>4,8</b>
- Подршка привреди преко Фонда за развој Републике Србије	24	0,4
- Гарантна шема за подршку привреди преко банака	240	4,4
од чега гаранције државе (према изјавама званичника)	60	1,1
<b>4. Остале мере</b>	<b>86</b>	<b>1,6</b>
- Мораторијум на исплату дивиденди до краја године, осим за ЈП	16	0,3
- Исплата 100 евра свим пунолетним грађанима	70	1,3
<b>Буџетске мере (1,2,4 и Фонд за развој) - утицај на буџетски дефицит</b>	<b>368,3</b>	<b>6,7</b>
<b>Буџетске мере и гаранције државе - утицај на јавни дуг</b>	<b>430</b>	<b>7,8</b>
<b>Укупне мере (1, 2, 3, 4)</b>	<b>608,3</b>	<b>11,0</b>

*Извор: Фискални савет, 2020, стр. 7.*

На основу презентованих података јасно се може уочити да је вредност пакета мера за сузбијање негативних последица пандемија на нивоу од 11% БДП-а, односно 608,3 милијарди динара. Дакле, Влада Републике Србије профилисала је приказане мере на основу позитивне праксе и искустава развијених држава света, али и држава из окружења. Осим тога, потребно је указати да су мере конципиране у складу са перформансама буџета Републике Србије.

Профилисан пакет мера помоћи становништву и привреди утемељен је на повећању задужености српске економије. Међутим, потребно је имати у виду да је неизвесност кључна детерминанта пандемије, па је управо из тог разлога неопходно бити свестан постојања многобројних изазова и ограничења у наредном периоду који могу бити ограничавајући фактор развоја привреде Србије.

Свакако, кључни изазови биће у домену јавних финансија, јер је држава морала додатно да се задужује како би имала адекватан одговор на појаву високих непланираних расхода. Како је већ приказано, јавни дуг је значајно увећан и примакао се нивоу високе задужености. У том контексту, потребно је указати да се пред носиоцима економске политике у Србији налази веома тежак задатак: како у датим околностима смањити фискални дефицит, односно како смањити учешће јавног дуга у БДП-у.

### **III ДЕО: ЗАДУЖЕНОСТ И РАЗВОЈ ПРИВРЕДЕ РЕПУБЛИКЕ СРБИЈЕ**

У савременим условима пословања, задуженост представља један од највећих изазова али и ограничења у функционисању привреде. Дакле, реч је о најзначајнијем друштвеном и политичком проблему који оптерећује нормално функционисање модерне државе. Једна од кључних недоречености овог економског феномена огледа се у детерминисању нивоа задужености који неће довести до колапса монетарног, али и и финансијског система једне националне економије.

Модеран развој државе готово да је незамислив без задуживања државе. Такође, појава рецесионих процеса, или било какве нестабилности доприноси значајном повећању дужничког оптерећења. Осим тога, задуживање представља проблем који оптерећује све државе, без обзира на достигнути ниво привредне развијености.

Република Србија, попут многих земаља, има хроничан проблем са спољним и унутрашњим јавним дугом. Са друге стране, нефункционалност српских институција доприноси смањењу поузданости дуга као развојног инструмента, па управо из тог разлога управљање дугом представља истовремено и шансу и ризик развоја. У складу са наведеним, потребно је истаћи да контрола јавног дуга представља кључну детерминанту одрживог економског раста.

#### **1. Развојне перформансе привреде Републике Србије у претходном периоду**

Током свог развоја, Република Србија се динамично мењала, била је чланица неколико различитих држава, како би након готово једног века свој развојни пут поново наставила као самостална држава. Идеја југословенства дуго је живела на овим просторима, а у прилог ове чињенице говори да је Република Србија све до почетка трећег миленијума била чланица некакве заједнице југословенских држава.

Дакле, Србија је крајем 1918. године постала чланица Краљевине Срба, Хрвата и Словенаца, а затим 1929. године Краљевине Југославије (Музеј Југославије 2022). Крајем Другог светског рата, у веома кратком временском периоду, била је чланица Демократске Федеративне Југославије (Обрадовић, 2022, стр. 7), да би крајем новембра 1945. године постала чланица Федеративне Народне Републике Југославије (Милошевић, 2008, стр. 5).

Међутим, 1963. године донет је нови устав који је предвидео промену назива државе у Социјалистичку Федеративну Републику Југославију (Бераха, Ђуричин, 2011, стр. 276), чија је чланица Србија била све до њеног распада почетком деведесетих година XX века. Након тога, током 1992. године Србија са Црном Гором формира Савезну Републику Југославију (Симон, 2003, стр. 105), која је 2003. године прерасла у Државну заједницу Србија и Црна Гора (Мрдаковић-Цветковић, 2006, стр. 326). Поменуто заједништво потрајало је до 2006. године, када је Црна Гора прогласила независност, и на такав начин Република Србија отпочела да функционише као самостална држава.

Све до сада изнето указује да развојне перформансе Републике Србије у значајној мери оптерећује тешко бреме прошлости. Осим тога, изазови процеса глобализације и транзиције, уз све негативне тенденције глобалне економске и финансијске кризе, као и актуелни процеси пандемије и кризе у Украјини, сугеришу на невероватну специфичност развоја Србије у сваком смислу (не само економском), да је то понекада готово незамисливо.

Комплексност привредног развоја Србије своје упориште има у честим променама привредног система, као развојног амбијента једне националне економије. Осим тога, веома честе промене интерног и екстерног окружења обликовале су многобројне ограничавајуће а не развојне факторе српске економије. Историјски посматрано, о привредном развоју Србије може се говорити као о цикличном развоју, који је имао бројне специфичности које је веома тешко квантификовати.

Настанак нове (старе) државе, није разрешио многобројне проблеме у домену привредног развоја, али и привредног система. Поједини проблеми оптерећују актуелни развој економије Србије, а један од виталних налази се у сегменту задужености привреде. У циљу спознаје великих обавеза, али и разноразних ограничавајућих фактора који оптерећују привреду Србије, али и доприносе настанку изазова нових задуживања, као неопходност се намеће указивање на привредни развој Србије у претходним периодима.

### **1.1. Развој привреде између два светска рата**

Завршетак Првог светског рата означио је почетак интеграционих процеса на овим просторима, који су допринели да 01. децембра 1918. године настане Краљевина Срба, Хрвата и Словенаца (Краљевина СХС). Србија је представљала око две петине

укупне територије новонастале државе (95.667km<sup>2</sup>), односно Северна Србија је захватала 49.950km<sup>2</sup>, а Јужна Србија 45.717km<sup>2</sup> (Исић, 2007, стр. 16).

Геостратешки положај нове државе представљао је развојни потенцијал, који је утемељен на богатом и разноликом биљном и животињском свету, значајним хидроенергетским перформансама, разноликом рудном богатству, значајним шумским просторствима, али и импозантном понудом радне снаге. Међутим, кључно ограничење оличено је у чињеници да су у новом заједништву били народи са политичким и економским презентацијама које су се разликовале. Невероватан спој различитости на једном месту допринео је да је било готово немогуће успоставити преко потребан институционални механизам, али и профилисати текућу развојну економску политику.

Први светски рат окончан је потписивањем Версајског мировног уговора, који је државама победницама, између осталих и Србији, гарантовао прано на накнаду штете за претрпљене материјалне губитке и жртве у рату. Према проценама укупна материјална штета коју је Србија претрпела износила је око 6 милијарди златних франака, односно 17 милијарди франака по послератном курсу (Вучо, 1968, стр. 2).

На име ратне одштете, Краљевина СХС је током периода 1921-1931. године добила око 666 милиона златних марака (Петрановић, 1988, стр. 62). Међутим, након тог периода Немачка, као и Аустрија, Бугарска и Мађарска, престале су да измирују своје обавезе услед проблема изазваних надоласком Великог економског кризом. Овако обезбеђена средстава углавном су била у функцији обнове и изградње инфраструктуре на простору читаве земље, док је један мањи део био намењен за обнову индустрије.

Ратна дешавања однела су преко половине српске имовине (Српски Централни Комитет, 1918, стр. 92). Управо из тог разлога обнова разрушене земље и економски развој представљали су кључне детерминанте политике развоја у постратном периоду. Осим тога, у условима политичких превирања, какви су били након рата, било је веома тешко спроводити овако конципирану развојну политику. Фокус интересовања носиоца власти у том периоду био је усмерен на политичке проблеме у односу на економске, што се негативно одразило на остварне резултате који су били више него скромни.

Након завршетка Првог светског рата, Србија се сврставала у ред младих држава у поличитком и економском смислу у међународним оквирима. Реч је о периоду који је уследио након ослобођења од Турака, па су у складу са тиме у првом плану били

политичко уређење и ревитализација унутрашњих односа. Питања попут, привредног развоја и економске природе нису била у фокусу носиоца политичке моћи, јер након ратних дешавања Србија није била оптерећена питањима из домена тешких социјалних проблема и значајних имовинских разлика, као што је то случај у другим старијим државама (Гавриловић-Јовановић et al. 2015, стр. 4).

Током ратних дешавања Србија је готово потпуно девастирана у сваком смислу. Пољопривреда је озбиљно уназађена, док је индустрија стагнирала. Железничке пруге у Србији биле су скоро потпуно онеспособљене, трговина сведена на локалне оквире, а домаће банкарство паралисано (Вучо, 1968, стр. 4). Дакле, током два светска рата може се говорити о веома тепком економском стању у држави.

Након завршетка рата, већи део становништва углавном се бавио пољопривредом, како би на такав начин обезбедио животну егзистенцију. Осим тога, преко три четвртине становништва бавило се производњом сировина, док је око четвртине земљишта било под пољопривредним културама попут пшенице, кукуруза и других житарица.

Током два светска рата, примењене мере економске политике у значајној мери су утицале на животни стандард сељака, о чему најбоље говори податак да је пољопривреда остајала без око 46% њених тржишних прихода (без дела продаје локалним потрошачима) (Куколеча, 1956, стр. 207). Истовремено, била је присутна разлика од 35-75% између цена индустријских производа које је сељак куповао у односу на цене производа које је износио на тржиште, што је нарочито долазило до изражаја у периоду 1932-1939. године (Јелић, Цветковић, 1956, стр. 54).

Током периода између два рата, пољопривреда је остварила просечно учешће у националном доходу од око 46% (Општа државна статистика, 1938, стр. 403). У Краљевини Југославије, од пољопривреде, шумарства и рибарства живело је 76,3% према попису из 1931. године (Општа државна статистика, 1938, стр. 20-31).

Осим наведеног, једна од кључних карактеристика пореске политике ове државе односила се на постојање значајних разлике у фискалном оптерећењу појединих делатности. Односно, укупно пореско оптерећење у пољопривреди је износило 48%, занатству 36%, док је у индустрији износило свега 22,5%. Са друге стране, пољопривредници су остварили 41%, затим запослени у индустрији 36%, док су најмање учешће у укупној потрошњи од 23% имале занатлије (Куколеча, 1956, стр. 195-198).

Презентовани подаци, јасно указују да је ценовни механизам представљао кључну детерминанту драстичног преливања дохотка из пољопривредног у индустријски сектор.

Осим пољопривреде, као једна од најзначајнијих делатности издвојило се сточарство, при чему сје предњачио узгој говеда и свиња. Затим, услед природних погодности воћарство је представљало значајну привредну грану. Шљиве, јабуке, крушке и трешње представљале су основ развоја воћарства у Србији.

Једна од важнијих привредних грана у Србији било је рударство, и то изнад свега због присуства руда злата, живе, олова, цинка, бабра, гвожђа и угља. У периоду између два рата, индустријска производња је била у почетној фази развоја и подразумевала је рад код куће, занатство и фабричку индустрију. Индустрија у фабрикама била је у зачетку, али су се издвајале млинска индустрија, прерада меса, текстилна индустрија, индустрија шећера и др. (Српски Централни Комитет, 1918, стр. 13-33)

Током читавог међуратног периода, највећи део индустријске производње био је у сегменту лакопрерађивачких индустријских грана, које су генерисале 78% укупног броја индустријских предузећа, 70% радних места и 60% инвестираног капитала. Рударство је представљало кључну детерминанту преосталог дела индустрије, при чему је доминантно место заузимала прерада угља са 90%, док су производња бабра, гвожђа, олова, цинка и пирта представљале осталих 10% (Марсенић, 1999, стр. 80). У том контексту биће приказан број запослених лица према главном занимању 1931. године.

**Табела 10.** Запосленост лица према главном занимању 1931. године

	Пољопривреда	Индустрија и обрт	Трговина, кредити и промет	Јавна служба, слободна занимања и војска	Остало	Укупно
Словенија	372.943	130.201	35.244	30.111	47.571	616.017
Хрватска	1.302.288	182.630	73.510	70.704	76.976	1.706.111
Војводина	593.713	130.203	49.176	44.705	40.766	858.563
Централна Србија	1.367.131	148.822	56.771	75.017	66.065	1.713.065
Босна и Херцеговина	854.747	68.236	31.966	36.452	25.357	1.016.758
Црна Гора	107.161	7.912	4.188	11.419	6.544	137.224
Македонија	302.186	37.719	16.376	28.320	17.889	402.481

*Извор: Мирковић, 1958, стр. 338.*



На основу приказаних података јасно се може уочити да је пољопривреда упошљавала највећи део радно способног становништва током два светска рата. Од укупног броја запослених, у Србија и Хрватској је највише било запослених у пољопривреди. Осим тога, индустријски сектор је представљао значајан сегмент привредног живота јер је након пољопривреде запошљавао највећи број становништва.

Упоредо са процесом индустријализације одвијао се и процес урбанизације. Наиме, током времена повећао се број становника у градовима, док је истовремено дошло и до проширења градских насеља. Тако рецимо, у периоду од свега 10 година у Београду се повећао број становника за 113,7%, односно са 111.739 у 1921. години на 238.775 становника на крају 1931. године. Такође, у истом периоду, у Новом Саду је дошло до повећања становника за 63,6% и то са 39.122 на 63.985 (Група аутора, 2008, стр. 55).

Осим развоја индустрије, период између два рата био је нарочито погодан за развој занатства у Србији. Посебно су се издвајали занати у домену коже и текстила, односно обућарство, опанчарство и кројачки занат. У Србији је укупно издато 20.155 дозвола за отварање занатских радњи између 1924. године и 1929. године, што је просечно годишње више него у претходном периоду (Миленковић, 2000, стр. 19).

Међутим, повећан број занатских радњи није последично допринео повећању животног стандарда радника у овој делатности, већ напротив, радници су били у далеко лошијој финансијској ситуацији у односу на раднике у индустрији. Посебно тежак положај имали су они који су били на изучавању заната.

У циљу побољшања кредитних линија ка занатлијама, 1927. године основана је Занатска банка. Реч је о акционарском друштву у коме је држава имала 40% акционарског капитала, док су занатлије имале 60%. Међутим, услови кредитирања занатства били су далеко лошији у односу на друге привредне секторе, нарочито у односу на индустрију и пољопривреду (Мирковић, 1968, стр. 356).

Период између два рата остаће упамћен као период обнове и динамизирања економских токова многих привредних сектора. У прилог тога говоре и подаци о кретању БДП-а, односно националног дохотка у овом периоду. Са друге стране, доступни подаци приказују динамику кретања ових индикатора на нивоу читаве државе, али могу бити у функцији указивања на трендове и на нивоу Србије.

У периоду од 1920. године до 1929. године просечна годишња стопа раста реалног БДП-а износила је 4,4%. Међутим, у истом периоду стопа раста БДП per capita била је знатно мања и износила је 2,9% (Maddison, 1995, стр. 148), и то као резултат прилично брзог повећања броја становника. Новонастала ситуација последично је допринела смањењу перформанси привреде Србије, тако да је током 1924-1930. године остварена просечна стопа раста националног дохотка од 3,2%, док је током периода 1931-1939. године просечна стопа раста износила тек 1,9% (Марсенић, 2000, стр. 81).

Економски посматрано, као логичним се намеће закључак да је реч о оствареним значајним стопама. Ипак, потребно је имати у виду да је стартна основа новонастале државе била веома ниска. У том контексту потребно је истаћи да је током истог периода стопа раста БДП-а у Чехословачкој износила 5,8%, у Аустрији 5,1%, Француској 4,8%, Немачкој 4,8%, Италији 2,9% и САД 3,9% (Broadberry, Klein, 2012, стр. 99).

Једно од веома негативних привредних обележја новонастале државе огледа се у изузетно неповољној привредној структури. Наредном табелом биће приказана структура реалног националног дохотка између два светска рата.

*Табела 11. Структура реалног националног дохотка у периоду 1923-1939. године*

период	Индустрија и рударство	Пољопривреда	Остале делатности	Укупни нац. доходак
1923/1924	16,87	46,9	36,3	100,0
1928/1929	19,1	42,6	38,3	100,0
1923/1929	17,8	44,8	37,4	100,0
1930/1934	18,2	46,8	30,0	100,0
1935/1939	19,6	47,3	35,0	100,0

*Извор: Аранђеловић, 2008, стр. 132.*

На основу приказаних података јасно се може уочити да је пољопривреда доминантна делатност у читавом периоду између два светска рата. Учешће пољопривреде у укупном националном дохотку креће се од 44,8% у периоду 1923-1929. године до 47,3% колико је износило у периоду 1935-1939. године. „Владајући друштвено-економски односи у Југославији између два светска рата нису стварали услове за промену економске структуре земље, јер то није било одлучујуће за профите

које је убирала домаћа буржоазија у спрези са иностраним капиталом.“ (Аранђеловић, 2008, стр. 131)

Осим тога, уочи Првог светског рата, 1913. године, БДП *per capita* у Србији је износио 1.060 долара (у ценама из 1990. године), што је Србију сврстало на задње место у Европи. Међутим, и новонастала држава налазила се на европском зачељу 1929. године са оствареним БДП *per capita* од 1.364 долара. У том моменту једино су Румунија (1.102 долара) и Бугарска (1.128 долара) биле лошије позициониране на основу овог показатеља (Maddison, 1995, стр. 201).

У периоду од 1918. године до 1939. године, инвестициони капитал на нивоу Краљевине СХС, односно Југославије, повећан је за 154,5%. Осим тога, у истом периоду, дошло је до повећања запослености у индустрији за читавих 188,7% (Димић, 1998, стр. 66).

У првој деценији свог функционисања новонастала држава остварила је током четири године суфицит, док је у преосталих шест година остварила дефицит. Постојање релативне избалансираности увоза и извоза, попут развијених економија у које се није се није могла сврстати Краљевина СХС, указује на недовољне развојне напоре, односно одсуство задуживања у иностранству у циљу увећања оскудне домаће акумулације (Марсенић, 1990, стр. 175).

Током периода између два рата, Краљевина СХС је остварила одређени напредак у економском развоју, али је то све било недовољно у односу на достигнути ниво развијености многих европских држава. Осим тога, присутни су многобројни ограничавајући фактори будућег економског развоја, у које се могу свртстати следећи: „недостатак капитала и стручне радне снаге, ниска техничка опремљеност, доминација ситне индустријске производње, општа заосталост пољопривреде, значајно ослањање на инострани капитал, који је у великој мери имао шпекулативни карактер.“ (Гавриловић-Јовановић et al. 2015, стр. 25)

Дакле, новонастала држава представља спој држава са различитим историјским наслеђем, али и различитог достигнутог нивоа привредне развијености. Развојни период између два светска рата обележен је продубљивањем постојећих неравномерности. „Подаци указују на изразито неравномерно улагање капитала у индустрију у периоду 1918-1938. године, што је омогућило да се, нпр. Словенија два и по пута развија брже од

Србије, шест пута брже од Босне и Херцеговине и скоро двадесет пута брже од Црне Горе.“ (Росић, 2000, стр. 284)

Додатно оптерећење привредном развоју између два светска рата представљала је Велика економска криза, која је током 1929. године добила глобални карактер. У веома кратком временском периоду била је присутна и у Србији, те је само још више изоштрила нагомилане проблеме у привреди. Почетком тридесетих година прошлог века, привреда Србије улази у период успона који је заустављен припремама за почетак Другог светског рата.

## **1.2. Карактеристике развоја српске привреде у периоду од 1945. до 1990. године**

Током Другог светског рата Југославија је била готово потпуно разорена, односно земља је остала без значајног дела становништва, али и без доброг дела производних капацитета и инфраструктуре. Поменуте околности предодредиле су развојну и економску политику у послератним годинама.

Према извештају Државне комисије, према ценама из 1938. године, током ратних дешавања Југославија је претрпела штету од 9,1 милијарди долара, што је био еквивалент 17% насталих губитака у осамнаест савезничких држава без СССР-а. Када је реч о штети у југословенској индустрији, највећи терет поднела је Србија са 58% оштећења у односу на укупна индустријска постројења (Ђорђевић, Мијатовић, 1990, стр. 12).

Дакле, период након завршетка рата представља период обнове разрушене земље, који се првенствено заснивао на индустријализацији. „Индустријализација као генерални развојни образац је била најпре дефинисана у Закону о петогодишњем плану развита народне привреде Федеративне Народне Републике Југославије у годинама 1947-1951.“ (Марсенић, 2000, стр. 83) Развој тешке индустрије и енергетике представљало је полазиште овако конципиране развојне политике.

Истовремено су чињени значајни напори како би се повећао обим акумулације и инвестиција, које су представљале кључне детерминанте унапређења перформанси тешке индустрије и енергетике. Са друге стране, последично је маргинализован развој пољопривреде и лаке прерађивачке индустрије, услед чега лична потрошња и животни стандард нису били на завидном нивоу.

Међутим, постављени циљеви првог петогодишњег плана дефинитивно су били превисоко постављени, и као такви није ни било реално да буду остварени. Присутно је становиште да су били конципирани на такав начин да су од старта били осуђени на неуспех. С једне стране, разлоге треба тражити у веома скромној материјалној бази разрушене привреде, док је са друге стране „посебну потешкоћу представљао прекид економских односа и затегнута политичка ситуација са Совјетским Савезом.“ (Веселиновић, 2013, стр. 221)

Осим поменутог, смањења пољопривредна производња допринела је изоштравању проблема исхране становништва, па је један од кључних приоритета био увоз хране. На такав начин дошло је до смањења увозног потенцијала за производне погоне тешке индустрије и енергетике. Међутим, и у наведеним околностима индустријска производња је остварила раст, док је „брuto домаћи производ остварио просечну стопу раста од 2% па је у 1952. години био за 1,52% већи него у 1947. години.“ (Веселиновић, 2013, стр. 221)

Имајућу и виду многобројне неравномерности и ограничења у привредном развоју, у периоду до 1956. године годишњи планови били су кључна детерминанта економског развоја. Заснивали су се на већ конципираним развојним приоритетима првог петогодишњег плана, док су били осавремењени потребама лако прерађивачке индустрије, али и променом развојних праваца пољопривредне производње.

У наредном периоду примењивана је већ позната пракса профилисања петогодишњег плана, тако да је наредни конципиран за период 1961-1965. године. Наравно, план је предвиђао високе стопе привредног и индустријског раста, као и стабилан развој целокупне привреде. Осим тога, план је предвиђао неутралисање негативног утицаја свих ограничавајућих фактора на пораст производње основних индустријских сировина, грађевинских материјала и капиталне опреме.

Упркос чињеници да је реч о стратешком развојном документу, кључни недостатак налазио се у домену развојних приоритета који су профилисани веома широко. Самим тиме, готово да је било немогуће одредити приоритне секторе развоја што је последично допринело да се неоствари двоцифрена стопа раста друштвеног производа, па је у складу са тиме даље спровођење плана обустављено.

Током 1963. године креиран је седмогодишњи план за период од 1964. до 1970. године, који никада није имплементиран. Управо из тог разлога, функционисање

привреде током 1963., 1964. и 1965. године било је утемељено на годишњим плановима. Кључна карактеристика овог развојног периода јесте недостатак сировина који је последично допринео смањењу искоришћености прерађивачких капацитета. Повећање увоза сировина представљало је решење овог горућег проблема. Међутим, зависност привреде од увоза била је све већа, што је допринело и продубљивању проблема са дефицитом платног биланса.

У односу на педесете године, током шездесетих година приметан је значајнији пораст цена. Присутно је становиште да просечна годишња стопа раста цена на мало од око 7% још увек није висока (Марсенић, 2000, стр. 85). Осим тога, током шездесетих година привредни раст СФР Југославије био је међу најдинамичнијим у свету, док је најбржи био у периоду 1953-1960. године (Марсенић, 1984, стр. 125-132). Овакав тренд настављен је до привредне реформе из 1965. године, и упамћен је као најдинамичнији развојни период у историји бивше Југославије.

Привредном реформом из 1965. године постављено је неколико циљева који су били у функцији тоталног заокрета у развоју Југославије. Изнад свега, један од циљева претпостављао је прелазак са екстензивног модела привређивања на интензивни. Осим тога, извршено је девалвација динара у односу на долар, повећање цена, али и измена царинских тарифа. (Бакарић, 1983, стр. 4)

Међутим, већ на почетку спровођења реформе било је сасвим јасно да је осуђена на неуспех. Жељени резултати никада нису остварени, али су становници први осетили неуспех имплементираних мера јер је дошло до општег пораста цена, услед чега је дошло до повећања трошкова живота за 35% (Биланцић, 1999, стр. 118). Присутна је једна свеобухватна оцена да привредна реформа из 1965. године представља „нашу велику заблуду.“ (Росић, 1984, стр. 22)

Након поменутих привредних реформи, за период 1966-1970. године, профилисан је нови петогодишњи план. Раст продуктивности од 70% представљао је кључну детерминанту овог плана, и требало је да представља генератор привредног раста. Тачније, повећање ефикасности постојећих производних капацитета а не изградња нових капацитета требало је да представља генератор привредног раста.

Развој привреде на оваквим основама подразумевао је већи утицај иностране конкуренције на националну економију, али и значајнији утицај извозне оријентације. Осим тога, овај период претпостављао је далеко скромније стопе раста друштвеног

производа, просечно годишње 7,5%-8,5%. Осим тога, била су присутна очекивања да ће доћи до смањења релативног удела акумулације у националном дохотку са 27% у 1964. години на 21% у 1970. години (Марсенић, 2000, стр. 86).

Током седамдесетих година имплементирана је готово идентична политика развоја као и у претходном периоду. Једна од промена односила се на то да су планиране ниже стопе раста, али и стопе укупног друштвеног производа и индустријске производње у односу на оне које су биле превиђене претходним плановима. Тако рецимо, за период 1971-1975. године, планирана је просечна годишња стопа раста друштвеног производа од 7,5%, док за индустријске производње тај ниво износио 8% (Марсенић, 2000, стр. 86).

Осим поменутог, овај период остаће упамћен по настојањима носиоца економске политике да реше проблем незапослености, као један од горућих проблема југословенске привреде. Дакле, дошло је до „отварања нових, нерационалних и мегаломанских прерађивачких капацитета“ (Веселиновић, 2013, стр. 227), који су били у функцији креирања нових радних места. Међутим, проблем незапослености није решен, већ је још више изоштрен, односно, може се рећи да се „запосленост није кретала у директној сразмери са растом привреде.“ (Аранђеловић, 2008, стр. 135)

Наиме, на крају 1970. године на хиљаду радника запослење је тражило 83 лица, док је на крају 1980. године на хиљаду радника запослење тражило 135 лица. Такође, дошло је до значајног повећања броја стручних лица која траже посао, и то са 25,9% током 1970. године, на 43,3% током 1980. године (Веселиновић, 2013, стр. 227). Оваква кретања на тржишту рада само указују на слабашне перформансе привреде у прихватању стручног кадровског потенцијала.

У контексту свега изнетог до сада, потребно је указати да ће период седамдесетих година бити упамћен као период у коме је Југославија драматично повећала своју задуженост. Док је на крају 1972. године инострани дуг износио 2,3 милијарде долара, већ је на крају 1980. године увећан 9 пута (Веселиновић, 2013, стр. 227).

Током осамдесетих година, развој привреде био је заснован на многобројним стратешким документима, попут Дугорочни програм економске стабилизације, Дугорочни друштвени план Југославије од 1986. до 2000. године као и годишње резолуције о економској политици за реализацију петогодишњих планова у одговарајућим годинама. Међутим, изнад свега развој се заснивао на два петогодишња

плана, и то за период 1981-1985. године и за период 1986-1990. године (Марсенић, 2000, стр. 87).

Наведена документа била су у функцији превазилажења присутних диспропорција у привреди Југославије. Управо из тог разлога, као кључне детерминанте свих докумената могу се навести модернизација привреде, интензивно привређивање, укључивање у међународну поделу рада, повећање акумулативне и репродуктивне способности привреде, рационализација опште и заједничке потрошње, смањење бројних диспаритета у производној структури и сл.

Са друге стране, поменута документа нису била у функцији реализације постављених циљева, па као таква нису креирала позитивне тенденције у привреди. Изостанак институционалне подршке представљало је непремостиву препреку у процесу спровођења свих стратешких докумената. Као кључни резултате имплементираних политика овог периода могу се навести: висока стопа инфлације, ниска или негативна стопа раста друштвеног производа, веома изражена незапосленост и опадање/нестајање акумулације (Марсенић, 2000, стр. 87).

Међутим, потребно је нагласити да ће осамдесете године бити упамћене као период драстичног смањења привредног раста. На крају 1979. године, југословенска привреда остварила је стопу раста друштвеног производа од 7%, да би већ наредне године стопа пала на 2,3%. У наредним годинама, долази до све значајнијег смањења стопе раста друштвеног производа, тако да по први пут након двадесет седам година на крају 1983. године остварује негативну вредност. Након тога, остварују се скромне стопе раста друштвеног производа, изузимајући 1989. годину када је забележен симболичан раст друштвеног производа (Марсенић, 2000, стр. 203).

Један од најважнијих индикатора оцене остварених резултата у развоју привреде једне националне економије свакако је темпо привредног раста. У циљу указивања на динамику привредног раста Југославије, али и како би се на најбољи могући начин приказала (не)успешност свих стратешких развојних докумената, у наредној табели биће приказане планиране и остварене стопе раста друштвеног производа у средњерочним плановима.

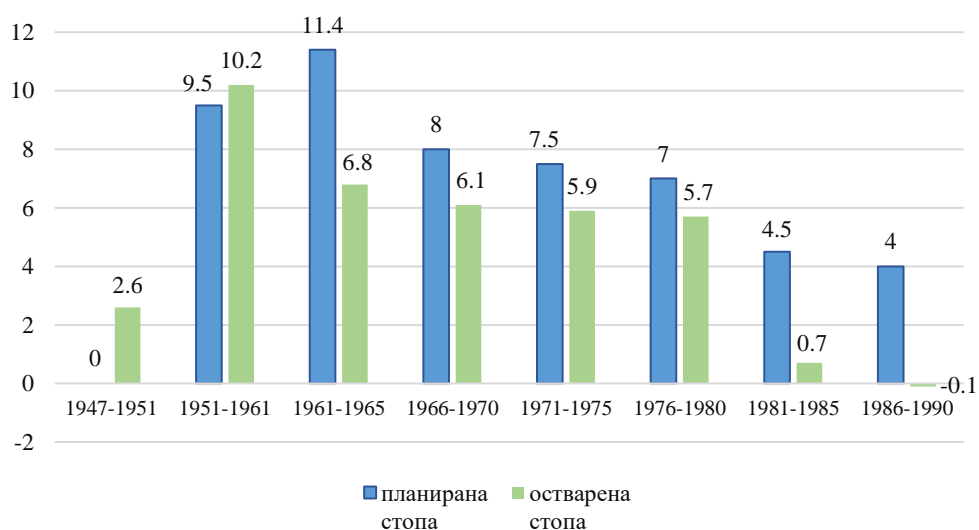


**Табела 12.** Планиране и остварене стопе раста друштвеног производа у средњерочним плановима Југославије

период	Укупна привреда		Индустрија	
	планирана стопа	остварена стопа	планирана стопа	остварена стопа
1947-1951.	...	2,6	...	6,3
1951-1961.	9,5	10,2	11,2	12,7
1961-1965.	11,4	6,8	13,0	10,6
1966-1970.	8,0	6,1	9-10	5,9
1971-1975.	7,5	5,9	8,0	8,1
1976-1980.	7,0	5,7	8,0	6,9
1981-1985.	4,5	0,7	5,0	1,3
1986-1990.	4,0	- 0,1	4,5	0,5

Извор: Марсенић, 2000, Београд, стр. 88.

Ради лакшег уочавања одступања остварене од планиране стопе раста друштвеног производа у средњерочним плановима, презентоване податке приказаћемо графички, како на нивоу укупне привреде, тако и на нивоу индустрије.

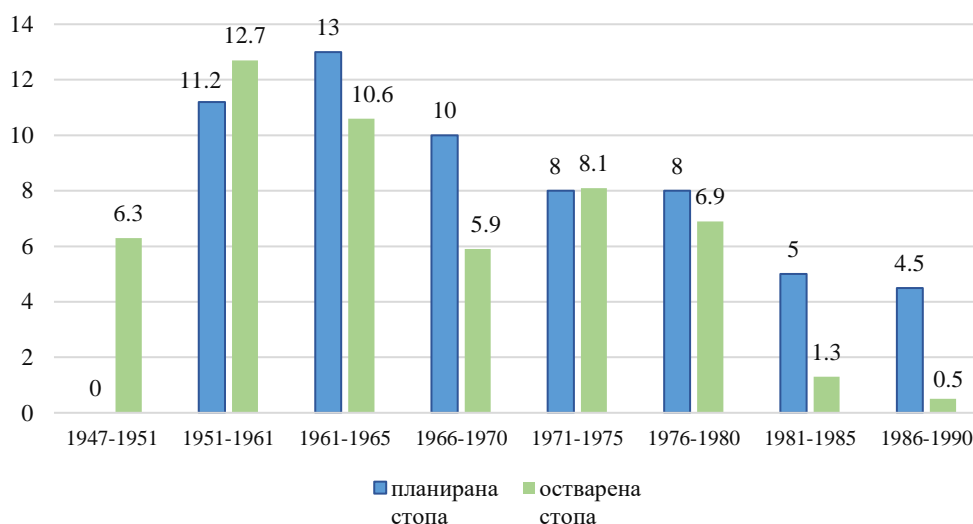


**График 15.** Планиране и остварене стопе раста друштвеног производа у привреди у средњерочним плановима Југославије

Извор: Самостални графички приказ на основу података из Табеле 12.

На основу приказаног графика јасно се може уочити да је једино у периоду 1951-1961. године остварена планирана стопа раста друштвеног производа предвиђена средњерочним планом. У свим осталим петогодишњим периодима планиране стопе било је немогуће остварити, док је у периоду 1986-1990. године остварена негативна стопа раста друштвеног производа. Наредним графиком биће приказано кретање планиране и остварене стопе раста друштвеног производа у индустрији у средњерочним плановима Југославије.

Када је реч о планираним и оствареним стопама раста друштвеног производа у индустрији у средњерочним плановима Југославије, током периода 1951-1961. године и периода 1971-1975. године остварена стопа раста друштвеног производа у индустрији била је већа од планиране стопе раста. Кретање планираних и остварених стопа раста друштвеног производа у индустрији током читавог периода бивше Југославије биће приказано на наредном графику.



**График 16.** Планиране и остварене стопе раста друштвеног производа у индустрији у средњерочним плановима Југославије

*Извор: Самостални графички приказ на основу података из Табеле 12.*

Презентовани подаци, као и приказани графици, јасно указују на неусклађеност могућности привреде бивше Југославије, с једне стране, и развојних амбиција носиоца економске политике, са друге стране. Резултат овако конципиране развојне политике био је успорен раст, док се током времена диспарат између планираних и остварених стопа раста све више увећавао.

Економски индикатор по привредним секторима представља најбољи индикатор како би се указало на правац и интензитет структурних промена у једној националој економији. На такав начин може се сагледати на развојну динамику појединих сектора током одређеног временског периода. Управо из тог разлога, наредном табелом биће приказане просечне стопе раста друштвеног производа.

*Табела 13. Просечне стопе раста друштвеног производа по секторима*

Период	Ук.	Друштв. сектор	Сектор индивид. својине	Индустр.	Пољоп.	Остали сектори
1952-1960	8,3	9,0	6,7	11,9	7,4	6,9
1956-1960	9,4	11,2	5,8	11,1	8,4	9,0
1961-1970	5,7	6,6	2,5	7,5	1,8	6,3
1961-1965	5,7	7,2	0,5	9,6	0,6	5,6
1966-1970	4,2	5,0	1,2	4,7	0	5,8
1971-1980	5,0	5,5	2,0	6,5	1,7	4,9
1971-1975	4,2	4,6	2,3	6,1	1,5	3,8
1976-1980	4,8	5,7	-0,1	5,9	0	5,6
1981-1990	-0,4	-0,6	0,2	0,7	0,6	-2,4

*Извор: Аранђеловић, Глигоријевић, 2008, стр. 198.*

На основу приказаних података јасно се може уочити да је укупна просечна стопа раста друштвеног производа остваривала позитивне, и може се рећи значајне вредности, све све до периода 1981-1990. године када је остварена негативна стопа од 0,4%. Такође, јасно се може уочити да је друштвени сектор доминантан и да је представљао кључни сектор генерисања укупне стопе друштвеног производа током читавог периода функционисања бивше Југославије. Осим поменутог, јасно се може уочити да је у сектору индустрије остварена највећа просечна стопа раста друштвеног производа.

Једно од кључних обележја читавог развојног периода бивше Југославије је тренд смањења просечних стопа раста у свим секторима. Презентовани подаци сасвим јасно указују да су стопе раста друштвеног производа по секторима током читавог периода веома колебљиве, а самим тиме веома је нестабилна укупна стопа раста друштвеног

производа. Такође, приказани подаци указују да су пољопривредна и индустријска производња биле носиоци структурних промена у југословенској привреди.

У периоду након Другог светског рата индустријализација представља кључну детерминанту трансформације привредне структуре. У циљу указивања на достигнути ниво развијености југословенске привреде, наредном табелом биће приказана структура друштвеног производа.

*Табела 14. Структура друштвеног производа у периоду 1952-1990. године*

Сектор	1952	1960	1970	1980	1990
Друштвени	67,1	70,9	81,5	85,9	87,7
Индивидуални	32,9	29,1	18,5	14,1	12,3
Индустрија	22,0	29,5	33,8	38,6	40,5
Пољопривреда	33,3	30,8	17,9	13,8	12
Остали	44,7	39,7	48,3	47,6	47,5
Укупно	100	100	100	100	100

*Извор: Аранђеловић, Глигоријевић, 2008, стр. 201.*

На основу приказаних података јасно се може уочити да је у посматраном периоду доминантно учешће друштвеног сектора у односу на индивидуални сектор. Такође, током читавог периода приметно је повећање учешћа друштвеног сектора, и то са 67,1% током 1952. године на 87,7% током 1990. године. Са друге стране, индивидуални сектор се смањивао са 32,9% на крају 1952. године на 12,3% на крају 1990. године. Дакле, сектор индустрије је своје учешће повећао за преко 20%, док је у истом периоду пољопривреда смањила своје учешће за око 20% у структури друштвеног производа.

Осим поменутог, када је реч о секторској структури, приказани подаци јасно указују да највеће учешће имају остали сектори, затим следи сектор индустрије, док је најмање учешће пољопривредног сектора. Током посматраног периода могуће је уочити два тренда, односно дошло је до повећања учешћа сектора индустрије, уз истовремено смањење учешће сектора пољопривреде.

Структура запослених у појединим секторима представља индикатор од великог значаја који указује на тенденције структурних промена у привреди. Међутим, једно од ограничења анализирања структуре запослених произилази из чињенице да укупан број запослених подразумева искључиво социјално осигурана лица. Наредном табелом биће приказане промене у запослености у југословенској привреди.

*Табела 15. Промене у запослености по секторима привреде у периоду 1952-1980. године*

Сектор	Број запослених у 000				Структура у %				Индекс
	1952	1960	1970	1980	1952	1960	1970	1980	
Индустрија	613	1.014	1.508	2.022	9,1	14,6	21,7	27,7	18,6
Пољопривреда	5.360	4.761	3.945	3.945	80,0	68,6	56,7	46,4	-33,6
Остали сектори	728	1.163	1.506	1.896	10,9	16,8	21,6	25,9	15,0
Укупно	6.701	6.938	6.959	7.312	100	100	100	100	33,6

*Извор: Аранђеловић, Глигоријевић, 2008, стр. 204.*

На основу приказаних података јасно се може уочити да се укупан број запослених повећао у посматраном периоду. Осим тога, посматрано по секторима, у сектору пољопривреде дошло је до смањења запослених, док је у другим секторима дошло до повећања броја запослених у посматраном периоду. Смањење броја запослених у пољопривреди, од 33,6%, у корелацији је са смањеним значајем пољопривреде у структури формирања друштвеног производа.

На основу изнетог, сви презентовани подаци о тенденцијама у привреди бивше Југославије, упућују на закључак да је присутан значајан утицај привредних кретања на запосленост. Тачније, највећи раст запослености остварен је у периоду 1952-1960. године, односно у периоду када је остварена највећа стопа раста друштвеног производа. Међутим, привредна реформа из 1965. године није допринела значајнијем повећању запослености у наредном периоду.

Постоји сагласност многобројних аутора да је криза у југословенској привреди настала током осамдесетих година, али и да није имала само економске карактеристике. Нажалост, „дугорочно се увлачила у све поре друштва, нагризала основне темеље друштва, да би на крају, уз подршку спољних фактора допринела распаду СФР Југославије.“ (Аранђеловић, 2008, стр. 139)

### 1.3. Привредни развој у последњој деценији XX века

Последња деценија XX века остаће упамћена као период драматичних негативних догађаја који нису били познати на овим просторима од завршетка Другог светског рата. Почетком деведесетих година дошло је до кулминације дезинтеграционих процеса што је резултирало распадом СФР Југославије. „Најтежи моменти у привредном, а и такође и у укупном развоју, догодили су се управо у задњој деценији прошлог века: санкције, инфлација, драстичан пад БДП-а, пораст незапослености и пад стандарда становништва.“ (Аранђеловић, 2008, стр. 174)

Распадом СФР Југославије нестала је једна пространа и многољудна држава, а настало је шест, односно седам самосталних држава, док су дезинтеграциони процеси још увек актуелни. Убрзо након распада Југославије, „27. априла 1992. године, бивше чланице Србија и Црна Гора оснивају Савезну Републику Југославију.“ (Марсенић, 2000, стр. 221)

Привредне перспективе новонастале државе нису биле нарочито повољне, посебно имајући у виду наслеђе претходног периода које је у највећој мери предодредило привредни развој у наредном периоду. Имајући у виду чињеницу да је током деведесетих година дошло до смањења активности у свим привредним делатностима, које је додатно опеређено економским санкцијама међународне заједнице, инфлацијом и НАТО агресијом, са пуним правом се може рећи да је СР Југославија доживела прави економски колапс.

Распадом СФР Југославије неминовна је била појава економских последица, међутим настанак и дејство неекономских последица било је далеко озбиљније. На територији Словеније, Хрватске, и изнад свега Босне и Херцеговине дошло је до ратних дешавања која су последично допринела настанку жртава, али и избеглица које су уточиште потражиле на територији СР Југославије. Кумулирано дејство многобројних неповољних фактора остварило је далекосежан негативан утицај на ниво производње, али и висину друштвеног производа.

Почетак деведесетих година обележило је драстично смањење друштвеног производа, које је било присутно током читавог периода, а томе најбоље говоре подаци о паду друштвеног производа. Тако рецимо, друштвени производ је пао са 25 милијарди долара у 1991. години на 9,5 милијарди долара на крају 1993. године. Са друге стране, друштвени производ по глави становника пао је на свега 700 долара, имајући у виду

чињеницу да се број становника СР Југославије увећао за преко 500.000 избеглица (Ђукић, 1995, стр. 24).

Процентуално посматрано, 1991. године друштвени производ је смањен за 8,2% у односу на 1990. годину, док је након увођења међународних санкција дошло до даљег смањења друштвеног производа за 26%. Нажалост, већ наредне године друштвени производ је опао за додатних 27%, као логичан наставак сви негативних трендова у привреди (Росић, Ђорђевић, 1996, стр.83).

Међутим, највећи вишегодишњи пад доживела је индустријска производња. На крају 1991. године била је мања у односу на претходну за 18%, наредне године смањена је за додатних око 21%, док је крајем 1993. године смањење износили око 38% (Аранђеловић, 2008, стр. 141). Имајући у виду чињеницу да је допринос индустрије друштвеном производу нешто изнад 40%, треба да је сасвим јасно какве су размере смањења друштвеног производа, односно животног стандарда становништва у крајњој инстанци.

У том периоду готово да је било немогуће да нека делатност није забележила негативан тренд, само је било питање у којој мери је дошло до пада активности. Осим индустрије, озбиљни поремећаји били су присутни и у другим делатностима од значаја за привреду СР Југославије. Тако рецимо, сектор саобраћаја је доживео пад од 34% на крају 1992. године у односу на претходну годину, док је током 1993. године, у односу на 1992. годину, смањење било још драстичније и износило је 38,8%. Дакле, саобраћај није достигао ни четвртину онога што је остваривао током 1990. године. Међутим, далеко тежу судбину доживео је сектор трговине, који је током 1992. године остварио пад од 35,1%, односно 46,6% током 1993. године (Савезна влада, 1994, стр. 4).

У веома кратком временском периоду југословенска привреда се суочила са многобројним проблемима који су дугорочно оптеретили њене развојне потенцијале. Током година све је више дошао до изражаја недостатак средстава за инвестиције, док је готово истовремено обустављена изградња већ започетих капацитета. Може се рећи да се једно од највећих ограничења налази у домену нарушене привредне структуре, а као последица распада бивше Југославије. Тачније, већина предузећа је била принуђена да изгради капацитете који су постојали али су остали на територији бивших југословенских република (Аранђеловић, 2008, стр. 141).

Неулазећи у дубинску анализу специфичности економских и политичких услова у којима је настала СР Југославија, неопходно је указати да су санкције међународне заједнице представљале додатно развојно ограничење. Историјски посматрано, Европска заједница увела је санкције бившој Југославији крајем 1991. године, али су из тога веома брзо изузете новонастале државе (Словенија, Хрватска, Б и Х и Македонија). Крајем маја 1992. године, на основу Резолуције Савета безбедности Уједињених нација 757, уведене су економске санкције СР Југославији, док су исте пооштрене средином новембра исте године (Дашић, 2011, стр. 175).

Током друге половине 1996. године укинуте су међународне санкције СР Југославији (Опачић, 1996, стр. 59), док се на укидање тзв. спољног зида санкција чекало све до 2001. године. „Укупно процењене штете у висини од 147,3 милијарди долара представљају величину од 5,5 годишњих друштвених производа из 1990. године, а само штете по основу неоствареног друштвеног производа представљају величину од 5 годишњих друштвених производа из 1990. године.“ (Ђукић, 1995, стр. 34)

Поред мерљивих губитака санкција, значајан негативан утицај на привреду остварили су и немерљиви губици. Пре свега, реч је о ограничењима насталим услед блокирања имовине и капитала предузећа у новонасталим државама након распада бивше Југославије. Осим тога, потребно је указати и на „последнице по становништво и радну снагу у условима санкција, изгубљен статус и углед СР Југославије у међународним институцијама, губитак међународног тржишта, као и заостајање у процесу реформи.“ (Аранђеловић, 2008, стр. 153-154)

Готово истовремено, све више се развијају нелегални привредни токови који су допринели да „сива економија учествује од 20-40% формалног сектора.“ (Аранђеловић, 2008, стр. 142) Многбројни фактори, попут тешких услова живота, хиперинфлације, затворености тржишта, несташице добара и ратног окружења, погодовали су изоштравању проблема сиве економије. У условима општег хаоса, својим пословањем многа мање или више позната предузећа, својим пословањем у значајној мери су допринела још већој ескалацији овог проблема.

Осим свега до сада изнетог, „хронична инфлација је била константа привредног система социјалистичке Југославије.“ (Ђукић, 2013, стр. 82) Такође, присутно је становиште да је инфлација представљала системску болест југословенске привреде (Теслић-Надлачки. 1988, стр. 195-196). У том контексту, потребно је указати да је



инфлација у СФРЈ крајем 1990. године износила 121%, док је крајем 1991. године достигла годишњи ниво од 235%. Међутим, 1992. година и инфлација од 19.810% само указују да је пред југословенском привредом био веома драматичан период. Нажалост, то је потврђено настанком хиперинфлације незабележених размера на овом просторима током 1993. године.

Са хиперинфлацијом од преко 353 билиона процената током 1993. године СР Југославија улази у економску историју. Такође, трошкови живота су увећани за 628 билиона процената, док се тзв. „црни курс“ девиза повећао за око 300 трилиона процената у истом временском периоду (Веселиновић, 2013, стр. 234-235). Осим тога, дошло је и до појаве дневне, односно сатне инфлације. У наредној табели биће приказано кретање инфлације у другој половини 1993. године, по месецима, са обрачуном годишње екстраполације пораста цена по дану и часу.

*Табела 16. Кретање инфлације у другој половини 1993. године, по месецима, са обрачуном годишње екстраполације пораста цена по дану и часу*

1993. месец	месечна стопа инфлација	годишња стопа инфлација	дневна инфлација	сатна инфлација
VII	431,6	$2,2 \times 10^6$	5,37	0,23
VIII	1.881	$3,2 \times 10^7$	10,7	0,40
IX	643,2	$1,5 \times 10^8$	6,69	0,27
X	1.856	$1,9 \times 10^9$	10,39	0,41
XI	20.290	$2,8 \times 10^{11}$	18,77	0,72
XII	$1,78 \times 10^5$	$3,5 \times 10^{14}$	28,30	1,04
I 1994	$3,13 \times 10^8$	$5,2 \times 10^{20}$	61,83	2,03

*Извор: Димитријевић, 1996, стр. 327.*

Приказани подаци јасно указују да је током јула 1993. године годишња инфлација износила 431,6% да би већ крајем јануара 1994. године била на нивоу од 313 билиона процената, годишња инфлација достигла је ниво од  $5,2 \times 10^{20}$ , дневна инфлација преко 60%, док је сатна инфлација на крају јануара износила преко 2%. У истом периоду,

„трошкови живота повећани су за 628 билиона процената, а црни курс девиза порастао је за чак 300 трилиона процената.“ (Веселиновић, 2003, стр. 21)

Хиперинфлација је проузроковала настанак катастрофалних дугорочних последица на привреду СР Југославије. Током 1993. године, национална валута (динар) готово да је остала без свих функција новца, што је онемогућило егзистирање реалних економских активности. Са друге стране, дошло је до све веће примене робне размене, односно трампе, како би на такав начин привредни субјекти заштитили рационалност свог пословања.

Погубно деловање хиперинфлације заустављено је 24. јануара 1994. године применом Програма монетарне реконструкције и економског опоравка Југославије симболично назван по његовом творцу „Аврамовићев програм“ (Аврамовић, 2007, стр. 93). Не улазећи у неку дубљу анализу поменутог програма, потребно је указати да је истим заустављен економски суноврат привреде. „Аврамовићев програм се може, кратко речено, означити као неко помагало којим је привремено угашен економски и социјални пожар.“ (Росић, Ђорђевић, 1996, стр. 88)

Осим свега до сада елаборираног, ова деценија остаће упамћена и по агресији НАТО пакта у периоду од 24. марта до 10. јуна 1999. године. Реч је о бомбардовању једне суверене државе, без одобрења Савета безбедности Уједињених нација, које је „нанело огромну штету привреди, инфраструктури и становништву земље.“ (Веселиновић, 2003, стр. 42)

Како се могло видети, привреда СР Југославије се током последње деценије ХХ века развијала у веома комплексним условима који нису били карактеристика нити једне државе широм света. У прилог свега до сада наведеног говоре и указују и подаци из наредне табеле.

*Табела 17. Индикатори економске политике у периоду 1991-2000. године*

	1991-1993	1994	1995	1996	1997	1998	1994-1998	1999	2000
друштвени производ									
укупно	- 23,9	2,5	6,1	5,9	7,4	2,5	4,9	- 17,7	6,4
друштвени сектор	- 28,6	- 5,0	2,1	7,9	5,1	1,0	2,1	- 28,4	10,2
индустрија	- 25,8	1,2	4,3	7,7	9,9	3,9	5,3	- 24,8	10,8
пољопривреда	- 4,7	5,9	4,0	1,1	7,0	- 2,8	3,0	- 1,1	- 13,0
запосленост									
укупно	- 3,1	- 2,1	- 1,4	- 0,5	- 1,5	- 1,8	- 1,5	- 2,5	- 2,7
друштвени сектор	- 5,3	- 2,9	- 2,9	- 1,7	- 3,1	- 2,5	- 2,6	- 3,1	- 3,8
индустрија	- 5,5	- 2,3	- 2,7	- 2,1	- 3,8	- 2,9	- 2,7	- 3,8	- 5,3
продуктивност рада у друштвеном сектору									
извоз робе	- 24,6	- 2,2	5,1	9,8	8,5	3,6	4,8	26,1	14,6
увоз робе	- 20,5	- 49,2	3,3	31,8	32,7	6,8	- 0,4	- 46,9	15,0
просечна нето зарада	/	314,0	14,0	1,2	21,2	1,9	9,2	- 15,1	6,5
раст цена на мало	/	0,0	74,1	93,1	18,5	29,8	5,1	42,4	75,7
брuto инв. у основна средства	- 28,0	- 12,0	- 3,7	- 5,7	0,8	- 2,2	- 4,7	- 26,8	/

*Извор: Росић, Веселиновић, 2006, стр. 218*

Приказани подаци јасно указују на сву специфичност развоја југословенске привреде, али и на негативне тенденције свих индикатора економске политике. Тако рецимо, током посматраног периода друштвени производ је забележио највећи пад током 1993. године од 23,9%, али и током 1999. године од 17,7%. Разлози за оволики пад друштвеног производа су већ поменути, реч је о хиперинфлацији и о НАТО агресији.

Комплексност и специфичност југословенске привреде током последње деценије XX века произилази из деловања пре свега екстерних фактора, који су по интензитету и смеру деловања превазишли деловање интерних фактора. Такође, уобичајена је пракса да се ова деценија назива изгубљеном деценијом у економском смислу, јер је у односу

на друге реалсоцијалистичке земље привреда Србије ушла са кашњењем у процес транзиције.

#### **1.4. Кључни трендови у развоју српске привреде у периоду од 2000. године до данас**

Развој привреде Републике Србије у претходном периоду није био подржан адекватном развојном политиком. Последично, дошло је до настанка бројних негативних ефеката, али и значајних изазова који су додатно оптеретили привредни развој у наредном периоду. Почетак трећег миленијума донео је привреди Републике Србије значајне промене, а може се рећи да најзначајнију представља почетак процеса транзиције.

„Међутим, док су у деведесетим годинама остале постсоцијалистичке државе биле посвећене тржишним реформама, Србија се суочила са распадом земље, ратом, санкцијама.“ (Гавриловић-Јовановић, 2016б, стр. 26) Овакво наслеђе претходног периода представља ограничење које се негативно одразило на привредни развој Србије, што је „свакако утицало и на профил, ток и резултате транзиције.“ (Веселиновић, 2013, стр. 250) Да је реч о до сада невиђеним размерама наслеђених негативних тенденција, које су предодредиле привредних развој након 2000. године, говоре и следећи подаци: (Ковачевић, 2009, стр. 15-16)

- „друштвени производ се више него преполовио, па је у 2000. години био свега 42% вредности из 1989. године,
- према подацима ЕБРД, бруто домаћи производ у 2006. години износио је само око 46% нивоа из 2000. године,
- индустријска производња у 2000. години износила је око 36% нивоа из 1989. године,
- извоз робе, са извозом у нове државе настале на тлу бивше СФРЈ, износио је само 25% извоза из 1990. године,
- покривеност робног увоза робним извозом пала, по методологији Народне банке Србије на само 51%, а по методологији Републичког завода за статистику на само 47%,

- суфицит у размени услуга се све на само 141 милион долара, што је преко 7 пута мање од онога што је било у 1990. години,
- извоз робе и услуга, са извозом у државе настале на тлу СФРЈ, био је 3,6 пута мањи него 1990. године,
- због дописивања камата и немогућности сервисирања (како због недостатка девиза тако и због једностраног прекида платног промета са СРЈ који су предузеле међународне финансијске институције и развијене земље), спољњи дуг Србије на крају 2000. године износио чак 10,83 милијарде долара, тј. био је за 20% већи од њеног БДП-а у тој години, а чак око 5 пута већи од извоза робе и услуга у тој години, па је Србија по степену задужености била у групи десет најзадуженијих земаља.“

Приказани подаци јасно указују на размере девастираности српске привреде, али и са каквим је перформансама српска економија ушла у процес транзиције. У таквим околностима било је веома комплексно профилисати економску политику која би у кратком року превазишла све наслеђене изазове и ограничења. Са друге стране, након политичких промена, 2001. године, са кашњењем од једне деценије у односу на друге реалсоцијалистичке земље, интензивирањем је процес транзиције привреде.

Управо из тог разлога, Србија је имала све предуслове да постане транзициони лидер. Тачније, на основу позитивних искустава држава које су успешно завршиле процес транзиције, Србија је имала могућност да конципира успешан модел транзиције. Нажалост, ова прилика није искориштена, па се стиче устисак да Србија представља најтежи транзициони случај.

Осим поменутог, концепт економских реформи у Србије, „није се одвијао уз постојање јасне и целовите визије.“ (Веселиновић, 2018, стр. 28) Импровизација и недостатак континуитета предствљају кључне детерминанте процеса економских реформи. У таквим околносима, изостало је креирање инситуција што је последично одредило правац и начин функционисања привреде Републике Србије.

У складу са транзиционим процесом, почетак трећег миленијума обележила су велика обећања политичара о импресивном привредном расту, значајном повећању прилива иностраног капитала, али и величанственом повећању животног стандарда.

Међутим, велика очекивања становништва релативно брзо заменила су велика разочарења. Може се рећи, да се Србија данас налази у вртлогу транзиције преко две деценије, али и у процесу перманентног тражења излаза из кризе.

Током вишедеценијског процеса транзиције, кључне заслуге носиоца економске политике огледају се у спровођењу неолибералног концепта економске политике, неприлагођене економске политике, гомилању администрације и јавног сектора, али и значајном задуживању Србије. Током овог периода, средином 2006. године, Србија је након непуних девет деценија поново постала самостална држава. Осим тога, Косово је почетком 2008. године прогласило независност, и на такав начин допринело појачаном присуству нестабилности и неизвесности на овим просторима.

Дакле, почетком трећег миленијума дошло је до динамизирања процеса транзиције привреде Републике Србије. Осим тога, започете су реформе чији је кључни циљ био успостављање савремене тржишне привреде, као и интеграција у модерне светске и европске токове. „Прву декаду XXI века карактерише спровођење реформи попут приватизације и реструктурирања, макроекономске стабилизације, спољнотрговинске либерализације, дерегулације, изградње нових институција и отпочињање придруживања ЕУ.“ (Савић, Илић, Мићић, 2015, стр. 338)

Међутим, ни након преко две деценије нису остварени очекивани резултати. „Темпо спровођења тржишних реформи је био незадовољавајући и подређен изборним циклусима, а економски развој скроман и неодржив.“ (Гавриловић-Јовановић, 2016б, стр. 33) Како би се указало на перформансе привреде Србије у транзиционом периоду, наредном табелом биће приказани кључни макроекономски индикатори.

**Табела 18. Кључни макроекономски индикатори у Србији 2001-2008. године**

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Бруто домаћи производ, милиони ЕУР	14.585,8	18.165,8	19.882	20.995	22.253,8	25.930,7	31.557,9	35.712,5
Бруто домаћи производ, per capita, ЕУР	1.943,9	2.422,1	2.657,8	2.813,2	2.990,8	3.498,7	4.275,2	4.858,7
Бруто домаћи производ, реални раст, у %	6,9	6,4	4,4	9,0	5,5	5,1	6,4	5,7
Консолидовани дефицит/суфицит	/	/	/	/	1,1	-1,4	-1,8	-2,5
Потрошачке цене, крај периода	40,7	14,8	7,8	13,7	17,7	6,6	11	8,6
Вредност ЕУР у односу на РСД, просек периода	59,78	60,69	65,12	72,69	82,99	84,11	79,96	81,44
Дефицит робне размене	-2.837	-3.755,1	-4.144,3	-5.789,1	-4.825,9	-5.358,2	-7.376,2	-8.854,2
Дефицит робне размене, % БДП	-19,5	-20,7	-20,8	-27,6	-21,7	-20,7	-23,4	-24,8
Извоз робе у ЕУ, мил. ЕУР	892,4	960,7	1.202,3	1.456,5	2.117,6	2.942,6	3.602,7	4.028,5
Салдо текућих трансакција, % БДП	/	/	/	/	/	/	-17,3	-20,0
Стране директне инвестиције, нето, у мил. ЕУР	184,1	499,6	1.194,5	773,8	1.250,4	3.322,6	2.528,2	2.485,2
Стране директне инвестиције, нето, % БДП	1,3	2,8	6,0	3,7	5,6	12,8	8,0	7,0
Број запослених, просек, у 000	2.258	2.208	2.169	2.167	2.171	2.115	2.085	2.082
Активно незапослена лица, просек, у 000					888	913	850	756
Стопа незапослености, МОР		13,3	14,6	18,5	20,8	20,9	18,1	13,6
Нето зараде, просек периода, у динарима	6.078	9.208	11.500	14.108	17.443	21.707	27.759	32.746
- реалне стопе раста	16,5	29,9	13,6	10,1	6,4	11,4	19,5	3,9

Извор: <https://mfin.gov.rs/dokumenti2/makroekonomski-i-fiskalni-podaci>

Приказани подаци јасно показују да су посматрани индикатори остварили осетно повећање, нарочито имајући у виду веома ниску старту позицију. До појаве глобалне економске и финансијске кризе БДП-а се више него удвостручио, односно повећао се са око 14,5 милијарди евра на крају 2001. године на око 35,7 милијарди евра на крају 2008. године. „Србија је, међутим, достигла тек нешто више од 70% свог бруто домаћег производа из стартне 1989. године.“ (Гавриловић-Јовановић, 2016, стр. 73)

Истовремено, дошло је до побољшања животног стандарда јер се БДП per capita увећао за око 2,5 пута, и то са 1.943,3 евра на крају 2001. године на 4.858,7 евра на крају

2008. године. Повећање БДП *per capita* представља синтетички резултат оствареног реалног раста БДП.

Током овог периода, дошло извоза робе на територију Европске уније увећан је за око 4,5 пута. Међутим, све је то било недовољно јер је у истом периоду дефицит робне размене увећан преко 3 пута.

Стране директне инвестиције представљају значајан сегмент платног биланса Србије, јер је реч о трансакцијама које су кључна полуга финансирања текуће неравнотеже. Након 2001. године опоравак српске економије између осталог био је заснован на повећању инвестиционе активности. У том контексту од виталног значаја био је пораст страних директних инвестиција, које су се значајно увећале. Захваљујући процесу приватизације, током овог периода стране директне инвестиције повећале су се преко 13 пута.

Почетком трећег миленијума, као највећи економски, социјални, али и развојни проблем препозната је незапосленост. Међутим, потребно је имати у виду чињеницу да незапосленост представља акутни проблем српске економије још од привредне реформе из 1968. године. Током читавог посматраног периода, незапосленост је имала двоцифрену вредност, док је током 2005. и 2006. године износила и преко 20%. Процес приватизације допринео је да током ових година значајан број радника остане без посла, што је за последицу имало повећање незапослености.

Током посматраног периода један од кључних проблема, за који се може рећи да представља хронични проблем привреде Србије, свакако је инфлација. Процес транзиције подразумевао је да настојања носиоца економске политике иду у правцу постизања макроекономске стабилности. Приказани подаци јасно указују да је инфлација значајно смањена, и то са 40,7% на крају 2001. године на 8,6% на крају 2008. године. Нажалост, глобална економска и финансијска криза остварила је негативан утицај на овај макроекономски индикатор.

Достигнути ниво и кретање нето зараде током посматраног периода последица је развојних тенденција у српској економији. Управо из тог разлога нето зарада је повећана са 6.078 динара на крају 2001. године на 32.746 динара на крају 2008. године. Тачније, нето зарада је повећана преко 5 пута у посматраном периоду.

Почетак процеса транзиције, донео је Србији заокрет у домену примењеног режима девизног курса. Уместо примењеног фиксног девизног курса у претходном периоду, транзициони период заснован је на примени флексибилног девизног курса.

На основу приказаних података јасно се може уочити да током читавог посматраног периода присутна депресијација националне валуте. На крају 2001. године, вредност једног евра износила је 59,78 динара, док је на крају 2008. године износила 81,44 динара. Услед смањења вредности националне валуте у српској привреди били су



присутне неповољне тенденције које су допринеле порасту цена, погоршаном положају девизних дужника, али и урушавању животног стандарда становништва.

Процес транзиције допринео је трансформацији српске привреде ка савременој тржишној економији. Међутим, макар на кратко, овај процес зауставила је глобална економска и финансијска криза. Наредном табелом, биће приказани кључни макроекономски индикатори у Србији у периоду 2009-2014. године.

*Табела 19. Кључни макроекономски индикатори у Србији 2009-2014. године*

	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Бруто домаћи производ, милиони ЕУР	32.486,2	31.545,8	35.431,7	33.679,3	36.426,7	35.467,5
Бруто домаћи производ, per capita, ЕУР	4.437,5	4.326,4	4.896,2	4.676,7	5.082,9	4.973,2
Бруто домаћи производ, реални раст, у %	-2,7	0,7	2,0	-0,7	2,9	-1,6
Консолидовани дефицит/суфицит	-4,2	-4,3	-4,5	-6,4	-5,1	-6,2
Потрошачке цене, крај периода	6,6	10,3	7,0	12,2	2,2	1,7
Вредност ЕУР у односу на РСД, просек периода	93,95	103,04	101,95	113,13	113,14	117,31
Дефицит робне размене	-5.365,7	-5.030,1	-5.808,6	-5.973,9	-4.472,5	-4.028,7
Дефицит робне размене, % БДП	-16,5	-15,9	-16,4	-17,7	-12,3	-11,4
Извоз робе у ЕУ, мил. ЕУР	3.195,5	4.235,5	4.868,5	5.357,2	6.898,5	7.204,9
Салдо текућих трансакција, % БДП	-6,3	-6,5	-10,3	-10,9	-5,8	-5,6
Стране директне инвестиције, нето, мил. ЕУР	2.067,8	1.133,4	3.319,6	752,8	1.298,1	1.236,3
Стране директне инвестиције, нето, % БДП	6,4	3,6	9,4	2,2	3,6	3,5
Број запослених, просек, у 000	1.985	1.901	1.866	1.866	1.865	1.845
Активно незапослена лица, просек, у 000	747	744	753	762	775	767
Стопа незапослености, МОР	16,1	20,9	24,9	25,9	24,0	20,6
Нето зараде, просек периода, у динарима	31.733	34.142	37.976	41.377	43.932	44.530
- реалне стопе раста	0,2	0,7	0,2	1,1	-1,5	-1,5

*Извор: <https://mfin.gov.rs/dokumenti2/makroekonomski-i-fiskalni-podaci>*

Глобална економска и финансијска криза била је извориште настанка многобројних економских и социјалних проблема. Готово да је немогуће пронаћи

макроекономски индикатор који није ослабио током кризе. На основу приказаних података јасно се могу сагледати негативне тенденције изазване кризом у привреди Србије, нарочито у првој години након настанка кризе.

Током посматраног периода БДП и БДП *per capita* имају веома осцилаторно кретање, док су најниже нивое остварили 2010. године. Након тога обе варијабле остваривале су пораст из године у годину. Када је реч о инфлацији, углавном је била једноцифрена, са изузетком 2010. и 2012. године када је износила 10,3%, односно 12,2%. Ипак, може се рећи да је присутан позитиван тренд јер је након 2012. године инфлација је била на нивоу око и испод 2%.

Као и у претходном периоду, тако је и у посматраном присутна депресијација динара. На крају 2009. године један евро вредео је 93,95 динара, док је на крају 2014. године имао вредност 117,31 динара. Дакле, за свега шест година национална валута је изгубила око 25% своје вредности.

Током посматраног периода дошло је до смањења дефицита робне размене, али пре свега као последица смањеног обима трговања на светском нивоу услед глобалне кризе. Са друге стране, дошло је до повећања извоза робе у ЕУ и то са преко 3 милијарди на крају 2009. године на преко 7 милијарди евра на крају 2014. године. Осим поменутог, економска криза значајно је смањила стране директне инвестиције, нарочито током 2012. године када су износиле тек нешто преко 750 милиона евра.

Економска криза довела је до губитка преко 140.000 радних места у Србији у периоду 2009-2014. године. Дубину економске кризе најбоље илуструје стопа незапослености која се у посматраном периоду повећала са 16,1% на 20,6%, док је највећи ниво незапослености био 2012. године и износио је 25,9%. Са друге стране, повећале су се нето зараде у динарима, и то са 31.733 динара на око 44.530 динара.

Настанак и деловање глобалне финансијске и економске кризе успорио је привредне токове, али и процес транзиције српске економије. „Имајући у виду низак ниво економске развијености наше земље, која још увек није достигла ни свој бруто домаћи производ из 1989. године, привредни раст је императив за Србију.“ (Гавриловић-Јовановић, 2016, стр. 79) Такође, негативне тенденције у привреди Србије настале под утицајем кризе допринеле су да се генеришу све слабости примењеног модела развоја. Истовремено, указале су на неопходност профилисања нове развојне стратегије која ће уважавати савремене економске, социјалне и еколошке захтеве.

## **2. Изазови макроекономске стабилности привреде Републике Србије у условима пандемије корона вируса**

Економска теорија одавно је указала на постојање цикличног кретања привреде које је својствено свакој националној економији, без обзира на достигнути ниво развијености. Такође, препознати су многобројни фактори који својим деловањем доприносе настанку, али и начини за превазилажење негативних утицаја кризе (Zarnowitz, 1992, стр. 29). „У савременој макроекономији посебна пажња је посвећена политичким факторима који могу генерисати цикличне флукуације.“ (Јакшић, 2011, стр. 12)

Након економске кризе из тридесетих година прошлог века, дошло је до појаве неколико криза, али је по свом интензитету и деловању најтежа била глобална финансијска и економска криза из 2007. године. Међутим, почетком 2020. године свет се суочио са кризом, изазваном пандемијом корона вируса. Кључна карактеристика ове кризе је неизвесност, јер се фактори настанка не налазе у реалном или финансијском сектору, већ у домену појаве вируса са којим се свет до сада није сусрео.

Такође, вирус сам по себи представља неуобичајени фактор генерисања кризе, па се из тог разлога само може претпостављати интензитет потенцијалне кризе. Осим тога, веома је незахвално вршити процену размера кризе из разлога непознавања динамике, али и трајања пандемије у будућности. Управо из тог разлога, процене економских кретања, али и последице кризе готово да је немогуће сагледати. Могуће је само наслутити шта ће дешавати у наредном периоду у економском, али и у сваком другом смислу.

Осим тога, крајем 2019. године значајан број анализа будућих економских трендова предвиђале су појаву поремећаја у глобалној економији током 2020. године (United Nations, 2020, стр. ix). Препознати су многобројни фактори који су генерисали успоравање најразвијенијих економија света, попут поремећених трговинских односа између САД и Кине, затим напетост у односима ЕУ и Русије, напуштање ЕУ од стране Велике Британије, али и потенцијална опасност од нових миграција становништва према Европи из подручја која су захваћена ратним дешавањима (OECD, 2020, стр. 4).

Дакле, пандемија корона вируса представља природну катастрофу која представља „најозбиљнију и по, појавним манифестацијама, најтежу епизоду у појави вирусних инфекција, након пандемије шпанског грипа (1918-1919).“ (Петровић-Ранђеловић, Радукић, 2021, стр. 161) Такође, треба да је сасвим јасно да ће нестабилност изазвана здравственим фактором имати краткорочне и дугорочне макроекономске последице.

Готово да је извесно да ће државе које су се суочиле са пандемијом имати и одређене последице које ће се огледати у губитку дела бруто домаћег производа, повећања стопе незапослености, али и погоршања других макроекономских варијабли. Последично, смањење стопе економског раста представљаће крајњи резултат свега до сада изнетог.

Период пре пандемије, у економском смислу, представља период макроекономске стабилности привреде Републике Србије. Самим тиме, српска економија је почетак кризе дочекала са веома солидним привредним перформансама, „тако да је генерална оцена да би без реформи протеклих година економске последице пандемије биле још теже.“ (Петровић-Ранђеловић, Радукић, 2021, стр. 162)

У периоду пре пандемије кључни макроекономски индикатори бележили су позитивне трендове, па су као такви представљали кључне детерминанте одговора на појаву кризе у глобалним оквирима. На основу приказаних података у Табели 3, јасно се може уочити да је у периоду од 2015. године до 2019. године фискални дефицит смањен са 3,5% на 0,2%. Осим тога, смањено је учешће јавног дуга у БДП-у и то са 71,2% у 2015. години на 52,9% у 2019. години.

Резултати спроведене економске политике огледали су се у повећању стопе привредног раста са 1,8% током 2015. године на 4,2% на крају 2019. године. Такође, потребно је имати у виду чињеницу да је током 2018. године остварена највећа стопа привредног раста од 4,5%. У контексту остварених резултата, потребно је указати да је током 2019. године остварено повећање БДП *per capita* за 31% у односу на претходну годину.

*Табела 20. Кључни макроекономски индикатори у Републици Србији, 2015-2021. године*

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Бруто домаћи производ, per capita, у ЕУР	5.037	5.211	5.588	6.143	6.619	6.783	7.697
Бруто домаћи производ, реални раст, у %	1,8	3,3	2,1	4,5	4,2	-0,9	7,4
Консолидовани дефицит/суфицит	-3,5	-1,2	1,1	0,6	-0,2	-8,0	-4,1
Јавни дуг (општа држава)	71,2	68,8	58,7	54,4	52,9	57,8	57,1
Потрошачке цене, крај периода	1,5	1,6	3,0	2,0	1,9	1,3	7,9
Вредност ЕУР у односу на РСД, просек периода	120,73	123,12	121,31	118,27	117,85	117,58	117,57
Дефицит робне размене	-4.047,9	-3.635,8	-4.345,2	-5.636,6	-6.338,9	-5.905,2	-6.980,4
Дефицит робне размене, % БДП	-11,3	-9,9	-11,1	-13,1	-13,8	-12,7	-13,1
Извоз робе у ЕУ, мил. ЕУР	7.907,4	8.870,8	9.944,1	10.910,3	11.361,6	11.070,2	13.941,4
Салдо текућих трансакција, % БДП	-3,5	-2,9	-5,2	-4,8	-6,9	-4,2	-4,4
Стране директне инвестиције, нето, у мил. ЕУР	1.803,8	1.899,2	2.418,1	3.156,5	3.551,1	2.902,3	3.625,4
Стране директне инвестиције, нето, % БДП	5,0	5,2	6,2	7,4	7,7	6,2	6,8
Број запослених, просек, у 000	1.896	1.921	1.977	2.053	2.101	2.149	2.213
Активно незапослена лица, просек, у 000	743	713	651	583	530	509	513
Стопа незапослености, МОР	17,7	15,3	13,5	12,7	10,4	9,7	11,1
Нето зараде, просек периода, у динарима	44.432	46.097	47.893	49.650	54.919	60.073	65.864
- реалне стопе раста	-2,1	2,5	0,9	4,4	8,5	7,7	5,4

*Извор: <https://www.mfin.gov.rs/dokumenti2/makroekonomski-i-fiskalni-podaci>*

Након проглашења пандемије, на основу искустава многобројних држава, носиоци економске политике профилисали су економску политику како би одговорили на све изазове и ограничења функционисања привреде у условима пандемије. Дакле, реч је о мерама из домена фискалне и монетарне политике чија је укупна вредност била у износу од 675,9 милијарди динара (Група аутора, 2020, стр. 15). Спроведене мере доприенел су да смањење БДП-а буде свега 0,9% током 2020. године, што је далеко мање од већине држава у окружењу.

Током глобалне економске и финансијске кризе банкарски систем је исказао значајну виталност за превазилажење исте. Управо из тог разлога, банкарски сектор представљао је основни предуслов амортизовања негативних тенденција наставних услед пандемије. Осим тога, низак ниво инфлације, али и присутна стабилност девизног курса препознати су као кључне детерминанте генерисања стабилности у кризним условима.

На основу приказаних података у Табели 3, јасно се може уочити да током периода пре пандемије, инфлација није представљала изазов за српску привреду јер се кретала у распону од 1,5% у 2015. години до 1,3% на крају 2020. године. Као последица раста цена на светском нивоу, али и услед спровођења експанзивне монетарне и фискалне политике, на крају 2021. године дошло је до пораста инфлације, и је износила 7,9%. Са друге стране, однос динара и евра одржао је стабилност, тако да је на крају 2019. године просечан курс износио 117,85 РСД/ЕУР, док је на крају 2021. године износио 117,57 РСД/ЕУР. Дакле, током пандемије присутна је ап्रेसијација динара.

Присутну унутрашњу равнотежу оптерећивало је постојање екстерне неравнотеже, која своје упорише има у присутном дефициту спољне трговине. У прилог тога говоре и подаци из Табеле 3, тако да се јасно може уочити да је дефицит у домену робне размене био веома висок у периоду пре пандемије.

Тачније, дефицит робне размене је 2015. године износио 11,3% БДП-а, да би се крајем 2019. године увећао преко 20%, када је износио 13,8%. Услед смањења спољнотрговинских токова током 2020. године, изазвано пандемијом, дефицит робне размене је смањен и износио је 12,7%. Међутим, већ наредне године дефицит се повећао на 13,1%, као резултат повећања обима трговине на глобалном нивоу.

Осим тога, ниво прилива страних директних инвестиција је на задовољавајућем нивоу, нарочито са аспекта финансирања присутног дефицита текућег рачуна. У посматраном периоду прилив страних директних инвестиција креће се од 1,8 милијарди евра на крају 2015. године до око 3,6 милијарди евра на крају 2021. године. Са друге стране, спољнотрговинска сарадња Србије и ЕУ, као најзначајнијег извозног тржишта, у посматраном периоду повећала се за преко 75% на крају 2021. године у односу на 2015. годину.

На основу приказаних података у Табели 3, јасно се може уочити да се број запослених повећао са око 1,9 милиона на крају 2015. године на око 2,2 милиона на крају

2021. године. Односно, број запослених се повећао за преко 15% током посматраног периода иако БДП бележи негативне стопе раста.

Једна од кључних карактеристика посматраног периода свакако представља повећање просечних нето зарада. На крају 2015. године просечна нето зарада износила је 44.432 динара, док се до краја 2021. године повећала за преко 45%, и износила 65.864 динара. Највеће повећање зарада од око 9% остварено је 2021. године у односу на 2020. годину, и то захваљујући порасту зарада у јавног сектора, односно изнад свега у здравственом сектору.

На основу приказаних података у Табели 3, јасно се може уочити да је током посматраног периода једино током 2020. године остварена негативна стопа раста БДП-а од 0,9%, док је највећа стопа раста БДП-а од 7,4% остварена током 2021. године. Имајући у виду чињеницу да просечна стопа раста БДП-а током посматраног периода износи 2,6%, као логичним се намеће закључак да се кључни изазови макроекономске стабилности српске економије налазе у присутним рецесионим процесима на територији ЕУ, али и у домену повећања фискалног дефицита и јавног дуга.

Настанак пандемије представља кључно ограничење нормалног одвијања животног процеса, али и изазов несметаног функционисања привреде. С обзиром да је процес транзиције још увек актуелан у Републици Србији, као и процес европских интеграција, пандемија представља фактор који вишеструко дестимулише нормално одвијање поменутих процеса. Са друге стране, биће потребан дужи временски период како би се превазишли сви проблеми који су изазвани пандемијом. Осим тога, додатно оптерећење представља и ескалација криза у Украјини.

У циљу превазилажења негативних утицаја пандемије на становништво и привреду републике Србије, носиоци економске политике применили су мере економске политике по узору на имплементиране мере у другим државама у ближем и даљем окружењу. Када је реч о примењеним мерама, мали пад БДП-а представља најбољи показатељ њихове ефикасности.

Са друге стране, значајан пораст јавног дуга, уз присутну рецесију у привреди даје јасне смернице да се смањују могућности за неке будуће подстицајне мере. У периоду пред нама, од виталног значаја је профилисање економске политике која је заснована на институционалним променама, како би се привредни токови вратили на предкризни период. На такав начин било би осигурано спровођење структурних промена

које би омогућиле функционисање привреде на принципима одрживог развоја, али и убрзање економског опоравка од пандемије у складу са применом ефикаснијих фискалних и монетарних мера.

### 3. Анализа дуга Републике Србије

Процес транзиције у Републици Србији оптерећују многобројни проблеми и ограничења. Може се рећи да поједини проблеми и ограничења представљају наслеђе претходног периода, док је део настао током процеса транзиције. На такав начин створене су специфичне развојне околности српске економије које детерминишу њену макроекономску стабилност. „Поред изостанка јасне и целовите стратегије економских реформи, значајно развојно ограничење привреде Србије се огледа и у висини и структури њеног укупног јавног дуга.“ (Маџар, 2019, стр. 141)

Теоријски посматрано, под јавним дугом подразумевају се све директне и индиректне финансијске обавезе државе према домаћим и страним правним и физичким лицима. Обавезе које су настале у оквиру једне земље, као сегмент јавног дуга, представљају унутрашњи јавни дуг, док обавезе које су настале у иностранству представљају спољни дуг.

Према Закону о јавном дугу, под појмом јавни дуг подразумева се (Влада Републике Србије, 2020, стр. 1):

- дуг Републике по основу уговора који закључи Република,
- дуг Републике по основу хартија од вредности (државних хартија од вредности),
- дуг Републике по основу уговора, односно споразума којим су репрограмиране обавезе које је Република преузела по раније закљученим уговорима, као и емитованим хартијама од вредности по посебним законима,
- дуг Републике који настаје по основу дате гаранције Републике, или по основу непосредног преузимања обавезе у својству дужника за исплату дуга по основу дате гаранције,
- дуг локалних власти и правних лица за које је Република дала гаранцију.

Економске перформансе једне националне економије могу детерминисати да ли се за јавни дуг може рећи да је ризичан или не. Дакле, присуство јавног дуга не представља ризик уколико економија једне земље функционише без проблема и



ограничења. Међутим, уколико функционисање једне привреде оптерећују турбуленције узроковане кризним тенденцијама, последично национална економија може да западне у проблем са ликвидношћу.

Већина држава у савременим условима привређивања своје функционисање заснива на континуираном повећању јавног дуга и буџетског дефицита. У таквим околностима, а у циљу обезбеђивања нормалног функционисања привреде, као неопходност намеће се постизање одрживог нивоа задужености. Уколико носиоци економске политике не профилишу адекватне мере за остварење овако постављеног циља, неминовно је да ће привреда остварити континуирано смањење економских активности.

### 3.1. Анализа кретања унутрашњег дуга

Почетком трећег миленијума Србија отпочиње процес транзиције, али истовремено и процес економског опоравка и трансформације у тржишну привреду. Упоредо са овим процесима одвијао се и процес повећања јавног дуга, који представља кључну детерминанту остварених резултата.

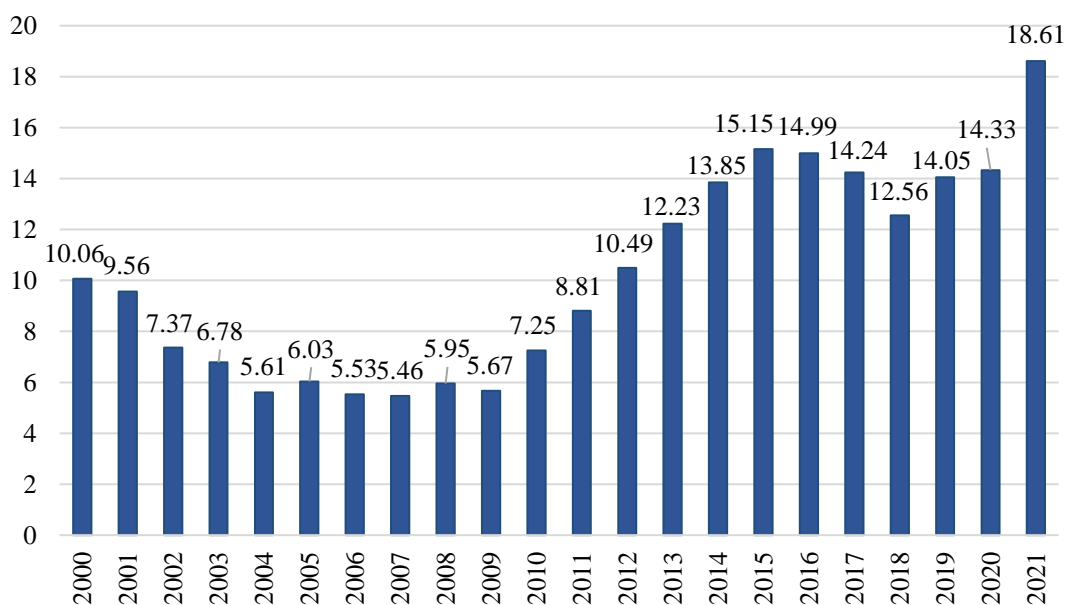
У циљу спровођења свеобухватне анализе јавног дуга Републике Србије, неопходно је приказати стање унутрашњег дуга, као сегмента укупног јавног дуга. Управо из тог разлога у наредној табели биће приказано стање унутрашњег дуга у периоду 2000-2021. године.

**Табела 21.** Стање унутрашњег дуга Републике Србије  
у периоду 2000-2021. године, млрд. ЕУР

година										
2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
10,06	9,56	7,37	6,78	5,61	6,03	5,53	5,46	5,95	5,67	7,25
година										
2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
8,81	10,49	12,23	13,85	15,15	14,99	14,24	12,56	14,05	14,33	18,61

Извор: <http://javnidug.gov.rs/rsc/mесечниизвештај>

Према званичним подацима Управе за јавни дуг, Министарства финансија Републике Србије, током процеса транзиције унутрашњи дуг Републике Србије значајно је увећан. На основу приказаних података јасно се може уочити да је на крају 2000. године унутрашњи јавни дуг износио је 10,06 милијарди евра, док је на крају 2021. године износио 18,61 милијарди евра. Податке из Табеле 21. приказаћемо графички, ради лакшег уочавања стања унутрашњег дуга током транзиционог периода.



**График 17.** Стање унутрашњег дуга у периоду 2000-2021. године, млрд. ЕУР

*Извор: Самостални графички приказ на основу података из Табеле 21.*

Приказани график јасно указује да је се обим унутрашњег дуга током година смањивао, и то све до 2009. године када је износио 5,67 милијарди евра. Дакле, у односу на 2000. годину дошло је до смањења унутрашњег дуга за преко 43%. Међутим, након тога обим унутрашњег дуга се повећавао све до 2015. године, када је износио 15,15 милијарди евра. За свега шест година унутрашњи дуг се повећао за око 10 милијарди евра.

У периоду након 2015. године обим унутрашњег дуга је имао тренд смањења, све до 2018. године када је износио 12,56 милијарди евра. Крајем 2019. године унутрашњи дуг је износио нешто преко 14 милијарди евра, док је на крају 2020. године био на нивоу од 14,33 милијарди евра. На крају 2021. године обим унутрашњег дуга био је на нивоу од 18,61 милијарди евра, што представља повећање од око 4 милијарди евра у односу на претходну годину. Почетком 2020. године свет је захватила пандемија корона вируса, о чему је већ било речи, која је последично допринела повећању обима задужености Србије.

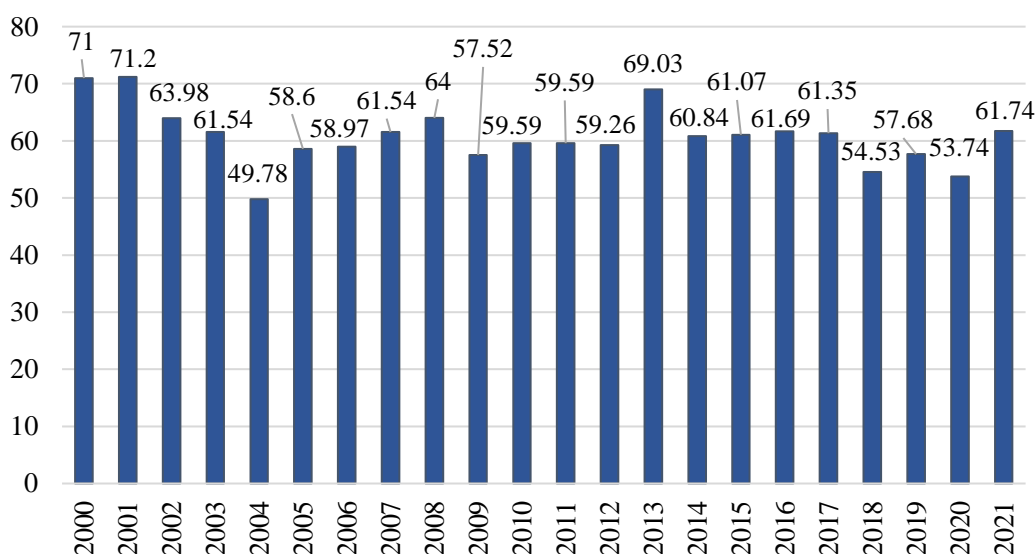
У економској теорији постоје становишта према којима унутрашњи јавни дуг не представља оптерећење за будуће генерације. Тачније, сматра се да унутрашњи дуг представља дуговања дела грађана једне државе према осталим грађанима исте те државе (Lerner, 1943, стр. 43). Управо из тог разлога наредном табелом биће приказано учешће унутрашњег дуга у БДП Републике Србије у периоду 2000-2021. године.

**Табела 22.** Учешће унутрашњег дуга у БДП Републике Србије у периоду 2000-2021. године

година										
2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
71	71,2	63,98	61,54	49,78	58,6	58,97	61,54	64	57,52	59,59
година										
2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
59,59	59,26	69,03	60,84	61,07	61,69	61,35	54,53	57,68	53,74	61,74

Извор: <http://javnidug.gov.rs/rsc/mесечниизвештај>

На основу приказаних података јасно се може уочити да се учешће унутрашњег дуга у БДП-у смањило у посматраном периоду. Податке из Табеле 22. приказаћемо и графички, у циљу лакшег уочавања кретања учешћа унутрашњег дуга у БДП-у Србије током транзиционог периода.



**График 18.** Учешће унутрашњег дуга у БДП у периоду 2000-2021. године

Извор: Самостални графички приказ на основу података из Табеле 22.

На основу приказаног графика јасно се може уочити да је највеће учешће јавног дуга у БДП-у било 2001. године и износило је 71,2%. Са друге стране, најмање учешће унутрашњег дуга у БДП-у (49,78%) било је на крају 2004. године. Након тога долази до повећања учешћа унутрашњег дуга у БДП-у све до 2008. године.

У периоду након 2008. године учешће унутрашњег дуга у БДП-у се смањује све до 2012. године, да би се већ наредне године повећало за око 10%. Период након 2013. године представља период смањења учешће унутрашњег дуга у БДП-у све до 2018. године. Наредне, 2019. године учешће се повећава за око 3%, док се на крају 2020. године учешће смањило за око 4% и износило је 53,74%. Након тога, на крају 2021. године учешће унутрашњег дуга у БДП-у повећало се на 61,74%.

Током читавог досадашњег тока процеса транзиције Србија је генерисала унутрашњи дуг, који се увећао са 10,06 милијарди евра на крају 2021. године на 18,61 милијарду евра на крају 2021. године. Повећање унутрашњег дуга у тесној је вези са повећањем јавног дуга. Имајући у виду чињеницу да српска економија има хроничан проблем са јавним дугом, у наставку ће бити приказане тенденције у кретању спољног дуга.

### **3.2. Анализа екстерне позиције Републике Србије: структура и трендови у кретању спољног дуга**

Развој српске привреде током преко две деценије трајања процеса транзиције детерминисале су многобројне промене. Савремене привредне токове профилисали су значајани изазови и ограничења, која су одредила правац и смер процеса транзиције. У том контексту, може се рећи да инострани капитал представља фактор од виталне важности за остварење привредног раста.

Недостатак домаће акумулације промовисао је задуживање у иностранству као кључну детерминанту финансирања привредног раста. Међутим, на такав начин дошло је до настанка изазова везаног за отплату спољног дуга. Немогућност отплате спољног дуга у предвиђеном року последично доприноси настанку проблема неодрживости у процесу управљања јавним дугом. Са једне стране, Србија има неизмерне потребе за капиталом из иностранства, док са друге стране веома скромне перформансе сервисирања дужничких обавеза.

Отплату свог спољног дуга Србија је углавном заснивала на олакшицама и бројним аранжманима за рефинансирање актуелних дугова. Међутим, непоштовање рокова за отплату дуга углавном је било блиско повезано са турбулентним токовима у привреди Србије. Нажалост, у том смислу многи изазови и ограничења су у извесној мери и данас присутни.

### 3.2.1. Трендови у кретању и критеријуми одрживости спољног дуга Републике Србије

Србија се сврстава у ред земаља које имају вишедеценијски проблем са недостатком неопходног капитала за финансирање економског развоја. „Иако у основи представља процес који потенцијално генерише низ позитивних ефеката, либерализација капитала је пред земље, попут Србије, поставила и низ изазова.“ (Божић Миљковић, 2019, стр. 261) Олакшани приступ иностраном капиталу допринео је да презадуженост може да буде кључни изазов за привреду Србије у савременим условима пословања.

Тенденције у кретању спољног дуга током процеса транзиције показују да је присутан растући тренд апсолутног износа спољног дуга. Може се рећи да је задуживање у иностранству настало у жељи за остварењем привредног раста. Стиче се утисак да се непромишљено улазило у кредитне аранжмане у иностранству, без сагледавања будућих перформанси за сервисирање обавеза на дуги рок. Наредном табелом биће приказано стање спољног дуга Републике Србије у периоду 2000-2021. године.

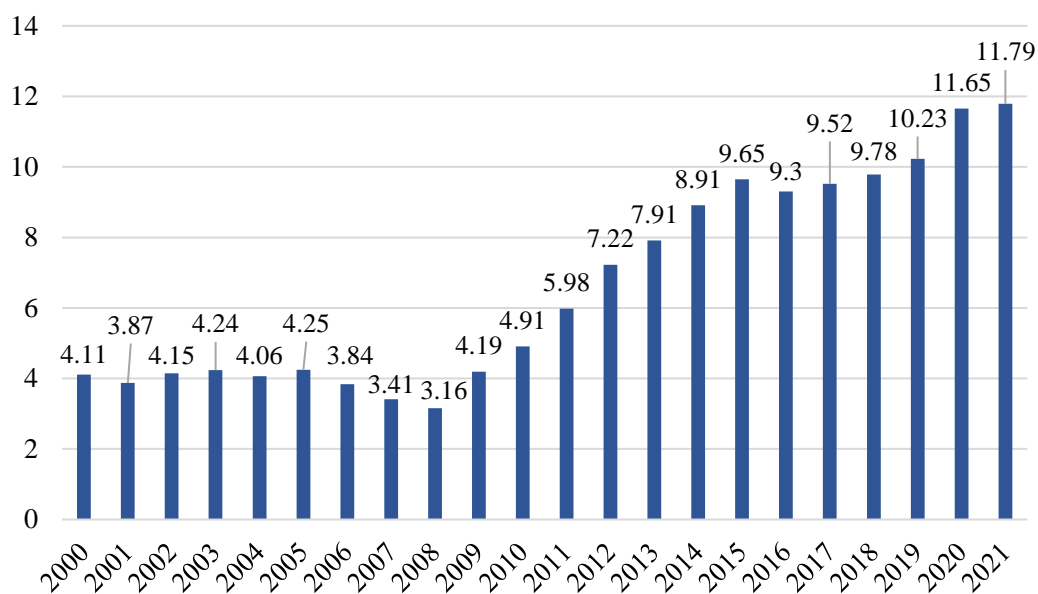
**Табела 23.** Стање спољног дуга Републике Србије у периоду 2000-2021. године, млрд. ЕУР

година										
2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
4,11	3,87	4,15	4,24	4,06	4,25	3,84	3,41	3,16	4,19	4,91
година										
2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
5,98	7,22	7,91	8,91	9,65	9,30	9,52	9,78	10,23	11,65	11,79

Извор: <http://javnidug.gov.rs/rsc/mесечниизвештај>

На основу приказаних података јасно се може уочити да је током транзиционог периода спољни дуг увећан око три пута. Подаци говоре у прилог чињенице да је постоји

континуитет у повећању апсолутног износа спољног дуга. У циљу лакшег уочавања тренда кретања спољног дуга, презентоване податке приказаћемо и графички.



**График 19.** Стање спољног дуга Републике Србије, млрд. ЕУР

Извор: Самостални графички приказ на основу података из Табеле 23.

На основу приказаног графика јасно се може уочити да је спољни дуг на крају 2000. године износио 4,11 милијарди евра, док је на крају 2021. године износио 11,79 милијарди евра. Осим тога, јасно се може уочити да експанзија задуживања у иностранству присутна након појаве глобалне економске и финансијске кризе до 2015. године. Након тога не може се говорити о смањењу задуживања у иностранству већ је настављен тренд задуживања, али је темпо задуживања далеко умеренији него у претходном периоду.

Србија спада у ред држава које имају хроничан недостатак финансијских средстава за финансирање развоја привреде. Са једне стране, носиоци економске политике настоје да задуживањем у иностранству повећају акумулацију привреде, док са друге стране од виталне важности јесте у које намене се користе позајмљена средства. Задуживање у иностранству може да представља кључну детерминанту привредног развоја.

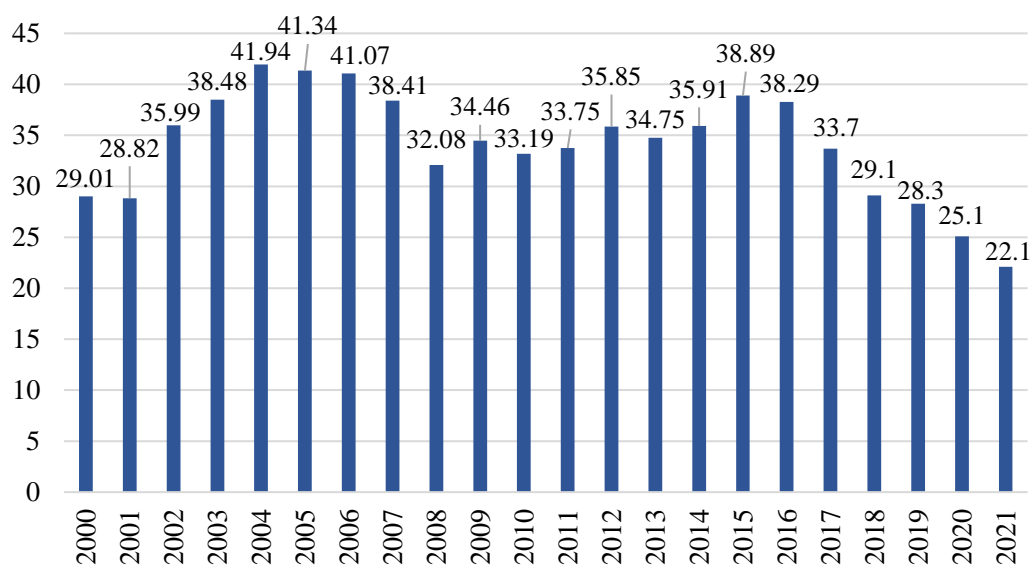
Када је реч о одрживости спољног дуга, значајан индикатор јесте и учешће спољног дуга у БДП-у. Наредном табелом биће приказано учешће спољног дуга у БДП Републике Србије у периоду 2000-2021. године.

**Табела 24.** Учешће спољног дуга у БДП Републике Србије у периоду 2000-2021. године

година										
2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
29,01	28,82	35,99	38,48	41,94	41,34	41,07	38,41	32,08	34,46	33,19
година										
2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
33,75	35,85	34,75	35,91	38,89	38,29	33,7	29,1	28,3	25,1	22,1

Извор: <http://javnidug.gov.rs/rsc/месечниизвештај>

Приказани подаци јасно показују да током читавог транзиционог периода учешће спољног дуга у БДП-у има веома промелјив тренд. Ради лакшег уочавања тренда кретања учешћа спољног дуга у БДП-у, презентоване податке приказаћемо и графички.



**График 20.** Учешће спољног дуга у БДП Републике Србије у периоду 2000-2021. године

Извор: Самостални графички приказ на основу података из Табеле 24.

На основу приказаног графика јасно се може уочити да је учешће спољног дуга у БДП-у значајно повећано од 2000. године до 2004. године, када је било највеће учешће спољног дуга у БДП-у на нивоу од 41,94%. Након тога, учешће спољног дуга у БДП-у се смањује до 2008. године када је износило 32,08%.

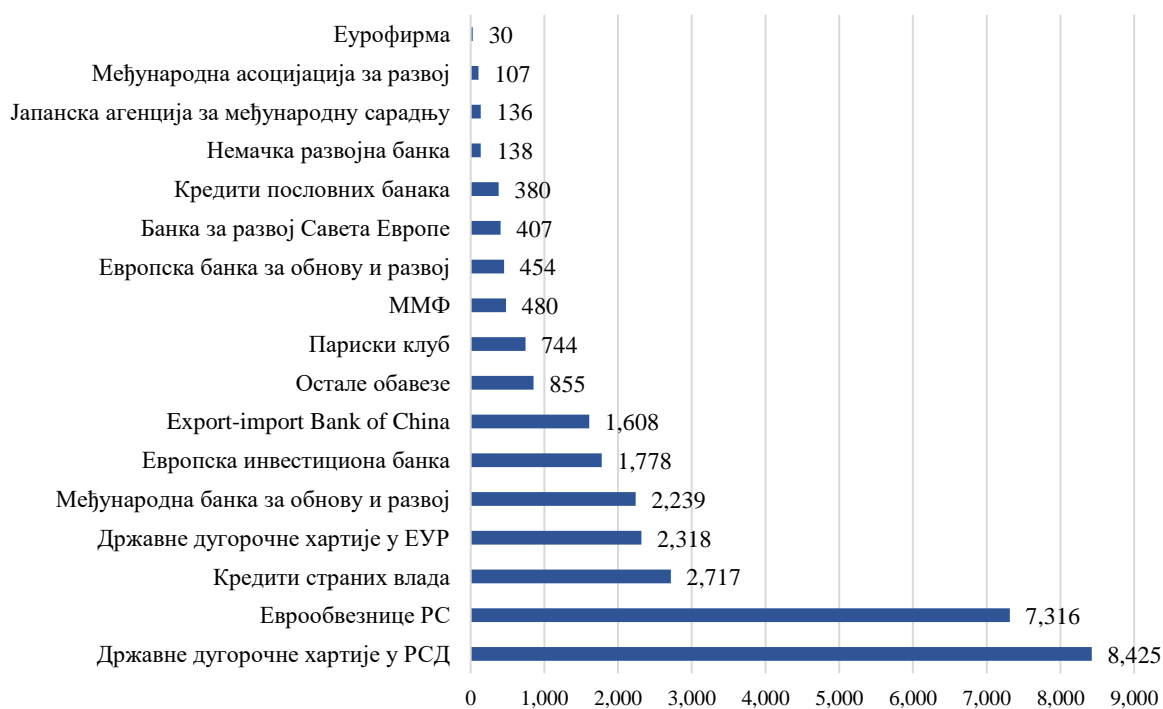
Након појаве глобалне економске и финансијске кризе учешће спољног дуга у БДП-у се повећава све до 2015. године (38,89%), али далеко умереније него у претходном периоду. У периоду након 2015. године учешће спољног дуга у БДП-у има

тренд смањења. Током читавог посматраног периода најмање учешће спољног дуга у БДП-у остварено је 2021. године, и исто је износило 22,1%.

Дакле, како се може јасно уочити на основу приказаних података учешће спољног дуга у БДП-у је током транзиционог периода смањено са 29,01% на крају 2000. године на 22,1% на крају 2021. године. У том контексту потребно је истаћи да је реч о повољном кретању индикатора јер спољно задуживање углавном дугорочно представља ограничавајући фактор привредног раста.

### 3.2.2. Структура и трендови у кретању спољног дуга Републике Србије према кредиторима

Задуживањем Републике Србије код међународних финансијских институција долази до настанка спољног дуга. Наредним графиком биће приказан преглед поверилаца јавног дуга на дан 31.12.2021. године.



**График 21.** Преглед поверилаца јавног дуга на дан 31.12.2021. године, милиони евра

Извор: Управа за јавни дуг, 2021, стр. 6.

На основу приказаног графика јасно се може уочити да Република Србија више дугује по основу хартија емитованих на националном (8,43 милијарди евра) него на иностраном тржишту (7,32 милијарди евра). Такође, емитоване су и државне дугорочне хартије у вредности од 2,32 милијарди евра.



Осим наведеног, као кључни међународни повериоци издвајају се Међународна банка за обнову и развој (IBRD) са 2,24 милијарди евра, Европска инвестициона банка (EIB) са 1,78 милијарди евра и Експорт-импорт кинеска банка (EXIM) са 1,61 милијарду евра. Такође, потребно је поменути да се Париском клубу дугује 744 милиона евра, Међународном монетарном фонду (ММФ) 480 милиона евра, Европској банци за обнову и развој (EBRD) 454 милиона евра, односно Банци за развој Савета Европе 407 милиона евра.

Дуговања према пословним банкама су у износу од 380 милиона евра, Немачкој развојној банци се дугује 138 милиона евра, док се Јапанској агенцији за међународну сарадњу дугује 136 милиона евра. Најмање обавезе су према Међународној асоцијацији за развој у износу од 107 милиона евра, односно према Европској организацији за финансирање и подршку железничких компанија (EUROFIRMA) у износу од 30 милиона евра.

### **3.2.3. Анализа кретања јавног дуга Републике Србије**

Преко две деценије задуженост представља један од кључних глобалних проблема, који не залази само у домен економије. Почетком осамдесетих година XX века дошло је до ескалације овог проблема, који се континуирано продубљује и изоштрава. Може се рећи да је оптерећује нормално функционисање свих земаља света, без обзира на достигнути ниво привредне развијености. На самом почетку трећег миленијума дужничка криза представља сурову реалност са којом су опседнуте транзиционе привреде.

Позната је чињеница да је Република Србија отпочела транзиционе процесе са деценијом кашњења у односу на остале реалсоцијалистичке земље. Међутим ово није био ограничавајући фактор да проблем задужености закасни са својим деловањем на привредне токове српске економије. Такође, потребно је имати у виду чињеницу да је Србија ушла у процес транзиције са јавним дугом који је на крају 2000. године износио 14,2 милијарди евра.

У првој деценији одвијања процеса транзиције, привреда Републике Србије остварила је релативно добре резултате. Један од кључних резултата представљало је смањење јавног дуга, али је овај тренд зауставила појава глобалне економске и финансијске кризе. Када је реч о смањењу јавног дуга до 2008. године, потребно је

истаћи да је до тога дошло услед „отписа дугова према Париском и Лондонском клубу поверилаца, враћања дугова страним повериоцима, враћања старе девизне штедње, али и због раста прихода од приватизације у склопу спровођења програма економских реформи.“ (Маџар, 2019, стр. 141)

Настанак и дејство глобалне економске и финансијске кризе утицао је на погоршање већине макроекономских индикатора привреде Републике Србије, што је последично утицало на повећање номиналног износа јавног дуга. Тренд повећања јавног дуга није заустављен ни до данашњих дана.

У циљу анализе актуелног стања јавног дуга Републике Србије као неопходност се намеће приказ стања и структуре јавног дуга у периоду од 2000. године до данашњих дана. Управо из тог разлога наредном табелом биће приказани подаци о стању јавног дуга у периоду од 2000. године до 2021. године.

**Табела 25.** Стање јавног дуга Републике Србије у периоду 2000-2021. године, млрд. ЕУР

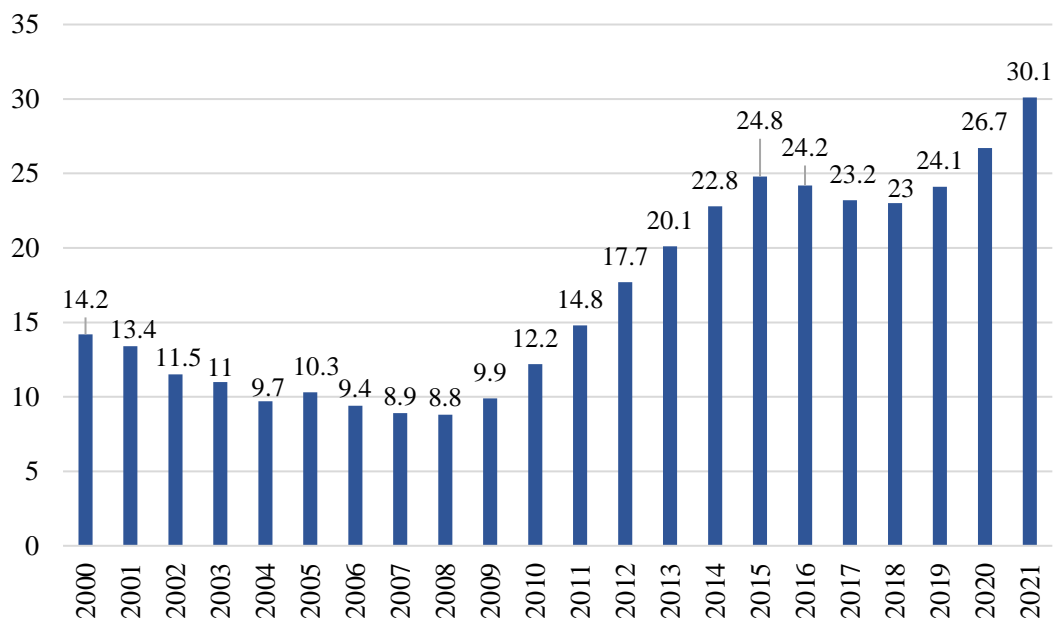
година										
2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
14,2	13,4	11,5	11	9,7	10,3	9,4	8,9	8,8	9,9	12,2
година										
2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
14,8	17,7	20,1	22,8	24,8	24,2	23,2	23,0	24,1	26,7	30,1

Извор: <http://javnidug.gov.rs/rsc/mесечниизвештај>

На основу приказаних података, јасно се може уочити да је на крају 2000. године јавни дуг износио 14,2 милијарде евра, да би до 2008. године био смањен на 8,8 милијарди евра. Након тога, до краја 2013. године долази до осетног повећања јавног дуга и исти је износио 20,1 милијарди евра. Међутим, и последња деценија представља период повећања јавног дуга, тако да је на крају 2021. године износио 30,1 милијарду евра.

У контексту повећања јавног дуга потребно је указати да је током периода од 2000. године до 2013. године јавни дуг растао далеко брже од пораста реалне економске активности. Нарочито је било забрињавајуће да ни знатни приватизациони приходи нису могли да успоре тренд повећања јавног дуга.

Осим тога, нарочито је потребно истаћи да период од 2008. године до 2013. године представља период импресиваног пораста јавног дуга. За свега шест година јавни дуг је више него удвостручен, односно повећаван је просечно за око 20% године, па је на крају 2013. године износио 20,1 милијарду евра. У циљу лакшег уочавања тренда кретања јавног дуга, презентоване податке приказаћемо и графички.



**График 22.** Стање јавног дуга Републике Србије у периоду 2000-2021. године, млрд. ЕУР

*Извор: Самостални графички приказ на основу података из Табеле 25.*

На основу приказаног графика јасно се може уочити динамика јавног дуга у транзиционом периоду. У досадашњем току процеса транзиције могу се издвојити два периода у кретању јавног дуга. Први период је период од 2000. године до 2008. године, чија је кључна карактеристика смањење јавног дуга. Други период, након 2008. године, карактерише повећање јавног дуга. Такође, потребно је истаћи да је за свега тринаест година јавни дуг увећан за око 3,5 пута.

Такође, приказани график јасно указује да је најмањи ниво јавног дуга током читавог периода био 2008. године, док је највећи ниво јавног дуга био на крају 2021. године, када је износио 30,1 милијарду евра. Како би анализа јавног дуга била употпуњена, неопходно је сагледати и учешће јавног дуга у БДП Републике Србије.

**Табела 26.** Учешће јавног дуга у БДП Републике Србије у периоду 2000-2021. године

година										
2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
201,2	97,7	68,3	61,7	52,6	50,2	35,9	29,9	28,3	32,8	14,8
година										
2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
45,4	56,2	61,2	70,9	73,4	72,9	61,5	53,6	52,4	57,4	56,5

Извор: <http://javnidug.gov.rs/rsc/месечниизвештај>

На основу приказаних података јасно се може уочити да је учешће јавног дуга у БДП-у Републике Србије на крају 2000. године имао екстремно висок ниво од 201,2% БДП-а. Сасвим је јасно да је ово стање удела јавног дуга у БДП-у било неодрживо, док је потребно имати у виду да је у таквим околностима Република Србија отпочела процес транзиције.

Веома комплексне околности су допринеле да почетком трећег миленијума буде изразито висок ниво јавног дуга. Један од кључних разлога налази се у домену високог спољног дуга, али и услед: (Веселиновић, 2013, стр. 323-324)

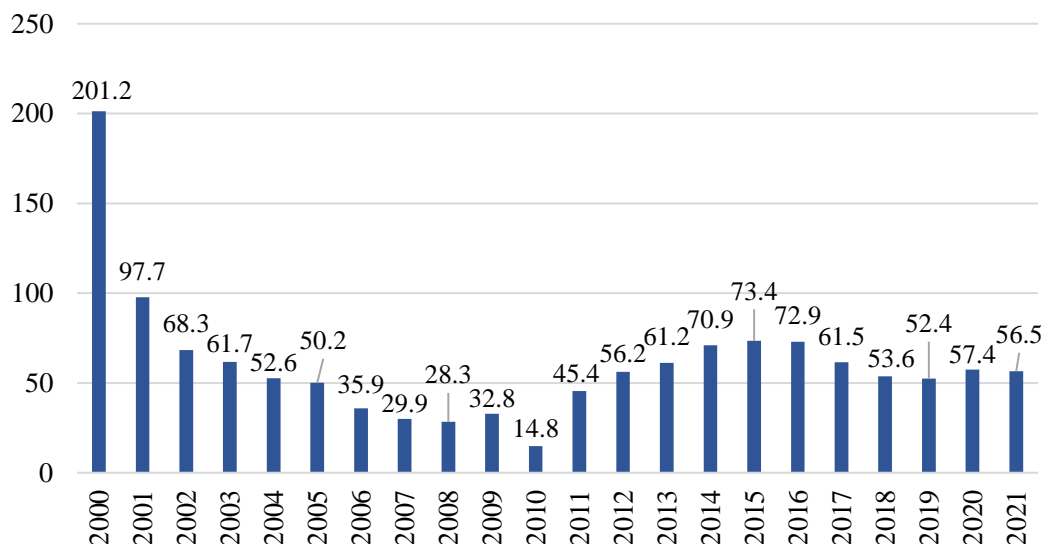
- „преузимања обавеза држава њених претходница (укључује и претварање гаранција СФРЈ по основу девизне штедње у директни дуг Републике Србије),
- претварањем доцњи у измирењу буџетских обавеза из деведесетих година века у јавни дуг, и
- преузимањем приватних дугова тзв. пирамидалних банака према грађанима.“

Осим поменутог, потребно је истаћи да је до појаве глобалне економске и финансијске кризе учешће јавног дуга у БДП-у значајно смањено. Неколико разлога је допринело овом смањењу.

„У периоду од 2001. до 2008. године јавни дуг је знатно опао као последица отписа 66% дуга према Париском клубу и 62% према Лондонском клубу. Исто тако, враћање дугова страним повериоцима и враћање 1,3 милијарди евра по основу девизне штедње и домаћих дугова имали су утицаја на смањење његовог нивоа. Тада буџетски дефицит није био нарочито наглашен, јер су приходи од приватизације били доминантна

категорија у пуњењу буџета Републике Србије као последица интензивног спровођења транзиционог програма либерализације економских токова.“ (Калаш et al. 2016, стр. 25)

Након успоравања привредне активности због негативних тенденција насталих услед глобалне економске и финансијске кризе долази до повећања учешћа јавног дуга у БДП-у. У циљег лакшег уочавања тренда кретања учешћа јавног дуга у БДП Републике Србије током транзиционог периода, презентовани подаци биће приказани и графички.



**График 23.** Учешће јавног дуга у БДП Републике Србије у периоду 2000-2021. године

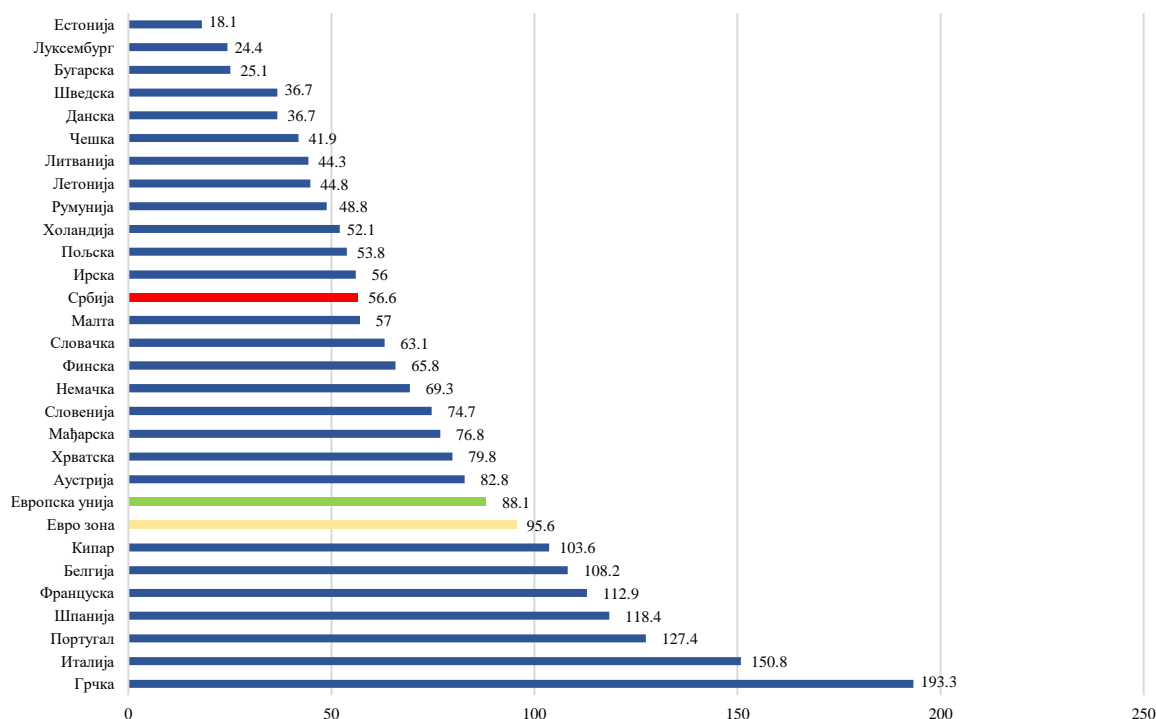
Извор: Самостални графички приказ на основу података из Табеле 26.

Графички приказ јасно указује на тенденције кретања процентуалног учешћа јавног дуга у БДП-у у периоду од 2000. године до 2021. године. Почетни период карактерише смањење учешћа јавног дуга у БДП-у, што је нарочито уочљиво 2001. године у односу на претходну годину јер је смањено учешће за преко 50%. Значајно смањење резултат је фактора о којима је већ било речи.

Успоравње глобалне економије услед економске кризе, последично је допринео да се учешће јавног дуга у БДП-у повећава из године у годину након 2008. године. Тако рецимо, за свега 5 година учешће јавног дуга достиже 70,4% БДП-а на крају 2014. године. Дакле, реч је о порасту учешћа јавног дуга у БДП-у од преко 42% у односу на 2008. годину.

Након појаве глобалне економске и финансијске кризе највеће учешће јавног дуга у БДП-у остварено је 2015. године, када је износило 73,4%. Након тога, учешће јавног дуга у БДП-у се смањује, да би на крају 2021. године износило 56,5%.

Стратешки циљ Републике Србије је пуноправно чланство у Европској унији. Управо из тог разлога, наредним графиком биће приказано учешће јавног дуга у БДП-у по државама чланицама Европске уније.



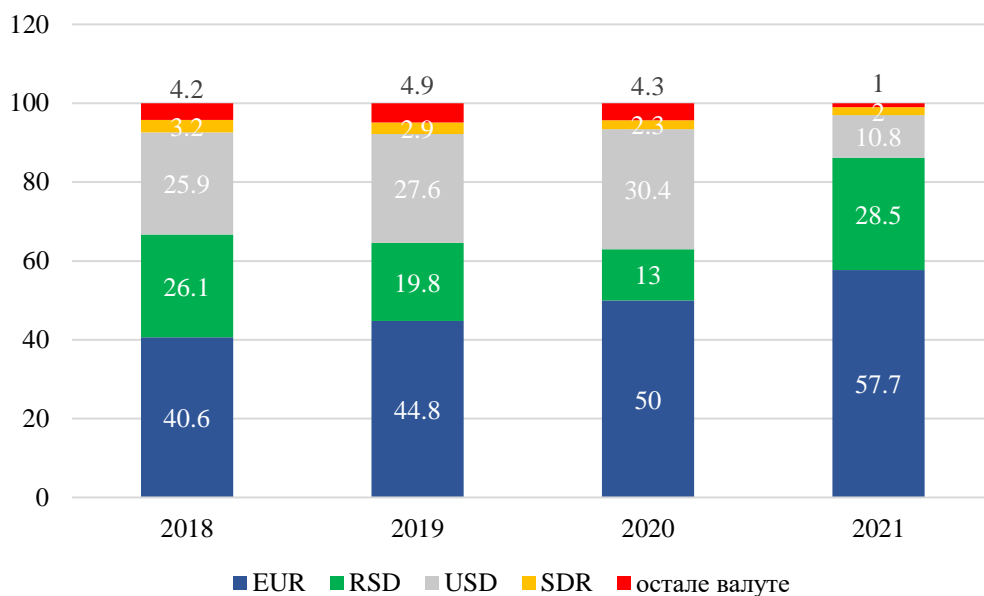
**График 24.** Учешће јавног дуга у БДП-у у државама Европе 2021. године

Извор: <https://ec.europa.eu/eurostat/databrowser/view/teina225/default/bar?lang=en>

На основу приказаног графика јасно се може уочити да је учешће јавног дуга у БДП-у на нивоу Србије далеко ниже од европског просека. Просек Европске уније је на нивоу од 88,1%, Евро зоне 95,6%, док је у Републици Србији 56,5%. Осим тога, јасно се може уочити да постоји значајан број држава код којих је учешће јавног дуга у БДП-у изнад 100%.

Међутим, потребно је указати да иако је учешће Србије испод европског просека, оно је далеко веће него код појединих упоредивих држава, попут Румуније (48,8%), односно Бугарске (25,1%). Такође, потребно је истаћи да је учешће јавног дуга у БДП-у у Србији ниже у односу на ниво у појединим развијеним државама, а разлог се налази у лошијем кредитном рејтингу који има Србија у односу на већину развијених земаља.

Значајан сегмент сагледавања стања јавног дуга свакако је валутна структура јавног дуга. Наредним графиком биће приказана валутна структура јавног дуга у периоду 2018-2021. године.



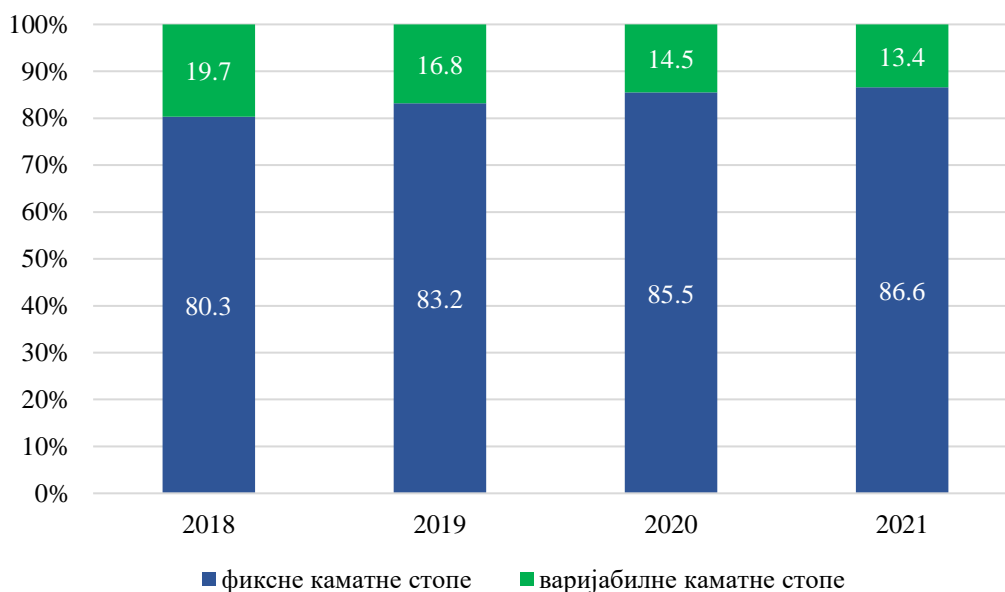
**График 25.** Валутна структура јавног дуга у периоду 2018-2021. године

Извор: Влада Републике Србије, 2021, стр. 79

На основу приказаног графика јасно се може уочити да се Влада Републике Србије у посматраном периоду највише задуживала у еврима и америчким доларима, чије учешће прелази 80% на крају 2020. године, односно прелази 68% на крају 2021. године. На крају 2021. године учешће задуживања у еврима износило је 57,7%, док је задуживање у америчким доларима било на нивоу 10,8%.

Међутим, иако је присутно доминантно задуживање у еврима, јасно се може уочити да је на крају 2021. године значајно смањење задуживање у доларима, с једне стране, односно повећано је задуживање у динарима, са друге стране. „Захваљујући континуираном развоју домаћег тржишта хартија од вредности и постепеном повећању обима емисија у домаћој валути, дошло је до значајног раста учешћа дуга у домаћој валути.“ (Влада Републике Србије, 2021, стр. 79) Најмањи део дуга деноминован је у специјалним правима вучења (2%), односно у осталим валутама (1%).

Анализа јавног дуга подразумева и сагледавање структуре каматних стопа јавног дуга Србије. У том контексту, наредним графиком биће приказана структура каматних стопа у периоду 2018-2021. године.



**График 26.** Структура каматних стопа јавног дуга Србије у периоду 2018-2021. године

Извор: Влада Републике Србије, 2021, стр. 80

На основу приказаног графика јасно се може уочити да је доминантно учешће фиксних каматних стопа са учешћем од 86,6% на крају 2021. године. Истовремено учешће фиксних каматних стопа је износило 13,4% на крају 2021. године. Посматрајући тенденције структуре каматних стопа јавног дуга јасно се може уочити да је током посматраног периода повећано учешће фиксних каматних стопа са 80,3% на крају 2018. године на 86,6% на крају 2021. године.

Осим тога, кредити везани за EURIBOR и LIBOR на евро имали су доминантно учешће од 81,74% у структури варијабилних каматних стопа. Затим следи варијабилна каматна стопа на специјална права вучења 11,88%, LIBOR на амерички долар 2,49%, LIBOR на швајцарски франак 1,02%, док је учешће обавеза са осталим каматним стопама 2,87% (Управа за јавни дуг, 2021, стр. 7).

Проблем јавног дуга представља вишедеценијски проблем привреде Републике Србије. Приказани подаци показали су да су присутне позитивне тенденције по питању стања јавног дуга Србије, али не и његовог повећања. Носиоци економске политике требало би да својим деловањем допринесу да јавни дуг на дужи рок буде на нивоу испод 50% БДП-а како би се јавне финансије могле сматрати одрживим.



#### 4. Упоредна анализа стања задужености Републике Србије са земљама Западног Балкана

Драматично повећање јавног дуга на глобалном нивоу довело је у питање одрживост финансија у бројним државама. Не тако давно, криза јавног дуга представљала је карактеристичан проблем земаља у развоју. Међутим, појава глобалне економске и финансијске кризе показала да је значајан део развијених земаља итекако осетљив на проблем задужености. Без обзира на достигнути ниво развијености националне економије, пред носиоцима економске политике налази се задатак профилисања адекватне економске политике која ће бити у функцији дугорочне стабилизације стања јавног дуга.

Последње деценије биле су веома турбулентне за подручје Западног Балкана, које је било у вртлогу бројних економских и политичких структурних промена. Интензиван раст јавног дуга није заобишао ни ове државе, нарочито током глобалне економске и финансијске кризе.

Током кризног периода многобројни макроекономски индикатори остварили су негативне стопе, попут привредног раста и незапослености. На такав начин створени су кључни предуслови за ескалацију проблема задужености. Дакле, „ове земље поред својих слабих привредних система, и са недовољно искуства у функционисању савременог светског тржишта суочавају се са проблемима ниског извоза генеришући задуживање.“ (Ћосовић et al. 2012, стр. 55)

Осим тога, криза је открила многобојне фискалне слабости земаља Западног Балкана. Са друге стране, цикличност пореских прихода у периоду пре кризе представљала је незаобилазни изазов смањења фискалних перформанси ових земаља. Последишно, дошло је до смањења нивоа дохотка, „док су плате и пензије у јавном сектору, које чине велики део државне потрошње у региону (више од 25% у просеку), остале високе.“ (Радоњић et al. 2020, стр. 56)

У процесу управљања кризом, носиоци економске политике у земљама Западног Балкана, интензивно су користили националне фискалне ресурсе. На такав начин, биле су угрожене монетарне резерве, док је истовремено генерисано повећање јавног дуга. Након завршетка кризе, многе државе Западног Балкана нису успеле да поново остваре стопе привредног раста из предкризног периода, што је последишно негативно утицало на макроекономску стабилност, али и на одрживост јавног дуга. Такође, у посткризном

периоду напори Влада земаља Западног Балкана били су умерени ка упостављању фискалне консолидације, са кључним циљем да се оствари одрживост јавног дуга.

Међутим, „како су домаћа финансијска тржишта недовољно развијена, ове земље су у великој мери изложене повећању цене иностраног задуживања. Досадашња политика задуживања се наставља са све већим улагањем у непроизводну потрошњу, што захтева поновно задуживање.“ (Тосовић, 2020, стр. 363)

Земље Западног Балкана се значајно разликују по степену задужености. Наредном табелом биће приказано кретање јавног дуга у земљама Западног Балкана у периоду 2009-2020. године.

**Табела 27.** Кретање јавног дуга у земљама Западног Балкана у периоду 2009-2020. године

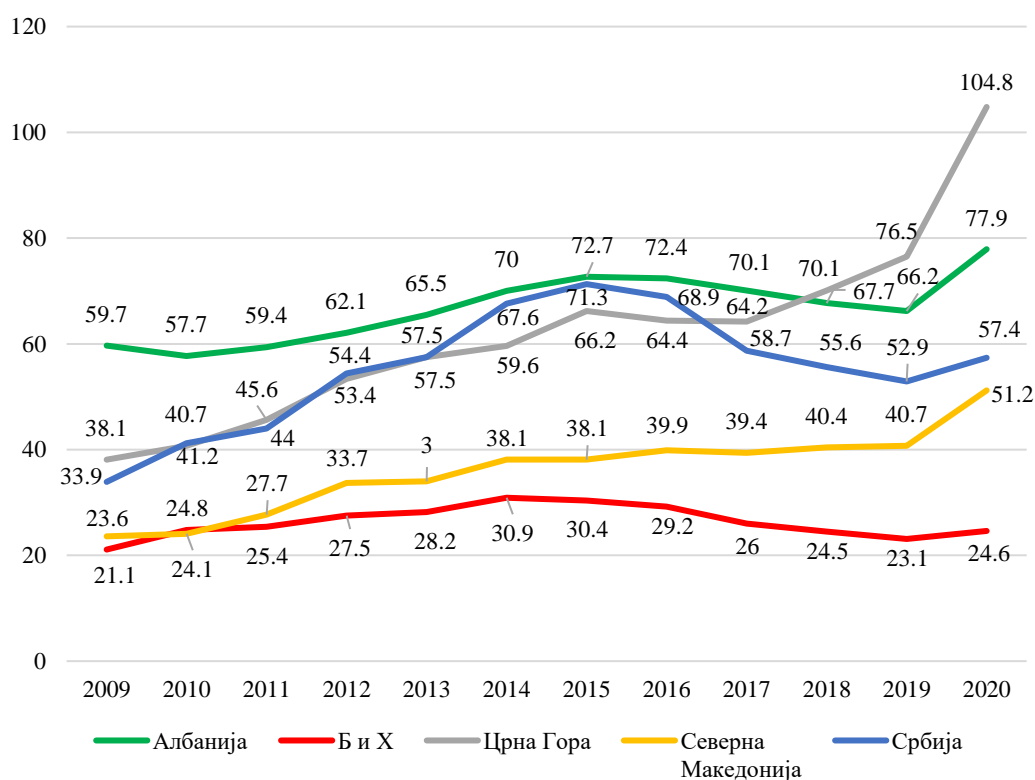
година	Албанија	Б и Х	Црна Гора	Северна Македонија	Србија	просек за Западни Балкан
2009	59,7	21,1	38,1	23,6	33,9	35,28
2010	57,7	24,8	40,7	24,1	41,2	37,7
2011	59,4	25,4	45,6	27,7	44	40,42
2012	62,1	27,5	53,4	33,7	54,4	46,22
2013	65,5	28,2	57,5	34	57,5	48,54
2014	70	30,9	59,6	38,1	67,6	53,24
2015	72,7	30,4	66,2	38,1	71,3	55,74
2016	72,4	29,2	64,4	39,9	68,9	54,96
2017	70,1	26	64,2	39,4	58,7	51,68
2018	67,7	24,5	70,1	40,4	55,6	51,66
2019	66,2	23,1	76,5	40,7	52,9	51,88
2020	77,9	24,6	104,8	51,2	57,4	63,18

*Извор: <https://www.imf.org/external/datamapper/datasets/GDD>*

На основу приказаних података јасно се може уочити да је Албанија је земља у којој је највеће учешће јавног дуга у БДП-у. Учешће јавног дуга у БДП-у у Албанији на крају 2009. године било је на нивоу од 57,7%, док је на крају 2020. године износило

77,9%. Са друге стране, Босна и Херцеговина је земља Западног Балкана у којој је најмањи проценат задужености у посматраном периоду. На крају 2009. године у овој држави било је најмање учешће јавног дуга у БДП-у (21,1% БДП), док је 2014. године задуженост ове земље је била на највишем нивоу (30,9% БДП).

Црна Гора и Северна Македонија представљају земље Западног Балкана у којима је задуженост константно расла у посматраном периоду. Задуженост Црне Горе је од 38,1% у 2009. години, у 2020. години достигла ниво 104,8% БДП-а. Северна Македонија је од задужености на нивоу 23,6% БДП-а у 2009. години стигла до 51,2% БДП-а у 2020. години. Наредним графиком биће приказано кретање задужености земаља Западног Балкана у посматраном периоду.



**График 27.** Кретање јавног дуга у земљама Западног Балкана у периоду 2009-2020. године

Извор: Самостални графички приказ на основу података из Табеле 27.

На основу стопа задужености, приказних у Табели 27. извршено је рангирање земаља Западног Балкана у свакој години посматрања. Рангирање је извршено од најмањег до највећег учешћа јавног дуга у БДП у датој години.

**Табела 28.** Ранг листа земаља Западног Балкана према степену задужености<sup>1</sup>

	Албанија	Босна и Херцеговина	Црна Гора	Северна Македонија	Србија
2009	5	1	4	2	3
2010	5	2	3	1	4
2011	5	1	4	2	3
2012	5	1	3	2	4
2013	5	1	4	2	3
2014	5	1	3	2	4
2015	5	1	3	2	4
2016	5	1	3	2	4
2017	5	1	4	2	3
2018	4	1	5	2	3
2019	4	1	5	2	3
2020	4	1	5	2	3

Извор: Приказ аутора на основу података из Табеле 27.

Најмању задуженост у оквиру анализираних земаља у целом посматраном периоду има Босна и Херцеговина, а затим следи Северна Македонија. Република Србија је, према степену задужености, у већем делу посматраног периода била трећа, од пет анализираних земаља. Србија и Црна Гора су се смењивале на трећем и четвртном месту, све до 2018. године, када је задуженост Црне Горе нагло почела да расте. Она је тада заменила Албанију, која је све до 2018. године важила за најзадуженију државу Западног Балкана.

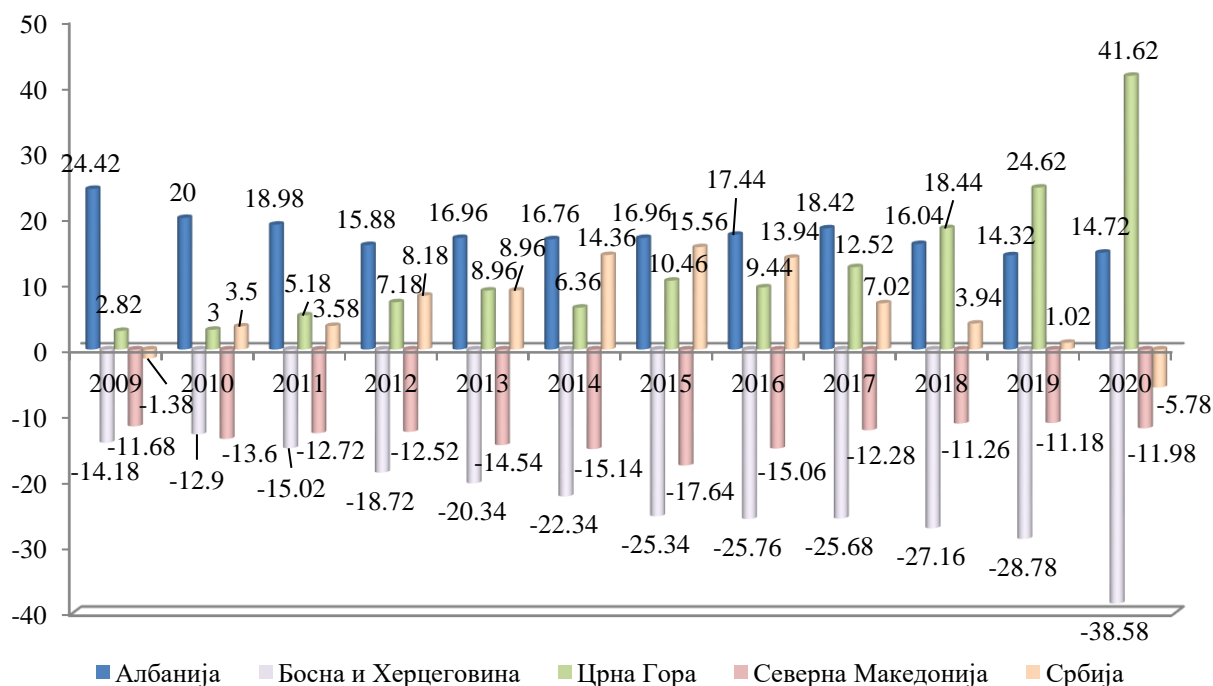
*Табела 29. Стопа промене јавног дуга у посматраном периоду*

	Албанија	Босна и Херцеговина	Црна Гора	Северна Македонија	Србија
2010	-3,35%	17,54%	6,82%	2,12%	21,53%
2011	2,95%	2,42%	12,04%	14,94%	6,80%
2012	4,55%	8,27%	17,11%	21,66%	23,64%
2013	5,48%	2,55%	7,68%	0,89%	5,70%
2014	6,87%	9,57%	3,65%	12,06%	17,57%
2015	3,86%	-1,62%	11,07%	0,00%	5,47%
2016	-0,41%	-3,95%	-2,72%	4,72%	-3,37%
2017	-3,18%	-10,96%	-0,31%	-1,25%	-14,80%
2018	-3,42%	-5,77%	9,19%	2,54%	-5,28%
2019	-2,22%	-5,71%	9,13%	0,74%	-4,86%
2020	17,67%	6,49%	36,99%	25,80%	8,51%

*Извор: Прорачун аутора на основу података из Табеле 27.*

У табели изнад дате су стопе промене задужености у земљама Западног Балкана. Албанија је током 2020. године забележила највеће повећање степена задужености у односу на претходну годину (пораст задужености за 17,67%). Босна и Херцеговина је највећи пораст задужености остварила 2010. године, када је задуженост у односу на 2009. годину порасла за 17,54%. Од 2015. године ова земља бележи константан пад степена задужености.

Црна Гора показује велике осцилације у степену задужености у посматраном периоду. Највећи пораст задужености ова земља је остварила 2020. године, када је задуженост повећана за 36,99% у односу на 2019. годину и истовремено достигла ниво 4,8% већи од БДП-а. Северна Македонија је највећи пораст задужености остварила 2020. године. Задуженост ове земље је тада повећана за 25,8% у односу на 2019. годину.



**График 28.** Одступања јавног дуга по земљама од просека Западног Балкана

Извор: Самостални графички приказ на основу података из Табеле 29.

На графикону је дат приказ односа задужености земаља Западног Балкана у односу на израчунати просек задужености. Може се уочити да је задуженост Албаније и Црне Горе у целом посматраном периоду изнад просека за Западни Балкан. Задуженост Србије је у свим годинама, изузев 2020. године изнад просечног нивоа. Истовремено, задуженост Босне и Херцеговине и Северне Македоније је у целом анализираном периоду испод просечног нивоа задужености израчунатог за Западни Балкан.

**Табела 30.** Просечне годишње стопе раста јавног дуга у периоду 2009-2020. година

Албанија	Босна и Херцеговина	Црна Гора	Северна Македонија	Србија	Западни Балкан
2,45%	1,40%	9,63%	7,29%	4,90%	5,44%

Извор: Израчунато на основу података из Табеле 29.

Просечне годишње стопе раста задужености земаља Западног Балкана у посматраном периоду, приказане у горњој табели, упућују на закључак да је најблажу динамику задужености у анализираном периоду имала Босна и Херцеговина.

Задуженост ове земље се сваке године повећавала, у просеку за 1,4%. Албанија је, уз велику задуженост, бележила и просечан раст задужености од 2,45%.

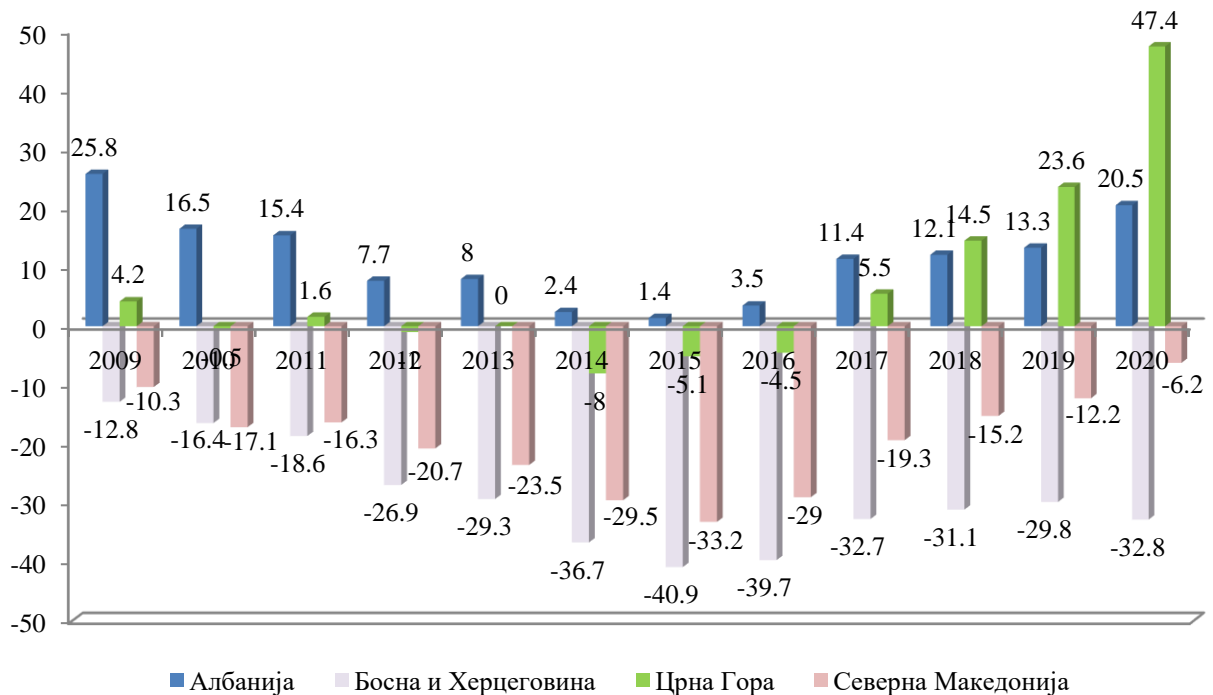
Црна Гора и Северна Македонија су оствариле просечне годишње стопе задужености изнад просека за Западни Балкан (5,44%). При чему је просечна годишња стопа раста задужености у Црној Гори износила 9,63%, а у Северној Македонији 7,29%.

**Табела 31.** Задуженост земаља Западног Балкана у односу на Републику Србију

година	Албанија	Босна и Херцеговина	Црна Гора	Северна Македонија
2009	25,8	-12,8	4,2	-10,3
2010	16,5	-16,4	-0,5	-17,1
2011	15,4	-18,6	1,6	-16,3
2012	7,7	-26,9	-1	-20,7
2013	8	-29,3	0	-23,5
2014	2,4	-36,7	-8	-29,5
2015	1,4	-40,9	-5,1	-33,2
2016	3,5	-39,7	-4,5	-29
2017	11,4	-32,7	5,5	-19,3
2018	12,1	-31,1	14,5	-15,2
2019	13,3	-29,8	23,6	-12,2
2020	20,5	-32,8	47,4	-6,2

*Извор: Прорачун аутора на основу података из Табеле 27.*

У табели изнад приказане су израчунате разлике у учешћу јавног дуга у БДП између земаља Западног Балкана и Републике Србије. Једина земља која је у посматраном периоду имала већу задуженост од Србије је Албанија. Босну и Херцеговину и Северну Македонију карактерише мања задуженост у односу на Србију. Задуженост Црне Горе је, све до 2016. године била нижа у односу на Србију. Након тога, све до 2020. године Црна Гора је бележила константно већу задуженост у односу на Србију.



**График 29.** Одступања задужености земаља Западног Балкана у односу на задуженост Републике Србије

Извор: Самостални графички приказ на основу података из Табеле 31.

Негативна дејства глобалне економске и финансијске кризе допринела је да поједине државе Западног Балкана, попут Црне Горе, Албаније и Србије, уведу фискална правила, док је са друге стране спроведена консолидација у домену државних прихода и расхода. Тако рецимо, повећано учешће државних расхода у БДП-у Албаније утицало је да ова држава спроведе реформу пореског система, која је имала за циљ да реформом пореског система повећа прилив пореских прихода.

Истовремено, буџет Републике Србије био је преоптерећен издацима јавног сектора, али и обавезама за пензије. Управо из тог разлога спроведена је фискална консолидација са кључним циљем контролisaња расхода. Посматрано на кратак рок, фискална консолидација је допринела смањењу дефицита. У циљу стабилизације динамике дуга у свим државама Западног Балкана неопходно је спровођење фискалне консолидације и у наредном периоду.

## 5. Емпиријско истраживање утицаја задужености на привредни развој Републике Србије

Задуженост представља незаобилазан сегмент савременог развоја модерних привреда. Томе су свакако допринеле и економска теорија и пракса које су одавно



указале на постојање веома блиских веза између привредног развоја и јавног дуга. Управо из тога разлога емпиријско истраживање има за циљ да детерминише комплексност односа између буџетског дефицита, јавног дуга и привредног раста на примеру земаља Западног Балкана у периоду од 2001. до 2020. године. Наравно, значајно место у истраживању заузима Република Србија, као највећа и са својим економским перформансама најзначајнија држава у региону Западног Балкана.

За потребе истраживања биће спроведене корелациона и регресиона анализа како би се на такав начин детерминисао однос између јавног дуга и изабраних макроекономских индикатора у посматраном периоду. Процес спровођења истраживања заснован је на постављеним хипотезама, како би се на основу добијених резултата исте потврдиле или одбациле.

Имајући у виду чињеницу да регион Западног Балкана чине државе које се још увек налазе у процесу транзиције, али и да су веома рањиве у кризним ситуацијама (попут економске кризе из 2008. године), истраживање подразумева анализу утицаја јавног дуга на БДП, стопу раста БДП-а и стопу инфлације. Дакле, реч је о кључним макроекономским индикаторима који у значајној мери детерминишу привредне перформансе земаља Западног Балкана. На такав начин биће створени кључни предуслови за дефинисање неопходних препорука за профилисање одрживог управљања јавним дугом у наредном периоду.

## **5.1. Критички осврт на емпиријска истраживања односа јавног дуга и привредног раста**

У савременим условима пословања готово да је незамисливо функционисање привредних токова без активне улоге државе. Са друге стране, функционалност модерне државе у значајној мери је условљена постојањем потребног нивоа јавних прихода. Без обзира на достигнути ниво привредне развијености, држава може запасти у проблем недостатка потребних средства који се углавном решава повећањем задужености.

Економска теорија одавно је препознала фундаментални значај управљања јавним дугом, јер је реч о процесу који представља кључни предуслов остварења одрживог економског раста. Тематика и проблематика односа јавног дуга и привредног раста представља предмет истраживања многобројних домаћих и иностраних научника и истраживача.

Може се рећи да постоји разноврсност у економској литератури која за предмет истраживања има феномен повећања задужености привреде, као и анализу употребе на такав начин обезбеђених средстава. Стиче се утисак да у време економских криза долази до повећаног интересовања за сагледавање овог економског феномена. Глобална економска и финансијска криза допринела је подстицању заинтересованости за идентификацију кључних односа између растућег нивоа јавног дуга и привредног раста.

У својим књигама, проблематиком јавних финансија баве се Brummerhoff, D., Büttner, T. (2018), Ђуровић-Тодоровић, Ј. и Ђорђевић, М. (2019), као и Раичевић, Б. (2008). У својој књизи „Економија јавног сектора“, аутор Stiglitz, J. (2004), који уједно представља једног од најзначајних глобалних аутора, бави се тематиком јавних финансија, коју разрађује и у својим бројним научним радовима. У својој књизи аутори Ђуровић-Тодоровић, Ј., Ђорђевић, М., Крстић, Б. (2007) елаборирају о кључним обележјима и карактеристикама монетарног и фискалног менаџмента.

Rosen, H. и Gayer, T. (2011) у својој књизи „Јавне финансије“ анализирају теоријске концепције јавних финансија али су значајан део посветили и сагледавању задужености, проблема који представља кључно ограничење у функционисању савремених економија. Марсенић, Д. (2000), Аранђеловић, З. (2008) и Веселиновић, П. (2013) у својим књигама указују на основне тенденције у привредним кретањима у Србији и на тај начин детерминишу кључне предуслове за ескалацију проблема задужености.

У својој књизи „Институције јавних финансија“, Ловчевић, Ј. (1997) даје приказ институционалног развоја јавних финансија, али и њиховог утицаја на привредна кретања у оквиру једне националне економије. Које су то институције од виталног значаја за постојање фискалне стабилности у једној националној економији у свом научном раду указује Eichengreen, B. (2004).

У својој књизи „Макроекономија“ аутор Бланшард, О. (2005) указује да смањење јавног дуга на кратак рок последично има могућност да смањи потрошњу, и да на такав начин оствари негативан утицај на стопу привредног раста. Јавни дуг је један од варијабли која има импресиван утицај на привредни раст, представља један од најзначајнијих закључака ове књиге.

Економска пракса је указала да јавни дуг представља структурни проблем који је присутан у свим националним економијама без обзира на достигнути ниво привредне

развијености, Међутим, у студији чији су аутори Cecchetti, Mohanty и Zampolli (2010) један од закључака је да се у претходном периоду јавни дуг незаобилазни проблем углавном земаља у развоју. Једна од студија, чији су аутори Reinhart, С., Reinhart, V. и Rogoff, К. (2012) указује да је током посладње деценије XX века значајно повећан број истраживања која се занимају за проблем јавног дуга у земљама у развоју.

Међутим, у савременим условима пословања многе модерне развијене привреде имају проблем са неодрживо високим нивоом јавног дуга. Спроведеним истраживањем, аутори Brender, А., Pisani, F. и Gagna, E. (2013) указали су да у развијеним економијама висок јавни дуг представља кључно ограничење у функционисању привреде јер је реч и кредитном финансирању привредног раста које може врло лако довести до кризе изазване банкротством.

У својој студији, Giavazzi и Missale (2004) указују да се кључни циљ управљања јавним дугом у Бразилу налази у домену уравнотежења односа између јавног дуга и БДП-а, јер је на такав начин могуће смањити вероватноћу појаве кризе. Осим тога, оптимизација односа јавног дуга и БДП-а за резултат има смањење вероватноће настанка кризе. У том смислу, влада мора да изнађе решење за профилисање извора финансирања који су засновани на ниским трошковима. Управо из тог разлога као неопходност намеће се профилисање најфинијих мера и инструмената монетарне и фискалне политике који ће обезбедити одрживо управљање јавним дугом.

Својим негативним деловањем, глобална економска и финансијска у значајној мери је уздрмала темеље одрживости фискалне политике и јавних финансија у готово свим земљама света. Својом студијом Janssen, N., Potjagailo, G., и Wolters, M. (2019) су указали да је током економске кризе значајан број држава имплементирао експанзивну фискалну и монетарну политику како би се избегао крах финансијског система. Међутим, у таквим околностима створени су кључни предуслови који су последично довели до повећања учешћа јавног дуга у БДП-у ових држава.

У савременом сагледавању феномена јавног дуга, присутна су многобројна истраживања која проучавају повезаност јавног дуга и стопе раста БДП-а. У циљу убрзања привредног раста значајан део земаља у одређеној мери повећава задуживање. Међутим, аутори попут Stiglitz (2000) и Checherita, С. и Rother, P. (2010) указују да након што задуженост пређе одређену границу последично долази до смањења приватних инвестиција али и БДП-а.

Такође, присутно је становиште да након што висина јавног дуга пређе одређени ниво изостаје позитиван утицај на раст БДП-а, који у таквим условима може имати и негативан утицај. Осим тога, додатно смањење већ ниског нивоа јавног дуга за последицу би имало смањење раста БДП-а у кратком року. На ове тенденције у својој студији указао је Heimberger, P. (2021).

У контексту емпиријских истраживања односа јавног дуга и БДП-а, потребно је указати да је приметно повећање броја истраживања која се занимају за анализирање понашања стопе БДП-а у складу са променама стања јавног дуга. Тако рецимо, у својој студији Pescatori, A., Sandri, D. и Simon, J. (2014) установили су да уколико учешће јавног дуга у БДП-у буде веће од 90% у једној националној економији, последично долази до драстичног смањења стопе раста БДП-а.

## **5.2. Примењена методологија истраживања и полазне хипотезе**

Емпријско истраживање у овој дисертацији има за циљ да испита везу између јавног дуга и показатеља привредног раста у земљама Западног Балкана и Републици Србији. Подаци на којима се базира истраживање односе се на период 2009-2020. године и прикупљени су из релевантних база Светске банке и Међународног монетарног фонда (<https://databank.worldbank.org/databases>, *World Economic Outlook (WEO) database*).

Варијабле које су предмет истраживања су:

- јавни дуг (% БДП),
- бруто домаћи производ (БДП),
- стопа раста БДП, и
- стопа инфлације.

Статистичка анализа прикупљених података спроводена је уз помоћ софтвера SPSS 22 (*Statistical Package for the Social Sciences*) и Eviews 11.

Методе које су примењене у овом емпиријском делу су корелациона анализа и регресиона анализа панел података. Корелационом анализом испитан је смер и степен слагања између јавног дуга и макроекономских варијабли које су изабране као показатељи привредног раста. С обзиром да се временска серија, на којој се базира анализа, састоји од 12 година, за испитивање степена слагања израчунате су вредности Спирмановог коефицијента корелације.

Спирманов коефицијент корелације је непараметарски показатељ смера и степена квантитативног слагања је непараметарски показатељ и не захтева испуњеност претпоставки, чија је испуњеност неопходна при израчунавању параметарских показатеља. Из тог разлога је израчунавање овог коефицијента упутно у ситуацијама када је узорак мали тј. временски интервал кратак.

У циљу испитивања утицаја јавног дуга на макроекономске варијабле изабране за показатеље привредног раста примењена је регресиона анализа панел података. Панел подаци представљају комбинацију података временских серија и упоредних података и на тај начин омогућавају сагледавање временске и просторне димензије прикупљених података.

Предност примене панел података је у томе што омогућава да вредности истих варијабли за различите субјекте буду посматрани у одређеном временском интервалу. Регресиона анализа, примењена у овом истраживању, базира се на балансираним панел подацима. Балансирани панел подразумева постојање података о изабраним варијаблама за сваку од земаља Западног Балкана у свакој од посматраних година.

Кључна полазна хипотеза у емпиријском истраживању је да јавни дуг има утицај на привредни раст земаља Западног Балкана. Како би се ова истраживачка хипотеза доказала регресионом анализом панел података биће оцењено више модела. Оцењним моделима биће тестиране помоћне хипотезе у истраживању:

- Јавни дуг значајно утиче на БДП у земљама Западног Балкана;
- Јавни дуг значајно утиче на стопу раста БДП у земљама Западног Балкана,
- Јавни дуг има значајан утицај на стопу инфлације у земљама Западног Балкана.

### **5.3. Резултати емпиријског истраживања**

#### ***Корелациона анализа***

У оквиру корелационе анализе примењене у овом истраживању, вредности Спирмановог коефицијента корелације ранга, као показатеља смера и степена слагања јавног дуга и осталих индикатора привредног раста, израчунате су за сваку земљу Западног Балкана.

**Табела 32. Вредности Спирмановог коефицијента корелације - Албанија**

		DUG	STOPAGDP	GDP	logGDP	INF
DUG	Correlation Coefficient	1.000	-.350	.699*	.699*	-.790**
	Sig. (2-tailed)	.	.265	.011	.011	.002
STOPAGDP	Correlation Coefficient	-.350	1.000	-.098	-.098	.448
	Sig. (2-tailed)	.265	.	.762	.762	.145
GDP	Correlation Coefficient	.699*	-.098	1.000	1.000**	-.713**
	Sig. (2-tailed)	.011	.762	.	.	.009
INF	Correlation Coefficient	-.790**	.448	-.713**	-.713**	1.000
	Sig. (2-tailed)	.002	.145	.009	.009	.

\*Корелација је значајна на нивоу 0,05

\*\*Корелација је значајна на нивоу 0,01

На основу вредности Спирмановог коефицијента корелације може се закључити да у Албанији постоји врло јака статистички значајна инверзна веза између јавног дуга и стопе инфлације (-0,790), док је веза између јавног дуга и БДП такође врло јака и статистички значајна, али је директна (0,699). Инверзна веза указује на чињеницу да је повећање јавног дуга у Албанији праћено смањењем стопе инфлације. У овој земљи је веза између јавног дуга и стопе раста БДП инверзна (-0,350) и није статистички значајна.

**Табела 33. Корелациона матрица - Босна и Херцеговина**

		DUG	STOPAGDP	GDP	INF
DUG	Correlation Coefficient	1.000	.413	-.077	-.315
	Sig. (2-tailed)	.	.183	.812	.319
STOPAGDP	Correlation Coefficient	.413	1.000	.392	-.161
	Sig. (2-tailed)	.183	.	.208	.618
GDP	Correlation Coefficient	-.077	.392	1.000	-.371
	Sig. (2-tailed)	.812	.208	.	.236
INF	Correlation Coefficient	-.315	-.161	-.371	1.000
	Sig. (2-tailed)	.319	.618	.236	.

Извор: Самосталано израчунавање

У Босни и Херцеговини јавни дуг није статистички значајно повезан ни са једним показатељем привредног раста. Ипак, треба напоменути да су у овој земљи осцилације јавног дуга у највећој мери усаглашене са варијацијама у стопи БДП (0,413). Најнижи степен слагања може се уочити између јавног дуга и БДП (-0,077). Овако ниска вредност коефицијента корелације указује више на непостојање везе између ове две варијабле.

**Табела 34. Вредности Спирмановог коефицијента корелације- Црна Гора**

		DUG	STOPAGDP	GDP	INF
DUG	Correlation Coefficient	1.000	.322	.944**	-.497
	Sig. (2-tailed)	.	.308	.000	.101
STOPAGDP	Correlation Coefficient	.322	1.000	.531	.084
	Sig. (2-tailed)	.308	.	.075	.795
GDP	Correlation Coefficient	.944**	.531	1.000	-.434
	Sig. (2-tailed)	.000	.075	.	.159
INF	Correlation Coefficient	-.497	.084	-.434	1.000
	Sig. (2-tailed)	.101	.795	.159	.

\*\*Корелација је значајна на нивоу 0,01

Јавни дуг Црне Горе је показује најјачи степен слагања са БДП (0,944). Веза између ова два показатеља је директна и статистички значајна. Стопа инфлације и јавни дуг су Црној Гори у индиректној вези (-0,497), док је веза између јавног дуга и стопе раста БДП директна (0,322).

**Табела 35. Корелациони коефицијенти и њихова значајност- Северна Македонија**

		DUG	STOPAGDP	GDP	INF
DUG	Correlation Coefficient	1.000	.158	.984**	-.186
	Sig. (2-tailed)	.	.625	.000	.564
STOPAGDP	Correlation Coefficient	.158	1.000	.217	-.301
	Sig. (2-tailed)	.625	.	.499	.342
GDP	Correlation Coefficient	.984**	.217	1.000	-.175
	Sig. (2-tailed)	.000	.499	.	.587
INF	Correlation Coefficient	-.186	-.301	-.175	1.000
	Sig. (2-tailed)	.564	.342	.587	.

\*\*Корелација је значајна на нивоу 0,01

Веза између јавног дуга и БДП у Северној Македонији је врло јака и директна (0,984) и истовремено статистички значајна ( $p < 0,0001$ ). Као и у случају Албаније, Босне и Херцеговине и Црне Горе, веза између јавног дуга и стопе инфлације је инверзна (-0,186) и истовремено није статистички значајна.

**Табела 36.** Вредности Спирмановог коефицијента корелације - Република Србија

		DUG	STOPAGDP	GDP	INF
DUG	Correlation Coefficient	1.000	.154	.476	-.657*
	Sig. (2-tailed)	.	.633	.118	.020
STOPAGDP	Correlation Coefficient	.154	1.000	.441	-.266
	Sig. (2-tailed)	.633	.	.152	.404
GDP	Correlation Coefficient	.476	.441	1.000	-.748**
	Sig. (2-tailed)	.118	.152	.	.005
INF	Correlation Coefficient	-.657*	-.266	-.748**	1.000
	Sig. (2-tailed)	.020	.404	.005	.

\*Корелација је значајна на нивоу 0,05

\*\*Корелација је значајна на нивоу 0,01

Јавни дуг Републике Србије, према вредностима Спирмановог коефицијента корелације, најјаче је повезан са стопом инфлације (-0,657). Веза између ова два показатеља је инверзна и статистички значајна. Јавни дуг бележи директно слагање и са БДП и са стопом раста БДП, с тим што је веза између БДП и јавног дуга знатно већег интензитета (0,476) него између јавног дуга и стопе раста БДП.

У оквиру земаља Западног Балкана најјачи степен слагања између јавног дуга и стопе раста БДП постоји у Босни и Херцеговини (0,432). У свим земљама, изузев у Албанији веза између јавног дуга и стопе раста БДП је директна.

Јавни дуг је у директној вези са БДП у свим земљама, осим у Босни и Херцеговини. Најјачи је степен слагања између јавног дуга и БДП у Северној Македонији (0,984), док је нешто нижи и у Црној Гори (0,944).

Веза између јавног дуга и стопе инфлације је инверзна у свим земљама Западног Балкана. Најјачи степен слагања између ова два показатеља је у Албанији (-0,799), док је најнижи у Северној Македонији (-0,186).



## Регресиона анализа панел података

Регресионом анализом панел података је оцењен утицај јавног дуга на показатеље привредног раста у земљама Западног Балкана. Приликом оцене регресионих параметара примењен је модел фиксних ефеката.

### Утицај јавног дуга на БДП – Модел 1

У првом регресионом моделу оцењеном на основу панел података, третман независне варијабле има логаритмована вредност БДП-а. Употребом логаритамске трансформације извршено је стабилизовање варијансе временске серије, тако да трансформисана временска серија више није нестационарна у варијанси. Резултати су приказани у следећој табели:

Dependent Variable: LOGGDP				
Method: Panel Least Squares				
Date: 05/10/22 Time: 07:23				
Sample: 2009 2020				
Periods included: 12				
Cross-sections included: 5				
Total panel (balanced) observations: 60				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	4.152406	0.015213	272.9577	0.0000
DUG	-0.000314	0.000306	-1.025211	0.3110
Effects Specification				
Cross-section fixed (dummy variables)				
Period fixed (dummy variables)				
Root MSE	0.013073	R-squared	0.980843	
Mean dependent var	4.136944	Adjusted R-squared	0.973714	
S.D. dependent var	0.095246	S.E. of regression	0.015442	
Akaike info criterion	-5.269929	Sum squared resid	0.010254	
Schwarz criterion	-4.676532	Log likelihood	175.0979	
Hannan-Quinn criter.	-5.037819	F-statistic	137.5988	
Durbin-Watson stat	0.595679	Prob(F-statistic)	0.000000	

Табела 37. Резултати регресионе анализе Модел 1

Зависна варијабла: Логаритмована вредност БДП				
Метод оцене: Метод најмањих квадрата				
Временски период у годинама: 12				
Број земаља: 5				
Број опсервација: 60				
Варијабла	Коефицијент	Стандардна грешка	t-статистика	p-вредност
Константа	4.152406	0.015213	272.9577	0.0000
Јавни дуг	-0.000314	0.000306	-1.025211	0.3110
Коефицијент детерминације: 0,980843				
Стандардна грешка регресије: 0.015442				

Извор: Израчунавања аутора у Eviews

Према резултатима модела 1 утицај јавног дуга на БДП у земљама Западног Балкана је негативан, али није статистички значајан.

Имајући у виду теоријска разматрања и истраживања ове две варијабле, у разматрање је узет и корак заостајања (доцња), с обзиром да је у литератури, а и у пракси, познато да се ефекти утицаја јавног дуга на БДП могу испољити са одређеним временским заостајањем. С тим у вези, применом *Akaike Information Criterion* (Cavanaugh, Neath, 2019) изабран је оптималан број доцњи (корака заостајања) и он износи 2.

### Утицај јавног дуга на БДП (доцња од 2 године) - Модел 2

Dependent Variable: LAG2LOGGDP				
Method: Panel Least Squares				
Date: 05/10/22 Time: 07:11				
Sample (adjusted): 2011 2020				
Periods included: 10				
Cross-sections included: 5				
Total panel (balanced) observations: 50				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	4.078886	0.015371	265.3559	0.0000
DUG	0.000739	0.000295	2.505092	0.0170
Effects Specification				
Cross-section fixed (dummy variables)				
Period fixed (dummy variables)				
Root MSE	0.010944	R-squared	0.983817	
Mean dependent var	4.117113	Adjusted R-squared	0.977343	
S.D. dependent var	0.086903	S.E. of regression	0.013081	
Akaike info criterion	-5.592031	Sum squared resid	0.005989	
Schwarz criterion	-5.018424	Log likelihood	154.8008	
Hannan-Quinn criter.	-5.373599	F-statistic	151.9807	
Durbin-Watson stat	0.600349	Prob(F-statistic)	0.000000	

Табела 38. Резултати регресионе анализе Модел 2

<b>Зависна варијабла: Логаритмована вредност БДП са доњом од 2 године</b>				
Метод оцене: Метод најмањих квадрата				
Временски период у годинама: 10				
Број земаља: 5				
Број опсервација: 50				
Варијабла	Коефицијент	Стандардна грешка	t-статистика	p-вредност
Константа	4.078886	0.015371	265.3559	0.0000
Јавни дуг	-0.000739	0.000295	-1.025211	0.0170
Коефицијент детерминације: 0,983817				
Стандардна грешка регресије: 0,013081				

Извор: Израчунавања аутора у Eviews

На основу оцењених вредности регресионих параметара у моделу 2, у земљама Западног Балкана постоји значајан утицај јавног дуга на БДП након периода од 2 године. Тај утицај је негативан, а вредност регресионог коефицијента која износи -0,000739 упућује на закључак да повећање задужености за 1% изазива смањење БДП-а за 0,07%.

### Утицај јавног дуга на стопу раста БДП-а – Модел 3

Dependent Variable: STOPA  
 Method: Panel Least Squares  
 Date: 05/10/22 Time: 07:39  
 Sample: 2009 2020  
 Periods included: 12  
 Cross-sections included: 5  
 Total panel (balanced) observations: 60

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	8.392855	1.966933	4.266976	0.0001
DUG	-0.134858	0.039627	-3.403199	0.0015

#### Effects Specification

Cross-section fixed (dummy variables)  
 Period fixed (dummy variables)

Root MSE	1.690235	R-squared	0.745980
Mean dependent var	1.756717	Adjusted R-squared	0.651461
S.D. dependent var	3.381915	S.E. of regression	1.996588
Akaike info criterion	4.454279	Sum squared resid	171.4137
Schwarz criterion	5.047677	Log likelihood	-116.6284
Hannan-Quinn criter.	4.686389	F-statistic	7.892368
Durbin-Watson stat	1.335371	Prob(F-statistic)	0.000000

Табела 39. Резултати регресионе анализе Модел 3

<b>Зависна варијабла: Стопа раста БДП</b>				
Метод оцене: Метод најмањих квадрата				
Временски период у годинама: 12				
Број земаља: 5				
Број опсервација: 60				
Варијабла	Коефицијент	Стандардна грешка	t-статистика	p-вредност
Константа	8.392855	1.966933	4.266976	0.0001
Јавни дуг	-0.134858	0.039627	-3.403199	0.0015
Коефицијент детерминације: 0,745980				
Стандардна грешка регресије: 1.996588				

Извор: Израчунавања аутора у Eviews

Израчунате вредности оцена регресионих коефицијената у моделу 3 иду у прилог хипотези да постоји статистички значајан утицај јавног дуга на стопу раста БДП у земљама Западног Балкана. Утицај је, као и у случају БДП по глави становника, негативан. Вредност регресионог коефицијента која износи -0.134858 указује да повећање задужености за 1%, изазива смањење стопе раста БДП у земљама Западног Балкана за 0,13%.

Применом *Akaike Information Criterion* оптималан корак заостајања и у овом случају је 2. Из тог разлога третман зависне варијабле у моделу 4 има стопа раста БДП са доцњом од 2 године.

Dependent Variable: LAG2STOPA  
 Method: Panel Least Squares  
 Date: 05/11/22 Time: 01:01  
 Sample (adjusted): 2011 2020  
 Periods included: 10  
 Cross-sections included: 5  
 Total panel (balanced) observations: 50

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	1.108812	1.931860	0.573961	0.5697
DUG	0.022273	0.037058	0.601020	0.5517

Effects Specification

Cross-section fixed (dummy variables)  
 Period fixed (dummy variables)

Root MSE	1.375445	R-squared	0.628191
Mean dependent var	2.261460	Adjusted R-squared	0.479467
S.D. dependent var	2.278611	S.E. of regression	1.643971
Akaike info criterion	4.075431	Sum squared resid	94.59240
Schwarz criterion	4.649038	Log likelihood	-86.88578
Hannan-Quinn criter.	4.293864	F-statistic	4.223884
Durbin-Watson stat	1.391352	Prob(F-statistic)	0.000266

**Табела 40. Резултати регресионе анализе - Модел 4**

<b>Зависна варијабла: Стопа раста БДП са доцњом од 2 године</b>				
Метод оцене: Метод најмањих квадрата				
Временски период у годинама: 10				
Број земаља: 5				
Број опсервација: 5				
Варијабла	Коефицијент	Стандардна грешка	t-статистика	p-вредност
Константа	1.108812	1.931860	0.573961	0.5697
Јавни дуг	0,022273	0.037058	0.601020	0.5517
Коефицијент детерминације: 0,628191				
Стандардна грешка регресије: 1.643971				

*Извор: Израчунавања аутора у Eviews*

Оцене параметара регресионог модела бр. 4 нису статистички значајне, тако да се на основу овог модела не може закључити да у земљама Западног Балкана постоји утицај јавног дуга на стопу раста БДП.

## Анализа утицаја јавног дуга на стопу инфлације Модел 5

Dependent Variable: INF  
 Method: Panel Least Squares  
 Date: 05/10/22 Time: 08:17  
 Sample: 2009 2020  
 Periods included: 12  
 Cross-sections included: 5  
 Total panel (balanced) observations: 60

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	2.866561	1.422883	2.014615	0.0502
DUG	-0.018067	0.028666	-0.630243	0.5319

### Effects Specification

Cross-section fixed (dummy variables)  
 Period fixed (dummy variables)

Root MSE	1.222719	R-squared	0.727899
Mean dependent var	1.977533	Adjusted R-squared	0.626652
S.D. dependent var	2.363802	S.E. of regression	1.444335
Akaike info criterion	3.806698	Sum squared resid	89.70250
Schwarz criterion	4.400095	Log likelihood	-97.20093
Hannan-Quinn criter.	4.038808	F-statistic	7.189342
Durbin-Watson stat	1.083573	Prob(F-statistic)	0.000000

Табела 41. Резултати регресионе анализе Модел 5

Зависна варијабла: Стопа инфлације				
Метод оцене: Метод најмањих квадрата				
Временски период у годинама: 12				
Број земаља: 5				
Број опсервација: 60				
Варијабла	Коефицијент	Стандардна грешка	t-статистика	p-вредност
Константа	2.866561	1.422883	2.014615	0.0502
Јавни дуг	-0.018067	0.028666	-0.630243	0.5319
Коефицијент детерминације: 0,727899				
Стандардна грешка регресије: 1.444335				

Извор: Израчунавања аутора у Eviews

На основу резултата модела бр. 5 у земљама Западног Балкана не постоји утицај јавног дуга на стопу инфлације. И у овом случају оптималан број доцњи је 2. Критеријумом дефинисан број доцњи укључен је у модел 6.

## Модел 2

Dependent Variable: LAG2INF  
 Method: Panel Least Squares  
 Date: 05/10/22 Time: 08:20  
 Sample (adjusted): 2009 2018  
 Periods included: 10  
 Cross-sections included: 5  
 Total panel (balanced) observations: 50

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	8.306574	1.905095	4.360188	0.0001
DUG	-0.135970	0.039924	-3.405680	0.0017

Effects Specification

Cross-section fixed (dummy variables)			
Period fixed (dummy variables)			
Root MSE	0.960660	R-squared	0.817434
Mean dependent var	1.842040	Adjusted R-squared	0.744408
S.D. dependent var	2.271157	S.E. of regression	1.148208
Akaike info criterion	3.357607	Sum squared resid	46.14336
Schwarz criterion	3.931214	Log likelihood	-68.94018
Hannan-Quinn criter.	3.576040	F-statistic	11.19371
Durbin-Watson stat	1.077808	Prob(F-statistic)	0.000000

*Табела 42. Резултати регресионе анализе Модел 6*

<b>Зависна варијабла: Стопа инфлације са доцњом од 2 године</b>				
Метод оцене: Метод најмањих квадрата				
Временски период у годинама: 10				
Број земаља: 5				
Број опсервација: 5				
Варијабла	Коефицијент	Стандардна грешка	t-статистика	p-вредност
Константа	8.306574	1.905095	4.360188	0.0001
Јавни дуг	-0.135970	0.039924	-3.405680	0.0017
Коефицијент детерминације: 0,628191				
Стандардна грешка регресије: 1.643971				

*Извор: Израчунавања аутора у Eviews*

Узимањем у обзир доцње од 2 године оцене регресионих параметара су добиле на статистичкој значајности. Тачније, ако се узме у обзир период заостајања од две године, у земљама Западног Балкана постоји значајан утицај јавног дуга на стопу

инфлације. Утицај је негативан, а вредност коефицијента која износи -0.135970 указује да пораст задужености за 1% за последицу има смањење стопе инфлације за 0,13%.

## **6. Приоритетни правци активности надлежних државних органа у стварању услова за повећање одрживости задуживања ради унапређења развојних перформанси српске привреде у наредном периоду**

Током последњих преко пет деценија акумулација задужености представља једно од кључних обележја глобалне економије која је подједнако захватила развијене земље, земље у развоју али и транзиционе економије. Нагомилавање дуга покренуло је тражење одговора на проблем фискалне одрживости, али и утицај који повећање дуга остварује на финансијска тржишта и на стварни економски учинак. Смањење економских перформанси једне националне економије угрожава постојање фискалне одрживости, с једне стране, односно значајно повећава очекивања фискалног прилагођавања са друге стране.

У значајном делу модерне економске литературе присутно је становиште да се „концепт одрживости односи на динамичку равнотежу која не захтева значајне промене у фискалној политици, а подразумева дугорочну финансијску стабилност где тржишта обезбеђују средства за покривање обавеза насталих по основу задуживања.“ (Collignon, 2012, стр. 559) У том смислу, одрживост не подразумева постојање буџетске уравнотежености у сваком тренутку, али када дефицити постану превелики и дође до експлозије дуга, долази до угрожавања ликвидности једне националне економије.

У савременим условима пословања економска пракса је показала да постоји могућност енормног повећања јавног дуга. У таквим околностима креатори економске политике морају да одговоре на све променљиве услове у макроекономском окружењу, како би с једне стране био остварен привредни раст, односно како би могле да буду сервисирани обавезе по основу јавног дуга у роковима доспећа, са друге стране.

Динамизирање процеса транзиције у Србији отпочело је на почетку трећег миленијума, након што су се стекли кључни предуслови за њено спровођење. Током читавог досадањег процеса транзиције Србија је настојала да реши структурне проблеме од виталног значаја за унапређење економских перформанси.

Велики је број изазова и ограничења који су профилисали смер и интензитет развојних перформанси српске привреде током процеса транзиције. Свакако да се један



од значајаних проблема српске економије налази у домену задужености, односно јавног дуга. Одрживост јавних финансија и здрава фискална политика требало би да представљају кључне детерминанте носиоцима економске политике приликом конципирања будућих развојних приоритета у наредном периоду.

Током транзиционог периода, а нарочито у последњој деценији, дошло је до повећања јавног дуга, о чему је већ било речи. У том контексту, неопходно је профилисање будућих праваца унапређења одрживости јавног дуга који би били у функцији побољшања перформанси српске економије. Конципирање једне овакве стратегије нарочито добија на значају имајући у виду да је још увек актуелна пандемија корона вируса, али и ескалација сукоба између Русије и Украјине.

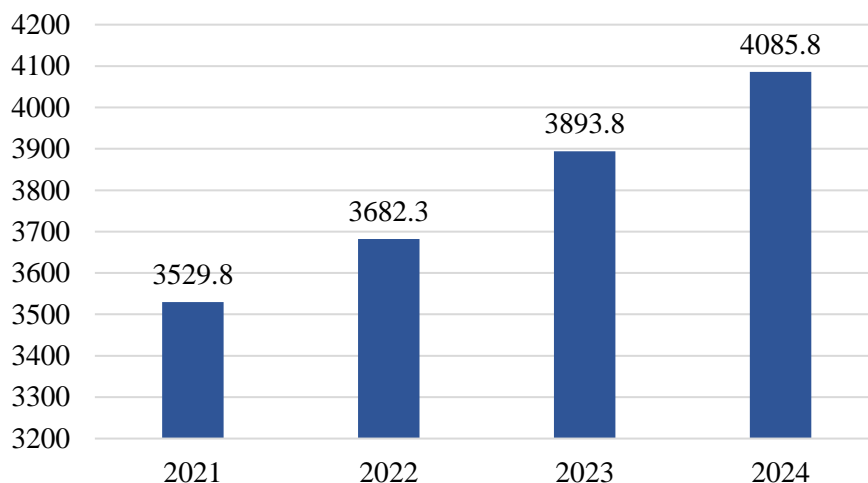
Дакле, осим постојећих ризика из домена финансијских и фискалних ризика, присутни су глобални изазови који стварају додатне ризике за постојање одрживости јавног дуга Србије. Ревидирана Фискална стратегија за 2022. годину са пројекцијама за 2023. и 2024. годину, даје основне пројекције стања јавног дуга општег нивоа државе до 2024. године.

**Табела 43.** Основна пројекција стања јавног дуга општег нивоа државе до 2024. године

	2021.	2022.	2023.	2024.
Јавни дуг, млрд. РСД	3.529,8	3.682,3	3.893,8	4.085,8
Учешће јавног дуга у БДП-у	58,2%	56,5%	55,3%	53,8%

*Извор: Влада Републике Србије, 2021, Београд, стр. 79.*

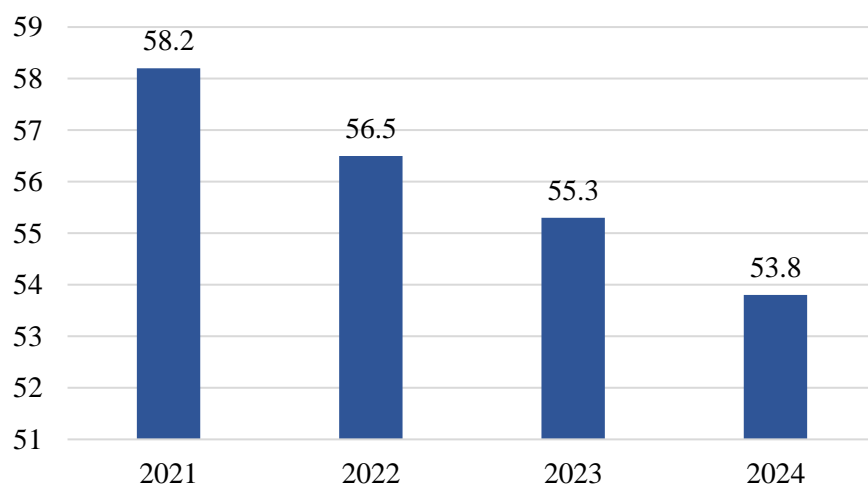
На основу приказаних података јасно се може уочити да се да су присутна очекивања да ће у наредне 3 године доћи до повећања јавног дуга, док ће истовремено доћи до смањења учешћа јавног дуга у БДП-у. У циљу бољег уочавања тренда кретања јавног дуга, презентоване податке приказаћемо и графички.



**График 30.** Кретање јавног дуга у периоду 2021-2024. године, милијарде РСД

Извор: Самостални графички приказ на основу података из Табеле 43.

На основу приказаног графика јасно се може уочити да су присутна очекивања да ће у наредне три године доћи до повећања јавног дуга са 3.529,8 милијарди динара на 4.085,8 милијарди динара. Односно, на крају 2024. године јавни дуг ће бити увећан за нешто преко 550 милиона динара.



**График 31.** Учешће јавног дуга у БДП-у у периоду 2021-2024. године

Извор: Самостални графички приказ на основу података из Табеле 43.

На основу приказаног графика јасно се може уочити да су присутна очекивања да ће у периоду од наредне три године учешће јавног дуга бити смањено са 58,2% на крају 2021. године на 53,8% на крају 2024. године, односно учешће јавног дуга у БДП-у биће смањено за око 5%.

Дакле, носиоци економске политике у Србији очекују да ће у периоду до краја 2024. године бити присутан тренд смањења учешћа јавног дуга у БДП-у, док ће у исто време бити присутна одрживост јасног дуга. Спровођење овакве политике јавног дуга у сагласности је са ефикасном употребом новог задуживања у сврху унапређења перформанси српске економије.

Недовољна привредна развијеност, тржишта капитала, као и скроман ниво домаће штедне представљају основна обележја малих земаља, али и земаља у развоју, у које спада и Србија. Управо из тог разлога један од стратешких процеса је процес управљања јавним дугом. Значајан сегмент овог процеса је развој националног тржишта хартија од вредности.

Неразвијеност националног тржишта хартија од вредности представља развојно ограничење јер у том случају није могуће вршити емисију дугорочног дуга у националној валути са фиксном каматном стопом. Управо из тог разлога пред носиоце економске политике поставља се питање избора између ризичног краткорочног задуживања са променљивом каматном стопом у националној валути или ризичног дугорочног задуживања у иностраној валути (World bank, 2003, стр. 26).

Значајан сегмент остварења одрживости јавног дуга налази се у домену транспарентности јавног дуга. Наиме, издавање хартија од вредности мора бити засновано на тржишним механизмима како би се на такав начин стимулисало јачање кредибилитета и поверења инвеститора (World bank, 2003, стр. 37). Инвеститори су веома опрезни у односима са високозадуженим земљама јер су присутне честе промене макроекономских индикатора. Осим тога, уколико нису приказане јасне информације о јавном дугу државе издаваоца хартија од вредности врло је дискутабилно да ли ће се појавити купац истих.

Појава глобалне економске и финансијске кризе утицала је да државе имају све веће потребе за задуживањем, с једне стране, док је са друге стране ускратила могућности за задуживање. Негативно деловање кризе нагласило је значај домаће штедне, која треба да надомести недостатак међународних извора финансирања. Међутим, у савременим условима пословања све већи број држава има проблеме у финансирању услед недовољних националних извора финансирања, али и услед недовољне развијености, односно неликвидности националног тржишта. У таквим околностима, у циљу постизања дугорочне одрживости висине јавног дуга, од виталног

значаја се намеће конципирање стратегије управљања јавним дугом (World bank, 2003, стр. 7).

Имајући у виду да Закон о јавном дугу предвиђа да „примарни циљ задуживања и управљања јавним дугом представља обезбеђивање средстава за редовно сервисирање буџетских потреба по најповољнијим условима и трошковима финансирања уз прихватљив ниво ризика. (Влада Републике Србије, 2015, стр. 2)“ На основу овако конципираног законског решења, Стратегија управљања јавним дугом Републике Србије предвиђа следеће опште циљеве и принципе: (Влада Републике Србије, 2021, стр. 83)

1. „Осигурати финансирање фискалног дефицита и редовно сервисирање обавеза по основу јавног дуга Републике Србије;
2. Дефинисати прихватљив ниво ризика који треба да буде одређен у условима циљане структуре портфолија дуга у смислу валутне структуре дуга, структуре каматних стопа, структуре рочности и структуре дуга према инструментима;
3. Наставити развој тржишта државних хартија од вредности које се емитују на домаћем и међународном тржишту, што би помогло у смањењу трошкова задуживања у средњем и дугом року;
4. Омогућити транспарентност и предвидивост процеса задуживања.“

Управљање јавним дугом, засновано на овако конципираној стратегији требало би да буде у функцији смањења трошкова задуживања, смањења финансијских ризика, и развоја националног тржишта. На такав начин биће створени предуслови за унапређења развојних перформанси српске привреде у наредном периоду.

Постоје многобројне предности имплементације стратегије управљања јавним дугом. Пре свега, помаже у доношењу адекватних одлука приликом задуживања, како би се на такав начин избегле скупе грешке. Осим тога, побољшава комуникацију и координацију политике коју спроводе носиоци економске политике. Истовремено представља основ за смањење неизвесности, односно смањење трошкова у средњем року, јер подстиче комуникацију са кредиторима и тржиштима. Такође, треба поменути и да представља основ за унапређење развоја националног тржишта јер учесницима на тржишту даје информације о плановима задуживања владе у средњерочном периоду (Cabral, 2015, стр. 3).

У данашње време готово да је немогуће унапредити економске перформансе једне националне економије без адекватног управљања јавним дугом. Имајући у виду врло озбиљне макроекономске последице, али и потенцијално преливање нестабилности и у друге привредне секторе, уколико држава западне у дужничку кризу, управљање јавним дугом представља кључну детерминанту унапређења привредних перформанси привреде Републике Србије у савременим условима пословања.

## ЗАКЉУЧАК

Планирање развоја националне економије представља задатак од виталне важности који се поставља пред креаторе економске политике. Значајан сегмент политике привредног развоја, односно њен кључни предуслов је финансијски потенцијал националне економије. Имајући у виду чињеницу да је финансијска димензија веома комплексан и осетљив сегмент развојне политике, неопходно је одрживо управљање финансијским средствима.

Недостатак финансијских средстава оптерећује функционисање значајног броја националних економија. Може се рећи да је реч о економском проблему структурног карактера, за чије је решавање једино на дуги рок могуће дефинисање стратешких циљева. Међутим, ово не значи да није потребно предузимање одређених краткорочних активности које се углавном заснивају на повећању задужености.

Дакле, у процесу привредног развоја истакнуто место заузима стање задужености националне економије. Утицај који задуженост остварује на економски развој представља континуирани предмет дебате између економске теорије и праксе, пре свега због својих неубедљивих резултата. Задуженост може представљати развојни, али и ограничавајући фактор привредног раста.

Импресиван развој човечанства у последњих неколико деценија допринео је повећању потреба за финансијским средствима, како држава, тако и становника. Недостатак финансијских средстава представља проблем који оптерећује нормално функционисање многобројних држава широм света без обзира на достигнути ниво привредне развијености. Најчешће решавање овог проблема заснива се на повећању задужености националне економије, односно повећању јавног дуга.

Модеран развој наметнуо је настанак сасвим нових функција савремене државе које су присутне у најразличитијим аспектима привредног и друштвеног живота. Повећани захтеви за ангажовањем државе у најразличитијим сферама подразумевају да су знатна финансијска средства на располагању како би се постигла одржива функционалност државе. Неопходна финансијска средства могуће је обезбедити из различитих извора, а један од неизоставних свакако је задуживање.

У савременим условима пословања готово да не постоји држава која није више или мање задужена. Управо из тог разлога, као један од приоритетних задатака који се

поставља пред креаторе економске политике јесте обезбеђење неопходних услова за повећање одрживости задуживања, како би истовремено биле унапређене развојне перформансе националне економије. Ово питање нарочито добија на значају када је реч о земљама у развоју.

Развојна стратегија земаља у развоју подразумева остварење одговарајућег нивоа економског раста који ће обезбедити просперитет овим земљама, али и могућност да пређу у круг развијених земаља. Брз и одржив привредни раст од виталне је важности за бржи напредак земаља у развоју, међутим, у реализацији овако постављеног циља кључни изазов и ограничење представља недостатак финансијских средстава. Како је већ истакнуто, и земље у развоју овај проблем решавају повећавањем задужености.

У земљама у развоју, спољни фактори представљају главне покретаче акумулације јавног дуга, чији извор, помало парадоксално може бити инициран премалом или превеликом иностраном помоћи. Осим тога, буџетски дефицит представља један од структурних проблема, који осим што представља ограничавајући фактор привредног развоја, истовремено представља наговештај настанка проблема задовољења финансијских потреба земаља у развоју.

Након завршетка Другог светског рата било је присутно становиште да ће земљама у развоју бити потребна међународна финансијска помоћ, како би се надоместио недостатак преко потребног капитала у функцији стимулисања привредног раста. Такође, била су присутна очекивања да ће након одређеног временског периода земље у развоју достићи задовољавајући ниво развоја који ће омогућити развој без ослањања на изворе додатног капитала.

Све до осамдесетих година XX века деловало је да је се развој земаља у развоју одвијао како је било предвиђено. Међутим, промене каматне стопе, као и пораст цена нафте на глобалном нивоу допринеле су успоравању прилива иностраног капитала. У таквим околностима резултат је био да велики број земаља у развоју није био у стању да измири своје обавезе по основу дуга. Осим тога, за многе веома задужене земље у развоју, последица је био продужени период спорог раста или чак опадања производње и прихода.

Током последње три деценије, значајни нивои јавног дуга имали су повећану макроекономску рањивост него економски раст у земљама у развоју. Овакав тренд односи се углавном на земље са историјом високе инфлације и недостатка капитала, а

нарочито долази до изражаја у транзиционим земљама реалсоцијализма. У ред тих земаља сврставају се изнад свега земље Западног Балкана.

Задња деценија XX века на простору Западног Балкана биће упамћена по драматичним догађајима који су услед распада бивше Југославије, ратних дешавања и санкција међународне заједнице, последично допринели да процеси економских и институционалних реформи сачекају почетак трећег миленијума. Нови миленијум донео је позитивне привредне тенденције на овом простору, нарочито имајући у виду веома ниску стартну основу.

До појаве глобалне економске и финансијске кризе, државе Западног Балкана увелико су биле у процесу транзиције, док су истовремено унапредиле већину макроекономских индикатора. Међутим, појава кризе је зауставила позитивне економске трендове и допринела да се доведе у питање одрживост јавног дуга у државама Западног Балкана.

Транзициона развојна стратегија земаља Западног Балкана била је заснована на повећању потрошње, али изнад нивоа производних могућности. Постојећи дисбаланс између потрошње и производње, последично је допринео настанку недостатка капитала, услед чега су државе Западног Балкана повећавале степен задужености. На такав начин формулисале су нову развојну стратегију која је подразумевала унапређење привредних перформанси на основу повећања задужености.

Нејаки привредни системи, подржани све већим генерисањем задужености све више доводе у питање сервисирање дугова. Истовремено убрзани раст задуживања, као и неефикасно трошење позајмљених средстава за последицу су имали повећање цена новог задуживања. На такав начин дошло је до настанка парадоксалне ситуације да свако наредно задуживање буде у функцији финансирања буџетског дефицита, односно сервисирања претходних дугова.

Међутим, задуженост представља фактор од виталне важности за макроекономске перспективе земаља Западног Балкана. Остварење економског раста у директној је вези са инвестицијама за које ове државе немају довољно финансијских капацитета. Решење овог проблема углавном је засновано на новом задуживању, па се управо из тог разлога може рећи да јавни дуг представља један од проблема који су нарочито изоштрени у овим земљама.



Када је реч о земљама Западног Балкана, у које се убрајају Албанија, Босна и Херцеговина, Црна Гора, Северна Македонија и Србија, присутне су значајне разлике у степену задужености између ових држава. Посматрано на основу критеријума из Мастрихта, да јавни дуг не може да пређе 60% БДП-а, може се уочити да је присутна фискална одговорност већег дела ових земаља, па чак и у годинама када је присуство кризе последично генерисало повећање задужености.

На крају 2009. године, јавни дуг држава Западног Балкана износио је у просеку 35,28% БДП-а, док је на крају 2020. године тај просек повећан на 63,18%. Дакле, за свега једананест година, просечно учешће јавног дуга у БДП-у на нивоу региона Западног Балкана повећано је за око 80%. Може се рећи да присутно високог степена сензибилности привредних перформанси земаља Западног Балкана на пораст спољних неизвесности доприноси повећању рањивости у домену раста јавног дуга на овим просторима.

Током 2009. године најниже учешће јавног дуга у БДП-у међу државама Западног Балкана имала је Босна и Херцеговина (21,1%), док је највеће учешће имала Албанија (59,7%). До краја 2020. године у свим државама Западног Балкана стање јавног дуга се погоршало, и у свим државама дошло је до повећања задужености. На основу званичних података издваја се Црна Гора у којој је на крају 2020. године учешће јавног дуга у БДП-у достигло 104,8%, али и Албанија са 77,9%. Нешто боља ситуација била је у Србији (57,4%) и Северној Македонији (51,2%), док је најмање учешће забележила Босна и Херцеговина (24,6%).

Услед настанка пандемије корона вируса, потребе за задуживањем држава Западног Балкана нагло су увећане. За свега годину дана Црна Гора је повећала јавни дуг за 36,99%, Северна Македонија за 25,8%, а Албанија за 17,67%. Србија је своју задуженост у условима пандемије увећала за 8,51%, док је најмањи ниво повећања од 6,49% био присутан у Босни и Херцеговини.

Земље Западног Балкана су се задуживале по просечној годишњој стопи од 5,44%. Већу стопу задуживања у односу на просечну оствариле су Црна Гора (9,63%) и Северна Македонија (7,29%), док су се мање од просека задуживале Србија (4,9%), Албанија (2,45%) и Босна и Херцеговина (1,4%).

Дакле, на крају 2020. године све државе Западног Балкана бележе погоршање стања јавног дуга у односу на 2009. годину. Осим тога, лидер по питању задужености у

региону Западног Балкана је Црна Гора, док је најбоља ситуација присутна на нивоу Босне и Херцеговине. Међутим, у односу на регион Западног Балкана позиција Србије и није толико забрињавајућа, нарочито са аспекта критеријума из Мастрихта.

Посматрајући позицију Републике Србије према нивоу стања јавног дуга у односу на остале државе Западног Балкана, у периоду од 2009. године до 2020. године, могуће је извести и одређене закључке. У поређењу са посматраних пет држава Западног Балкана, Србија углавном заузима трећу позицију према степену задужености током читавог посматраног периода. Осим тога, највеће повећање јавног дуга од 23,64% Србија је остварила 2012. године у односу на 2011. годину, док је са друге стране највеће смањење од 14,8% остварено 2017. године у односу на 2016. годину.

На основу степена задужености Србија спада у ред држава које имају умерено високи ниво јавног дуга. Осим тога, задуженост српске економије је ниже у односу на многе развијене европске привреде, али је већа у односу на поједине државе Централне и Источне Европе, чије су привредне перформансе на далеко вишем нивоу у односу на Србију. Током транзиционог периода Србија је готово удвостручила задуженост, док је истовремено значајно повећан БДП, што је последично допринело да буде смањено учешће јавног дуга у БДП-у.

Од почетка трећег миленијма присутно је веома динамично кретање јавног дуга у привреди Србије. Период смањења јавног дуга представља период до 2008. године, а након тога је период импресивног пораста јавног дуга који је трајао све до 2014. године. Након тога, све до 2019. године је период смањења јавног дуга у привреди Србије. Наредни период представља период повећања задужености, изазване пандемијом корона вируса.

Настојања носиоца економске политике иду у правцу смањења јавног дуга, у циљу остварења стабилности и раста српске економије. Међутим, иако је привреда Србије веома осетљива на негативне тенденције у глобалној економији, задуженост није прешла границу нивоа задужености према мастрихтским критеријумима.

Посматрајући стање јавног дуга Републике Србије у односу на остале државе Западног Балкана може се доћи до одређених закључака. Током посматраног периода, од 2009. године до 2020. године Албанија је имала већу задуженост у односу на Србију. Бољу позицију по питању задужености у посматраном периоду имале су Босна и Херцеговина и Северна Македонија у односу на Србију. Осим тога, потребно је указати

да је Црна Гора све до краја 2016. године имала боље стање јавног дуга у односу на Србију, али је након тога из године у годину повећавала ниво задужености у односу на Србију.

Посматрано по вредностима, Црна Гора је 2020. године имала за 47,4% већу задуженост, док је исте године за 20,5% Албанија имала већу задуженост у односу на Србију. Истовремено, Северна Македонија је имала мањи ниво задужености за 6,2%, а Босна и Херцеговина мањи јавни дуг за 32,8% у односу на Србију.

У складу са постављеним циљевима истраживања, емпиријско истраживање је подразумевало примену корелационе и регресионе анализе како би се сагледао однос између јавног дуга, с једне стране, и БДП-а, стопе раста БДП-а и стопе инфлације са друге стране. Основна намера је била да се сагледају кључне везе и односи између поменутих варијабли на нивоу Западног Балкана, са поребним освртом на Републику Србију.

Упоредни приказ добијених резултата истраживања на основу Спирмановог коефицијента корелације за посматрану групу земаља представља квалитативну основу за формулисање одређених закључака. Закључци се могу уобличити на нивоу сваке државе појединачно, на нивоу читавог Западног Балкана, али и на основу спроведене корелационе, односно регресионе анализе.

Добијени резултати истраживања указују да је на нивоу Албаније присутна веома јака статистички значајна инверзна веза између јавног дуга и стопе инфлације (-0,790). Када је реч о односу између јавног дуга и БДП-а, присутна је веома јака директна статистичка веза (0,699). На основу постојања инверзне везе у Албанији, јасно се може уочити да се процеси повећања јавног дуга и смањења инфлације одвијају истовремено. Осим наведеног, постоји и инверзна веза између јавног дуга и стопе раста БДП-а (-0,350) која није статистички значајна.

Стање јавног дуга на нивоу Босне и Херцеговине нема значајну статистичку повезаност са нити једном варијаблом привредног раста. У значајној мери присутне су усаглашене осцилације јавног дуга и стопе БДП-а (0,413). Осим тога, потребно је истаћи да ниска вредност коефицијента корелације између ова два индикатора само указује да између њих не постоји статистички значајна веза.

Највећи степен слагања између јавног дуга и БДП-а присутан је на нивоу Црне Горе (0,944). Реч је о директној и статистички значајној вези између ова два

макроекономска индикатора. Такође, директна веза присутна је између јавног дуга и стопе раста БДП-а (0,322), док је индиректна веза присутна у односу између јавног дуга и стопе инфлације (-0,497).

Изузетно јака, директна (0,984) и статистички значајна веза ( $p < 0,0001$ ) присутна је у Северној Македонији између јавног дуга и БДП-а. Када је реч о вези између јавног дуга и стопе инфлације, реч је о инверзној, статистички безначајној вези (-0,186), као и на нивоу Албаније, Босне и Херцеговине и Црне Горе.

Посматрано према вредностима Спирмановог коефицијена корелације на нивоу Србије, најјача повезаност, која је истовремено инверзна и статистички значајна, присутна је између јавног дуга и инфлације (-0,657). Директна повезаност постоји између јавног дуга и БДП-а (0,476), али и између јавног дуга и стопе раста БДП-а (0,154).

У оквиру региона Западног Балкана, најснажнија већа између јавног дуга и стопе раста БДП-а присутна је на нивоу Босне и Херцеговине (0,432). Када је реч о осталим државама може се говорити од директној вези између јавног дуга и стопе раста БДП-а, са изузетком Албаније где је присутна индиректна веза између ове две варијабле.

Директна веза између јавног дуга и БДП-а присутна је у свим државама, са изузетком Босне и Херцеговине. Између ове две варијабле, најјачи степен слагања присутан је на нивоу Северне Македоније (0,984), док је нешто нижи у оквиру Црне Горе (0,944).

На нивоу свих држава Западног Балкана присутна је инверзна повезаност између јавног дуга и инфлације. С једне стране, на нивоу Албаније постоји најјачи степен слагања између ових индикатора (-0,799), док са друге стране најнижи степен слагања у оквиру Северне Македоније (-0,186).

Регресионом анализом извршена је оцена утицаја јавног дуга на посматране индикаторе привредног раста, односно на БДП, стопу раста БДП-а и инфлацију на нивоу региона Западног Балкана. Модел фиксних ефеката примењен је у процесу оцењивања регресионих параметара.

Први регресиони модел подразумевао је да логаритмована вредност БДП-а представља независну варијаблу. На основу добијених резултата може се закључити да је постоји негативан, статистички безначајан утицај јавног дуга на БДП.

Међутим, имајући у виду чињеницу да су економска литература и пракса препознале постојање временски одложеног утицаја јавног дуга на БДП, други регресиони модел спроведен је са претпоставком да је присутан значајан утицај након 2 године. На основу добијених резултата јасно се може уочити да је присутан негативан утицај јавног дуга на БДП, односно повећање задужености од 1% последично доводи до смањења БДП-а од 0,07%.

Трећи модел заснован је на постојању статистички значајног утицаја јавног дуга на стопу раста БДП-а на нивоу региона Западног Балкана. као и код утицаја на БДП, тако је и овде присутан негативан утицај на стопу БДП-а. Повећање задужености од 1% на нивоу земаља Западног Балкана доприноси смањењу стопе раста БДП-а од 0,13%.

Четврти модел претпоставља да је и код односа јавног дуга и стопе БДП-а егзистира временски одложени утицај од 2 године. Међутим, спроведена регресиона анализа показала је да не постоји статистички значајан утицај јавног дуга на стопу БДП-а. Управо из тог разлога, као закључак се намеће да на нивоу земаља Западног Балкана не постоји утицај јавног дуга промену стопе БДП-а.

Пети модел подразумевао је сагледавање утицаја који остварује јавни дуг на стопу инфлације. Добијени резултати су указали да није присутан статистички значајан утицај јавног дуга на стопу инфлације.

Шести модел је укључио временски заостатак од 2 године као релевантан на утицај јавног дуга на инфлацију. Оценом регресионих параметара на нивоу земаља Западног Балкана, може се закључити да је присутан инверзан, статистички значајан утицај јавног дуга на стопу инфлације. Тачније, повећање задужености од 1% последично доводи до смањење стопе инфлације од 0,13%.

Функционисање моредне државе као приоритетни захтев креаторима економске политике поставља унапређење привредних перформанси. Сходно томе, неопходно је постизање одрживог нивоа привредног раста који ће бити у функцији остварења друштвеног и економског благостања. Реализација овако постављеног циља у значајној мери зависи од инвестиционе активности државе. Међутим, на глобалном нивоу, функционисање многобројних држава оптерећено је недостачком неопходног капитала за финансирање привредног раста. Решавање овог проблема готово увек подразумева повећање задужености националне економије.

Када је реч о проблему задужености, може се рећи да је реч о глобалном проблему који оптерећује функционалност националне економије без обзира на достигнути ниво привредне развијености. Међутим, управљање јавним дугом у земљама у транзицији представља важнији и далеко комплекснији проблем него у развијеним привредама. У транзиционим економијама динамика и структура јавног дуга представљају кључне детерминанте остварења фискалне и макроекономске стабилности. Осим тога, улога државе је од виталне важности у процесу управљања јавним дугом.

Република Србија, као земља вишедеценијског процеса транзиције, има хроничан недостатак преко потребних финансијских средстава. Од почетка трећег миленијума, наизменично су се смењивали периоди већег, односно мањег задуживања српске економије. Тренутно је актуелна фаза у којој се повећава задуженост, па се као логичним намеће да је у оваквим околностима неопходно креирање новог приступа у управљању јавним дугом у настојању да привреда несметано функционише у таквим околностима.

Концепт управљања јавним дугом подразумева да носиоци економске политике имају на располагању довољну количину финансијских средстава, уз истовремено присуство што нижих трошкова отплате дугова. Успостављање оптималног управљања јавним дугом свој највећи допринос остварује у стабилизацији и унапређењу привредних перформанси једне националне економије.

Дугорочна фискална стабилност подразумева профилисање макроекономске политике која ће бити у функцији остварења економског раста, уз обезбеђење равнотеже између трошкова и ризика финансирања јавног дуга. Валутни ризик представља значајан сегмент процеса управљања јавним дугом како би се постигао компромис у домену рочне и валутне неусклађености у структури јавног дуга. Ово нарочито добија на значају код мање развијених земаља које немају способност да емитују дугорочни домаћи дуг по прихватљивој каматној стопи.

Имајући у виду привредне перформансе Републике Србије, у наредном периоду неопходно је дефинисање стратегије задуживања на домаћем и међународном тржишту, нарочито са аспекта испуњења законске обавезе о учешћу јавног дуга опште државе од 45% у БДП-у. Осим тога, неопходно је наставити са напорима у процесу даљег унапређења домаћег финансијског тржишта, као и повећању учешћа динарског дела дуга у укупном јавном дугу.

## ЛИТЕРАТУРА

1. Abbas, A., Pienkowski, A., Rogoff, K. (2019). *Sovereign Debt: A Guide for Economists and Practitioners*, Washington: International Monetary Fund.
2. Аврамовић, Д. (2007). *Реконструкција монетарног система Југославије и победа над инфлацијом 1994. године*, Београд: Европски центар за мир и развој.
3. Аранђеловић, З. (2008). *Национална економија*, Ниш: Економски факултет.
4. Аранђеловић З., Глигоријевић Ж. (2008). *Национална економија*, Ниш: Економски факултет.
5. Aspromourgos, T., Rees, D., White, G. (2010). Public debt sustainability and alternative theories of interest, *Cambridge Journal of Economics*, Vol. 34, No. 3, Oxford: Oxford University Press, pp. 433-447.
6. Бакарић, В. (1983). *Социјалистички самоуправни систем и друштвена репродукција*, збирка чланака и јавних иступа, свезак 1-4, Загреб: Здружени издавачи.
7. Ball, L., Mankiw, G. (1995). Relative-Price Changes as Aggregate Supply Shocks, *The Quarterly Journal of Economics*, Vol. 110, Iss. 1, New York: Oxford University Press, pp. 161-193.
8. Barro, R., Grilli, V. (1994). *European Macroeconomics*, London: Macmillan.
9. Barro, R. (2003). Optimal Management of Indexed and Nominal Debt, *Analys of Economics and Finance*, No. 4, Beijing: Central University of Finance and Economics, pp. 1-15.
10. Бераха, И., Ђуричин, С. (2011). Стање српске привреде у поређењу са бившим републикама двадесет година након распада СФРЈ, *Зборник радова: 20 година од разбијања СФРЈ*, Београд: Институт за упоредно право, стр. 275-303.
11. Bernheim, B. (1989). A Neoclassical Perspective on Budget Deficits, *Journal of economic perspectives*, Vol. 3, No. 2, Nashville: American Economic Association, pp. 55-72.
12. Bilan, I. (2016). Overview of the Main Theories on the Economic Effects of Public Indebtedness, *EIRP Proceedings*, Vol 11, Galati: Danubius University, pp. 356-362.

13. Биланџић, Д. (1999). *Хрватска модерна повијест*, Загреб: Голден маркетинг.
14. Bird, G. (1980). Commercial Borrowing by Less Developed Countries, *Third World Quarterly*, Vol. 2, No. 2, Oxfordshire: Taylor & Francis, pp. 270-282.
15. Bjerkholt, O. (2004). *New approaches to debt relief and debt sustainability in LDCs*, CDP Background Paper, No. 5, Department of Economic & Social Affairs, New York: United Nations.
16. Благојевић, О., Секуловић, М. (1990). *Економске доктрине*, Београд: Привредни преглед.
17. Blanchard, O., Chouraqui, J., Hagemann, R., Sartor, N. (1990). *The Sustainability of Fiscal Policy: New Answers to an Old Question*, OECD Economic Studies, No. 15, Paris: OECD Press.
18. Blanchard, O., Perotti R. (2002). An Empirical Investigation of the Dynamic Effects of Changes in Government Spending and Revenues on Output, *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 117, No. 4, Oxford: Oxford University Press, pp. 1329-1368.
19. Бланшард, О. (2005). *Макроекономија*, Мате, Загреб.
20. Boote A., Thugge, K. (1997). *Debt Relief for Low-Income Countries: The HIPC Initiative*, Pamphlet Series, No. 5, Washington: International Monetary Fund.
21. Boskin, M. (1987). *Concepts and Measures of Federal Deficits and Debt and Their Impact on Economic Activity*, Working Paper No. 2332, Cambridge: National bureau of economic research.
22. Bosworth, B., Flaaen, A. (2009). *America's Financial Crisis: The End of an Era*, ADBI Working Paper Series, No. 142, Tokyo, Asian Development Bank Institute.
23. Божић Миљковић, И. (2019). Спољни дуг Републике Србије: актуелна дужничка позиција, структура и одрживост спољног дуга, *Зборник радова: Дуг и (не)развој*, Београд: Институт друштвених наука, стр. 255-265.
24. Bradshaw, Y., Wahl, A. (1991). Foreign Debt Expansion, the International Monetary Fund, and Regional Variation in Third World Poverty, *International Studies Quarterly*, Vol. 35, Iss. 3, Oxford: Oxford University Press, pp. 251-272.
25. Brender, A., Pisani, F., Gagna, E. (2013). *The sovereign debt crisis placing a curb on growth*, Brussels: Centre for European policy studies.



26. Broadberry, S., Klein, A. (2012). Aggregate and per capita GDP in Europe, 1870–2000: continental, regional and national data with changing boundaries, *Scandinavian Economic History Review*, Vol. 60, Iss. 1, London: Taylor & Francis, pp. 79-107.
27. Broker, G. (1993) *Government securities and debt management in the 1990`s*, Paris: OECD.
28. Brown-Collier, E. K., Collier, B. E. (1995). What Keynes Really Said about Deficit Spending, *Journal of Post Keynesian Economics*, Vol. 17, No. 3, London: Taylor & Francis, pp. 341-355.
29. Buiter, W. (1985). *A Guide to Public Sector Debt and Deficit*, Center Discussion Paper, No. 493, New Haven: Yale University.
30. Brummerhoff, D., Büttner, T. (2018). *Finanz-wissenschaft*, Berlin: De Gruyter.
31. Vaubel, R. (2009). Lessons From The Financial Crisis: The International Dimension, *Economic Affairs*, Vol. 29, Iss. 3, New Jersey: Wiley, pp. 22-26.
32. Verick, S., Islam, I. (2010). *The Great Recession of 2008-2009: Causes, Consequences and Policy Responses*, Discussion Paper No. 4934, Bonn: Forschungsinstitut zur Zukunft der Arbeit.
33. Веселиновић, П. (2003). *Утицај институционалних решења на развојне токове националне економије*, Београд: Радничка штампа.
34. Веселиновић, П. (2013). *Национална економија*, Крагујевац: Економски факултет.
35. Веселиновић, П. (2018). Економска стабилност и одрживи развој привреде Републике Србије: изазови у наредном периоду, *Зборник радова: Институционалне промене као детерминанта привредног развоја Републике Србије*, Крагујевац: Економски факултет, стр. 27-46.
36. Влада Републике Србије. (2015). *Закон о јавном дугу*, Службени гласник, бр. 68/2015, Београд.
37. Влада Републике Србије. (2020). *Закон о буџетском систему*, Службени гласник, бр. 149/2020, Београд.
38. Влада Републике Србије. (2021). *Ревидирана фискална стратегија за 2022. годину са пројекцијама за 2023. и 2024. годину*, Београд: Министарство финансија.

39. Вучо, Н. (1968). *Аграрна криза у Југославији 1930-1934. године*, Београд: Просвета.
40. Гавриловић-Јовановић, Б., Рикаловић, Г., Молнар, Д. (2015). Перформансе привреде Србије у Краљевини Срба, Хрвата и Словенаца, *Економски видици*, бр. 1, Београд: Друштво економиста Београда, стр. 1-27.
41. Гавриловић-Јовановић, Б. (2016а). Глобална криза, квалитет привредног раста и транзиција у Србији, *Зборник радова: Транзиција у Србији и глобална економска криза*, Београд: Економски факултет, стр. 61-82.
42. Гавриловић-Јовановић, Б. (2016б). Транзиција привреде Републике Србије: Достигнућа и изазови, *Зборник радова: Институционалне промене као детерминанта привредног развоја Републике Србије*, Крагујевац: Економски факултет, стр. 25-43.
43. Giavazzi, F., Pagano, M. (1989). *Confidence Crises and Public Debt Management*, NBER Working Paper Series, No. 2926, Cambridge: National Bureau of Economic Research.
44. Giavazzi, F., Missale, A. (2004). *Public debt management in Brazil*, Working Paper 10394, Cambridge: National bureau of economic research.
45. Government of the Republic of Serbia. (2008). *The Economic Crisis and Its Impact on the Serbian Economy*, Framework of Measures, Belgrade: Office of the Prime Minister.
46. Goyal, R. (2004). Does Higher Fiscal Deficit Lead to Rise in Interest Rates? An Empirical Investigation, *Economic and Political Weekly*, Vol. 39, No. 21, Mumbai: Sameeksha Trust, pp. 2128-2133.
47. Gramlich, E. (1989). Budget Deficits and National Saving: Are Politicians Exogenous?, *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 3, No. 2, Nashville: American Economic Association, pp. 23-35.
48. Green, D., King, R., Miller-Dawkins, M. (2010). *The Global Economic Crisis and Developing Countries*, Washington: Oxfam International Research Report.
49. Greiner, A., Fincke, B. (2009). *Public Debt and Economic Growth*, Berlin: Springer.
50. Gros, D. (2021). *High Public Debt in an Uncertain World: Post-Covid-19 Dangers for Public Finance*, EconPol policy brief, No. 38, Vol. 5, Munich: IFO Institute.

51. Група аутора. (2008). *Два века развоја Србије: статистички преглед*, Београд: Републички завод за статистику.
52. Група аутора. (2020). *Ефекти економских мера за ублажавање негативних последица COVID-19 на привреду*, Београд: НАЛЕД.
53. Guerrieri, V., Lorenzoni, G., Straub, L., Werning, I. (2020). *Macroeconomic Implications of COVID-19: Can Negative Supply Shocks Cause Demand Shortages?*, NBER Working Paper, No. 26918, Cambridge.
54. Guidotti, P., Kumar, M. (1991). *Domestic public debt of externally indebted countries*, Washington: International Monetary Fund.
55. Gurría, A. (2008). *From the financial crisis to the economic downturn, Restoring growth is a key challenge*, OECD Observer, No 269, Paris: OECD publications.
56. Дашић, Д. (2011). Неки унутрашњи и међународни аспекти кризе и распада Југославије, *Зборник радова: 20 година од разбијања СФРЈ*, стр. 159-182.
57. Delgado, R., Santos, S. (2017). Speed of economic convergence and EU public policy, *Cuadernos de Economía*, No. 41, Amsterdam: Elsevier, pp. 31-42.
58. Delduque, Jr., J. (2000). *The Concept of Independence As Applied to Public Debt Management*, Washington: The George Washington University.
59. Димитријевић, Б. (1996). *Хиперинфлација*, Београд: Светлокомерц.
60. Димић, Љ. (1998). *Срби у Југославији*, Београд: Стубови културе.
61. Dornbusch, R., Fischer, S. (1991). *Moderate inflation*, Working Paper No. 3896, Cambridge: National bureau of economic research.
62. Dullien, S., Kotte, D., Márquez, A., Priewe, J. (2010). *The Financial and economic crisis of 2008-2009 and developing countries*, New York: United Nations.
63. Duverger, M. (1975). *Finances publiques/Public finance*, Paris: Presses Universitaires de France.
64. Ђаковић, П. (2021). *Економске мере за ублажавање последица пандемије: Лице и наличје финансијског пакета државе вредног 5,1 милијарду евра*, Београд: Friedrich Ebert Stiftung.

65. Ђорђевић, Ж., Мијатовић, Б. (1990). *Пресељење индустрије Србије од 1948. до 1953. године*, Београд: Економски институт.
66. Ђукић, П. (1995). Искушење економске политике, ПС Грмеч, Београд: Привредни преглед.
67. Ђукић, П. (2013). Допринос Србије и ех Југославије пракси и теорији хиперинфлације, *Финансије*, бр. 1-6, Београд: Министарство финансија, стр. 79-106.
68. Ђукић, П. (2019). Национални-јавни и приватни дуг: као изазов или пошаст, *Зборник радова: Дуг и (не)развој*, Београд: Институт друштвених наука - Центар за економска истраживања, стр. 27-35.
69. Ђуровић-Тодоровић, Ј., Ђорђевић, М., Крстић, Б. (2007). *Монетарни и фискални менаџмент*, Ниш: Економски факултет.
70. Ђуровић-Тодоровић, Ј., Ђорђевић, М. (2019). *Јавне финансије*, Ниш: Економски факултет.
71. Easterly, W., Schmidt-Hebbel, K. (1994). *Public Sector Deficits and Macroeconomic Performance*, New York: Oxford University Press.
72. Eichengreen, B. (2004). Institutions for Fiscal Stability, *CESifo Economic Studies*, Vol. 50, Iss. 1, Oxford: Oxford University Press, pp. 1-25.
73. Eisner, R. (1989). Budget Deficits: Rhetoric and Reality, *The Journal of Economic Perspectives*, Vol. 3, No. 2, Nashville: American Economic Association, pp. 73-93.
74. Zarnowitz, V. (1992). *Business Cycles - Theory, History, Indicators and Forecasting*, Chicago: The University of Chicago Press.
75. Исић, М. (2007) Од Србије до Србије, *Срби и Југославија - држава, друштво, политика*, Београд: Институт за новију историју Србије.
76. International Monetary Fund. (1979). *Annual Report*, Washington.
77. International Monetary Fund. (1980). *Annual Report*, Washington.
78. International Monetary Fund. (2000). *The Impact of Higher Oil Prices on the Global Economy*, Washington.

79. International Monetary Fund. (2003). *External Debt Statistics: Guide for Compilers and Users*, Inter-Agency Task Force on Finance Statistics, Washington.
80. International Monetary Fund. (2009a). *Republic of Serbia: Request for Stand-By Arrangement-Staff Report*, IMF Country Report No. 09/20, Washington.
81. International Monetary Fund (2009b). *World Economic Outlook: April 2009: Crisis and Recovery*, Washington.
82. Јакшић, М. (2011). Политика, макроекономија и економске перформансе, *Економске идеје и пракса*, вол. 1, Београд: Економски факултет, стр. 9-26.
83. Janssen, N., Potjagailo, G., Wolters, M. (2019). Monetary Policy during Financial Crises: Is the Transmission Mechanism Impaired?, *International Journal of Central Banking*, Vol. 15, Iss. 4, Frankfurt: European Central Bank, pp. 81-126.
84. Јелисавац-Трошић, С., Тошовић-Стевановић, А., Ристановић, В. (2021). *Крива светске економије на почетку XXI века*, Београд: Институт за међународну политику и привреду.
85. Јелић, М., Цветковић, Р. (1956). *Развитак привреде између два светска рата*, *Развитак привреде ФНРЈ*, Београд: Полит.
86. Jensen, L. (2021). *Sovereign Debt Vulnerabilities in Developing Economies: Which countries are vulnerable and how much debt is at risk?*, New York: UNDP.
87. Jeffrey, S. (1989). *Debt, stabilization, and development : essays in memory of Carlos Díaz-Alejandro*, Oxford: Blackwell.
88. Калаш, Б., Стамески, Н., Дреч, Л. (2016). Перспективе јавног дуга у Србији, *Финансије*, бр. 1-6, Београд: Министарство финансија, стр. 21-34.
89. Keynes, J. M. (1982). *Activities 1931-1939: World Crises and Policies in Britain and America*, Cambridge: Cambridge University Press.
90. Kirchgässner, G. (2014). On the Political Economy of Public Deficits and Debt, *German Economic Review*, Vol. 15, Iss. 1, Weinheim: John Wiley & Sons, pp. 116-130.
91. Klaus, A. (2011). Government debt and optimal monetary and fiscal policy, *European Economic Review*, Vol. 55, Iss. 1, Amsterdam: Elsevier, pp. 57-74.

92. Kozlowski, L., Veldkamp, J., Venkateswaran, V. (2020). *Scarring body and mind: the long-term belief-scarring effects of COVID-19*, Working Paper 27439, National bureau of economic research, Cambridge.
93. Ковачевић, М. (2009). Економско - финансијски односи са иностранством - нужност нове стратегије, *Зборник радова: Економско - финансијски односи са иностранством - нужност нове стратегије*, Београд: Научно друштво економиста, Крагујевац: Економски факултет, стр. 13-64.
94. Ковачевић Р. (2012). Задуженост у иностранству као ограничавајући чинилац извоза и привредног раста, *Зборник радова: Актуелна кретања у европској и светској привреди – импликације на Србију*, Београд: Научно друштво економиста Србије, Економски факултет, стр. 33-46.
95. Ковачевић, Р. (2016). *Међународне финансије*, Економски факултет, Београд.
96. Ковачевић, Р. (2021). Последице пандемије COVID-19 на светску трговину и екстерна позиција Србије, *Зборник радова: Економска политика у Србији и свету у 2021. - у сусрет глобалним шоковима и растућој неизвесност*, стр. 27-38.
97. Колачевић, С., Хрељац, Б. (2011). Јавни дуг као кључна варијабла остварења циљева економске политике, *Економски погледи*, Vol. 62, No. 3-4, Загреб: Хрватско друштво економиста, стр. 208-229.
98. König, P. (1989). *Towards a solution of developing countries' debt crisis: Strengthening the weakest link*, Diskussionsbeiträge - Serie II, No. 94, Konstanz: Universität Konstanz.
99. Kose, M., Ohnsorge, F., Sugawara, N. (2020). *Benefits and Costs of Debt: The Dose Makes the Poison*, Policy Research Working Paper 9166, Washington: World Bank.
100. Krugman, P. (1988). Financing versus forgiving a debt overhang, *Journal of Development Economics*, Vol. 29, Iss. 3, Amsterdam: Elsevier, pp. 253-268.
101. Krugman, P., Wells, R. (2010). *The Way out of the Slump*, The New York Review of Books, October 14.
102. Куколеча, С. (1956). *Анализа привреде Југославије пред други светски рат*, Београд: Економски институт ФНРЈ.

- 103.Landais, B. (1998.) *Lecons de politique budgetaire/Budgetary policy lessons*, Bruxelles: De Boeck Universite.
- 104.Lerner, A. P. (1943). Functional finance and the federal debt, *Social Research*, Vol. 10, No. 1, Baltimore: Johns Hopkins University Press, pp. 38-51.
- 105.Ловчевић, Ј. (1997). *Институције јавних финансија*, Београд: Службени лист СРЈ.
- 106.Lund, S., Mehta, A., Manyika, J., Goldshtein, D. (2018). *A decade after the global financial crisis: what has (and hasn't) changed?*, McKinsey Global Institute, Chicago: University of Chicago.
- 107.Maddison, A. (1995). *Monitoring the World Economy 1820-1992*, Paris: OECD Development Centre.
- 108.Mankiw, G. (1998). *Government Debt*, Cambridge: Harvard University.
- 109.Masson, P. (1985). The Sustainability of Fiscal Deficits, *Staff Papers*, Vol. 32, Washington: International Monetary Fund, pp. 577-605.
- 110.Марсенић, Д. (1984). Привредни развој Југославије после другог светског рата, *Економска енциклопедија I*, Београд: Савремена администрација.
- 111.Марсенић, Д. (1990). *Економика Југославије*, Београд: Економика.
- 112.Марсенић, Д. (1999). *Економика Југославије*, Београд: Економски факултет.
- 113.Марсенић, Д. (2000). *Економика Југославије*, Београд: Економски факултет.
- 114.Маџар, Ј. (2019). Управљање јавним дугом Србије, *Зборник радова: Дуг и (не)развој*, Београд: Институт друштвених наука, стр. 141-148.
- 115.Mendon, F., Vivian, S. (2008). Public-debt management: the Brazilian experience, *Cepal Review*, no. 94, pp. 145-162.
- 116.Midland Bank. (1984). *International Lenders and World Debt*, Midland Bank Review, London.
- 117.Миленковић, М. (2000). Специфичности привредног развоја Србије 1918-1929. године, *Токови историје*, Бр. 3-4, Београд: Институт за новију историју Србије, стр. 7-26.
- 118.Милошевић, М. (2008). *Југославија у међународним односима 1918-1992*, Београд: Архив Србије и Црне Горе.

119. Министарство финансија. (2009). *Меморандум о буџету и економској и фискалној политици за 2009. годину, са пројекцијама за 2010. и 2011. годину*, Београд.
120. Мирковић, М. (1958). *Економска историја Југославије 1918-1941*, Загреб: Економски преглед.
121. Мирковић, М. (1968). *Економска историја Југославије*, Информатор, Загреб.
122. Мирковић, В., Кнежевић, М. (2013). Дуг Републике Србије као препрека економском расту, *Зборник радова: Институционалне промене као детермината привредног развоја Србије*, Крагујевац: Економски факултет, стр. 305-322.
123. Mirowski, P. (1982). Adam Smith Empiricism and the Rate of Profit in Eighteenth Century England, *History of Political Economy*, Vol. 14, Iss. 2, Durham: Duke University Press, pp. 179-198.
124. Missale, A., Giavazzi, F., Benigno, P. (2002). How is the Debt Managed? Learning from Fiscal Stabilizations, *Scandinavian Journal of Economics*, Vol. 104, No. 3, pp. 443-469.
125. Mishkin, O. (2010). *Over the cliff: from the subprime to the global financial crisis*, Cambridge: National bureau of economic research.
126. Мићић, В. (2011). Узроци и начин решавања економске кризе у Србији, *Школа бизниса*, бр. 3, Нови Сад: Висока пословна школа струковних студија, стр. 11-23.
127. Михаљек, Д., Тисот, Б. (2003). Поглед средишњих банака на фискалне позиције у новим тржишним привредама, *Финанцијска теорија и пракса*, вол. 27, бр. 3, Загреб: Институт за јавне финансије, стр. 349-385.
128. Molnár, M. (2013). Fiscal consolidation: What factors determine the success of consolidation efforts?, *OECD Journal: Economic Studies*, Vol. 2012/1, Paris: OECD, pp. 123-149.
129. Мрдаковић-Цветковић, Р. (2006). Међународни континуитет Србије после одвајања Црне Горе, *Међународни проблеми*, бр. 3, Београд, Институт за међународну политику и привреду, стр. 326-346.
130. McDermott, J., Wescott, R. (1996). An Empirical Analysis of Fiscal Adjustments, *IMF Staff Papers*, Vol. 43, No. 4, Washington: International Monetary Fund, pp. 723-753.



131. Народна банка Србије. (2008а). *Годишњи извештај*, Београд.
132. Народна банка Србије. (2008б). *Извештај о стању у финансијском систему*, септембар, Београд.
133. Народна банка Србије. (2008в). *Статистички билтен*, децембар 2008-јануар 2009, Београд.
134. Народна банка Србије. (2009). *Годишњи извештај*, Београд.
135. Обрадовић, Ж. (2022). *Демократска Федеративна Југославија, велике силе и суседне државе*, Београд: Чигоја штампа.
136. OECD. (1983). *External Debt of Developing Countries*, Paris.
137. OECD. (2020). *Coronavirus: The world economy at risk*, Paris.
138. Опачић, М. (1996). Укидање санкција СР Југославији - значење и основаност сумњи, *Војно дело*, вол. 48, бр. 6, Београд: Институт за стратегијска истраживања, стр. 59-77.
139. Општа државна статистика. (1938). *Статистички годишњак 1937*, књига VIII, Карта Краљевине Југославије, Београд.
140. Општа државна статистика. (1941). *Статистички годишњак 1940*, књига X, Карта Краљевине Југославије, Београд.
141. Ocampo, J. (2014). The Latin American Debt Crisis in Historical Perspective, In: Stiglitz, J. E., Heymann, D. (eds): *Life After Debt*, London: Palgrave Macmillan, pp. 87-115.
142. Paesani, P., Strauch, R., Kremer, M. (2006). *Public debt and long-term interest rates the case of Germany, Italy and the USA*, Working paper, No. 656, Frankfurt: European Central Bank.
143. Panizza, U. (2008). *Domestic and external public debt in developing countries*, Discussion Papers, No. 188, Geneva: UNCTAD.
144. Panizza, U., Presbitero, A. (2014). Public debt and economic growth: Is there a causal effect?, *Journal of Macroeconomics*, Vol. 41, Amsterdam: Elsevier, pp. 21-41.
145. Pattillo, C., Hélène P., Luca, A. R. (2011). External Debt and Growth, *Review of Economics and Institutions*, (2)3, Roma: Luiss University Press, pp. 1-30.

146. Pescatori, A., Sandri, D., Simon, J. (2014). *Debt and Growth: Is There a Magic Threshold?*, Working Paper 34/14, Washington: International Monetary Fund.
147. Петрановић, Б. (1988). *Историја Југославије 1918-1988. године*, прва књига, Београд: Нолит.
148. Петровић-Ранђеловић, М., Радукић, С. (2021). Изазови макроекономске стабилности привреде Србије, *Зборник радова: Институционалне промене као детерминанта привредног развоја Републике Србије*, Економски факултет, Крагујевац, стр. 149-172.
149. Радишић, М., Раичевић, Б. (2011). *Јавне финансије – теорија и пракса*, Београд: Дата статус.
150. Радоњић, М., Ђурашковић, Ј., Радовић, М., Церовић-Смолковић, Ј. (2020). Динамика јавног дуга у земљама Западног Балкана: Јесу ли социјални издаци и господарски раст битни?, *Ревизија за социјалну политику*, вол. 27, бр. 1, Загреб: Правни факултет, стр. 55-81.
151. Раичевић, Б. (2008). *Јавне финансије*, Београд: Центар за издавачку делатност Економског факултета.
152. Randall, K., Laeven, L., Klingbiel, D. (2007). Banking Crises, Financial Dependence, and Growth, *Journal of Financial Economics*, Vol. 84, No. 1, Amsterdam: Elsevier, pp. 187-228.
153. Reid, B. (1985). Aggregate Consumption and Deficit Financing: An Attempt to Separate Permanent from Transitory Effects, *Economic Inquiry*, Vol. 23, Iss. 3, New Jersey: John Wiley & Son, pp. 475-486.
154. Reinhart, M., Rogoff, K. (2009). The aftermath of financial crises, *American Economic Review*, Vol. 99, No. 2, Nashville: American Economic Association, pp. 466-472.
155. Reinhart, C., Reinhart, V., Rogoff, K. (2012). Public Debt Overhangs: Advanced-Economy Episodes Since 1800, *The Journal of Economic Perspectives*, Vol. 26, No. 3, pp. 69-86.
156. Републички завод за статистику. (2009) *Статистички годишњак 2009*, Београд.
157. Републички завод за статистику. (2010) *Статистички годишњак 2010*, Београд.
158. Републички завод за статистику. (2011) *Статистички годишњак 2011*, Београд.

- 159.Републички завод за статистику. (2012) *Статистички годишњак 2012*, Београд.
- 160.Републички завод за статистику. (2013) *Статистички годишњак 2013*, Београд.
- 161.Републички завод за статистику. (2014) *Статистички годишњак 2014*, Београд.
- 162.Ристић, К., Живковић, А. (2020). Оцена европског банкарског регулаторног оквира са освртом на значај за Републику Србију, *Банкарство*, вол. 49, бр. 3, Београд: Удружење банака Србије, стр. 77-101.
- 163.Росен, Х. С. (1999). *Јавне финансије*, Загреб: Институт за јавне финансије.
- 164.Росић, И. (1984). *Актуелни проблеми привредног развоја Југославије*, Београд: Светозар Марковић.
- 165.Росић, И., Ђорђевић, М. (1996). *Економика Југославије*, Краљево: Комино трејд.
- 166.Росић, И. (2000). *Раст, структурне промене и функционисање привреде*, Краљево: Комино трејд.
- 167.Росић, И, Веселиновић, П. (2006). *Национална економија*, Крагујевац: Интерпринт.
- 168.Ricardo, D. (2005). *On the principles of political economy and taxation 1817*, Third edition 1821, Batoche Books, Kitchener.
- 169.Савезна влада. (1994). *Економска политика за 1994. годину*, Београд.
- 170.Савић, Љ, Илић, М., Мићић, В. (2015). *Економика индустрије*, Крагујевац: Економски факултет.
- 171.Салваторе, Д. (2009). *Међународна економија*, Београд: Економски факултет.
- 172.Самјуелсон, П., Нордхаус, В. (2009). *Економија*, Загреб: Мате.
- 173.Sargent, T. Wallace, H. (1981). *Some Unpleasant Monetarist Arithmetics*, Quarterly Review, vol. 5, no. 3, Minneapolis: Federal Reserve Bank of Minneapolis.
- 174.Svamy, V. (2015). *Government Debt and Economic Growth: Decomposing the Cause and Effect Relationship*, MPRQ Paper no. 64105, Delhi: Institute for Economic Growth.
- 175.Симон, Ђ. (2003). Економске реформе у Југославији - једно виђење споља, *Међународни проблеми*, бр. 1, Београд, Институт за међународну политику и привреду, стр. 104-128.

176. Smith, A. (1904). *An Inquiry into the Nature and Causes of the Wealth of Nations*, London: Methuen & Co.
177. Смит, А. (2007). *Богатство народа - истраживање природе и узрока богатства народа, о приходима владара и државе*, Загреб: Масмедиа.
178. Spaventa, L. (1987). The Growth of Public Debt: Sustainability, Fiscal Rules, and Monetary Rules, *IMF Staff Papers*, Vol. 34, Iss. 2, London: Palgrave Macmillan, pp. 374-399.
179. Spilioti, S. (2015). The relationship between the government debt and GDP growth: evidence of the Euro area countries, *Investment Management and Financial Innovations*, Vol. 12, Iss. 1, Sumy: Consulting Publishing Company "Business Perspectives", pp. 174-178.
180. Српски Централни Комитет. (1918). *Србија у имовном погледу - пре, за време и после светског рата 1914-1918. године*, Женева: Штампарија „Уједињења“.
181. Stewart, C. (1991). The Politics of Tax Reform in the 1980s, NBER Chapters, in: *Politics and Economics in the Eighties*, Chicago: University of Chicago press, pp. 143-174.
182. Stiglitz, J. E. (2000). Capital market liberalization, economic growth, and instability, *World development*, Vol. 28, No. 6, Amsterdam: Elsevier, pp. 1075-1086.
183. Stiglitz, J. (2004). *Економија јавног сектора*, Београд: Економски факултет.
184. Стојановић, Б. (2009). Државна помоћ у условима светске економске кризе у ЕУ и Србији, *Економика предузећа*, бр. 5-6, Београд: Савез економиста Србије, стр. 175-187.
185. Sturm, P. H. (1983). Determinants of saving: Theory and evidence, *OECD Economic Studies*, No. 1, Paris: OECD, pp. 147-196.
186. Summers, L., Carroll, C. (1987). Why Is U.S. National Saving So Low?, *Brookings Papers on Economic Activity*, No. 2, Washington: Brookings Institution Press, pp. 607-642.
187. Tanzi, V. (1978). The Impact of Macroeconomic Policies on the Level of Taxation and the Fiscal Balance in Developing Countries, *IMF Staff Papers*, Vol. 36, No. 3, London: Palgrave Macmillan, pp. 633-656.

188. Tanzi, Lutz, M. (1991). Interest Rates and Government Debt - Some Linkages and Consequences, *Finance & Development*, Vol. 28, Iss. 4, Washington: International Monetary Fund, pp. 30-32.
189. Теслић-Надлачки. Љ. (1988). Производња новца, функционисање монетарно-кредитног система и инфлације, *Зборник радова: Како отклонити инфлацију*, Београд: Универзитет у Београду, ЦМУ, стр. 194-211.
190. Tsoulfidis, L. (2007). Classical economists and public debt, *International Review of Economics*, Vol. 54, Iss. 1, Berlin: Springer-Verlag, pp. 1-12.
191. Ћировић, М. (1995). *Монетарна економија*, Београд: Економски факултет.
192. Ћосовић, М., Мурић, М., Гуцевић, Ф. (2012). Компаративна анализа спољног дуга у земљама Западног Балкана, *Часопис за економију и тржишне комуникације*, Вол. 3, Бр. 1, Бања Лука: Факултет пословне економије, стр. 54-69.
193. Ћосовић, М. (2020). Утицај задужености на привредни развој земаља Западног Балкана, *Економске теме*, Вол. 58, Бр. 3, Ниш: Економски факултет, стр. 363-379.
194. Управа за јавни дуг. (2021). *Анализа јавног дуга и дуга опште државе*, децембар, Београд: Министарство финансија.
195. UNIDO. (2013). *Industrial Development Report 2013: Sustaining Employment Growth: The Role of Manufacturing and Structural Change*, Vienna.
196. UNITAR. (2002). *Institutional framework for public sector borrowing*, Document No. 17, Geneva.
197. United Nations. (1988). *World Economic Survey: current trends and policies in the world economy*, New York: Department of International Economic and Social Affairs.
198. United Nations. (2001) *Finding solutions to the debt problems of developing countries*, Report of the Executive Committee on Economic and Social Affairs of the United Nations, New York.
199. United Nations. (2017). *World Economic Survey: Development in an Ageing World*, New York: Department of International Economic and Social Affairs.
200. United Nations. (2020). *World Economic Situation and Prospects*, Geneva.

201. Feldstein, M. (1993). *Government Spending and Budget Deficits in the 1980s: A Personal View*, Working paper 4324, Cambridge: National Bureau of Economic Research.
202. Филиповић, С. (2010). Ефекти глобалне финансијске кризе на финансијски сектор Србије, *Индустрија*, вол. 38, бр. 3, Београд: Економски институт, стр. 79-94.
203. Finger, H., Mecagni, M. (2007). *Sovereign Debt Restructuring and Debt Sustainability: An Analysis of Recent Cross-Country Experience*, Washington: International Monetary Fund.
204. Фискални савет. (2020). *Оцена антикризног програма економских мера*, Београд.
205. Friedman, M. (1995). Balanced Budget: Amendment Must Put Limit on Taxes, *Wall Street Journal* 4: A12.
206. Friedman, M. (2003). *Capitalism and freedom*, Chicago: University of Chicago Press.
207. Haliassos, M., Tobin, J. (1990). The macroeconomics of government finance, *Handbook of Monetary Economics*, vol. 2, Amsterdam: Elsevier, pp. 889-959.
208. Hall, G., Sargent, T. (2015). *A History of U.S. Debt Limits*, Washington: International Monetary Fund.
209. Hamilton, J., Flavin, M. (1986). On the Limitation of Government Borrowing: A Framework for Empirical Testing, *American Economic Review*, Vol. 76, No. 4, pp. 808-819.
210. Heimberger, P. (2021). *Do Higher Public Debt Levels Reduce Economic Growth?*, Vienna: The Vienna Institute for International Economic Studies.
211. Heinemann, F. (1992). *Sustainability of national debt in Europe: why it matters in the EMU and how it is assessed*, ZEW Discussion Papers, No. 92-02, Mannheim: Zentrum für Europäische Wirtschaftsforschung (ZEW).
212. Heinemann, F. (2006). Factor mobility, government debt and the decline in public investment, *International Economics and Economic Policy*, Vol. 3, Iss. 1, Berlin: Springer-Verlag, pp. 11-26.
213. Hetzel, R. L. (2009). World Recession: What Went Wrong?, *Economic Affairs*, Vol. 29, No. 3, Oxford: Blackwell Publishing, pp. 17-21.

214. Hoggarth, G., Mahadeva, L., Martin, J. (2010). *Understanding international bank capital flows during the recent financial crisis*, Bank of England Financial Stability Paper, No. 8, London: Bank of England.
215. Holtfrerich, C. L. (2013). *Government debt in economic thought of the long 19th century*, Paper No. 4, School of Business & Economics Discussion, Berlin: Freie Universitat.
216. Хрустић, Х. (2009). Анализа одабраних модела одговора на светску финансијску кризу, *Међународна политика*, бр. 1134, Институт за међународну политику и привреду, Београд, стр. 244-273.
217. Cabral, R. (2015). *How Strategically is Public Debt Being Managed Around the Globe? A Survey on Public Debt Management Strategies*, Washington: World Bank.
218. Cavanaugh, J., Neath, A. (2019). The Akaike information criterion: Background, derivation, properties, application, interpretation, and refinements, *WIRES Computational Statistics*, Vol. 11, Iss. 3, pp. 1-11.
219. Calvo, G., Guidotti, P. (1990). Indexation and the Maturity of Government Bonds: An Exploratory Model, In: Dornbusch, R., Draghi, M. editors. *Public Debt Management: Theory and History*, Cambridge: Cambridge University Press, pp. 52-83.
220. Cameron, D. (1978). The Expansion of the Public Economy: A Comparative Analysis, *American Political Science Review*, Vol. 72, No. 4, Cambridge: Cambridge University Press, pp. 1243-1261.
221. Carracedo, M. F., Dattels, P. (1997). Survey of Public Debt Management Frameworks in Selected Countries. In: Sundararajan, V. P., Dattels, H. J., Blommestein, H. J. (ed.): *Coordinating Public Debt and Monetary Management*, Washington: International Monetary Fund, pp. 96-162.
222. Cecchetti, S. G., Mohanty, M. S., Zampolli, F. (2011). *The Real Effects of Debt*, BIS Working Papers, No. 352, Basel: Bank for International Settlements.
223. Cerra, V., Saxena, S. (2008). Growth Dynamics: The Myth of Economic Recovery, *American Economic Review*, Vol. 98, No. 1, Nashville: American Economic Association, pp. 439-457.
224. Clarke, P. (2009). *Keynes: The Rise Fall and Return of the 20th Century's Most Influential Economist*, New York: Bloomsbury Press.

- 225.Cline, W. (1984). The Issue Is Illiquidity, Not Insolvency, *Challenge*, Vol. 27, No. 3, London: Routledge, pp. 12-20.
- 226.Collignon, S. (2012). Fiscal policy rules and the sustainability of public debt in Europe, *International economic review*, Vol. 53, No. 2, New Jersey: John Wiley & Sons, pp. 539-567.
- 227.Contessi, S. (2012). An Application of Conventional Sovereign Debt Sustainability Analysis to the Current Debt Crises, *Review*, Vol. 94, No. 3, St. Louis: Federal Reserve Bank of St. Louis, pp. 197-220.
- 228.Cheng, G., Diaz-Cassou, J., Erce, A. (2016). *From Debt Collection to Relief Provision: 60 Years of Official Debt Restructurings through the Paris Club*, Working Paper, Series 20, Luxembourg: European Stability Mechanism.
- 229.Checherita, C., Rothe, P. (2010). *The Impact of High and Growing Government debt on Economic Growth, An Empirical Investigation for the Euro Area*, Working paper series, No. 1237, Frankfurt: European Central Bank.
- 230.Chen, W., Mrkaic, M., Nabar, M., Celasun, O. (2019). *The Global Economic Recovery 10 Years After the 2008 Financial Crisis*, Washington: International Monetary Fund.
- 231.Chobanov, D., Mladenova, A. (2009). *What Is The Optimum Size of Government*, Bulgaria: Institute for Market Economics.
- 232.Wehinger, G. (2010). *Lessons from the Financial Market Turmoil: Challenges ahead for the Financial Industry and Policy Makers*, OECD, Paris.
- 233.World Bank. (1979). *World Development Report*, Oxford: Oxford University Press.
- 234.World Bank. (1983). *Annual Report*, Oxford: Oxford University Press.
- 235.World Bank. (1984). *World Development Report*, Oxford: Oxford University Press.
- 236.World Bank. (1996). *World debt tables 1996: external finance for developing countries*, Vol. 1, Washington.
- 237.World Bank. (2001). *Guidelines for Public Debt Management*, Washington.
- 238.World Bank (2003). *Guidelines for Public Debt Management: Accompanying Document*, Washington.



239. World Bank. (2009). *Swimming against the tide: how developing countries are coping with the global crisis*, Washington.
240. World Bank. (2011). *Global Development Finance: External Debt of Developing Countries*, Washington.
241. World Bank. (2014). *International Debt Statistics*, Washington.

### Интернет странице

242. <https://www.belex.rs/trgovanje/izvestaj/godisnji>, (03.02.2022. године).
243. <https://blogs.imf.org/2021/12/15/global-debt-reaches-a-record-226-trillion/>, (14.02.2022. године).
244. <https://data.stat.gov.rs/Home/Result/060201010101?languageCode=sr-Cyrl#>, (25.05.2022. године).
245. <https://www.euribor-rates.eu/en/euribor-rates-by-year/2009/>, (04.03.2022. године)
246. <https://ec.europa.eu/eurostat/databrowser/view/teina225/default/bar?lang=en>, (07.05.2022. године)
247. [https://www.imf.org/external/datamapper/GGXWDG\\_NGDP@WEO/OEMDC/ADV\\_EC/WEOWORLD](https://www.imf.org/external/datamapper/GGXWDG_NGDP@WEO/OEMDC/ADV_EC/WEOWORLD), (22.04.2022. године).
248. <https://www.imf.org/external/datamapper/datasets/GDD>, (15.05.2022. године).
249. <http://javnidug.gov.rs/rsc/месечниизвештај>, (26.04.2022. године).
250. Krugman, P., Wells, R. (2010) *The Way out of the Slump*, The New York Review of Books, October 14, Доступно на: <https://www.nybooks.com/articles/2010/10/14/way-out-slump/> (15.10.2021. године).
251. <https://www.muzej-jugoslavije.org/istrazi/>, (12.04.2022. године).
252. <https://mfin.gov.rs/sr/arhiva-1/vlada-usvojila-program-mera-za-ublazavanje-efekata-svetske-finansijske-krize-1>, (12.04.2022. године).
253. <https://mfin.gov.rs/dokumenti2/makroekonomski-i-fiskalni-podaci>, (27.04.2022. године).
254. [http://www.nbs.rs/export/internet/latinica/40/40\\_5/40\\_5\\_9/index.html](http://www.nbs.rs/export/internet/latinica/40/40_5/40_5_9/index.html), (04.04.2022. године).

255. <https://fred.stlouisfed.org/series/FEDFUNDS>, (02.03.2022. године).

## БИОГРАФИЈА

Мехдија Ћосовић рођен је 27.07.1983. године у Тутину. Основну школу завршио у Тутину, а Гимназију природно-математичког смера завршио је у Новом Пазару. Економски факултет, Интернационалног Универзитета у Новом Пазару, уписао је школске 2002/2003. године, смер Пословна економија и предузетништво. На истом је дипломирао 06.07.2007. године. Након завршетка студија, радио је у агенцији „Арш“, на пословима књиговодства.

Школске 2007/2008. године је уписао докторске академске студије на Економском факултету Универзитета у Нишу, модул Макроекономија. Положио је све испите предвиђене планом и програмом са просечном оценом 9,00.

У периоду од 2013. до 2014. године обавља послове професора у настави на економској групи предмета у средњој Економској школи у Новом Пазару. Од 2015. године био је заменик директора фирме „НОВА ДПИ“ у економском ресору која се бави Дизајном пројектовањем инжињерингом у грађевинској индустрији на територији Југо-источне Европе. Од 2017. године постаје директор предузећа „NOVA Facility Management“.

У оквиру досадашње научно-истраживачке делатности, саопштио је велики број радова на научним скуповима међународног и националног значаја, и објавио око 20 рецензираних научних и стручних радова у часописима и зборницима у земљи и иностранству. Један је од чланова међународног научног друштва за промоцију и унапређење друштвених наука „Акроаџис“. Добро је обучен за рад на рачунару и поседује ЕCDL сертификат. Добро се служи енглеским језиком.

## ИЗЈАВА О АУТОРСТВУ

Изјављујем да је докторска дисертација, под насловом Утицај задужености на привредни развој Републике Србије, која је одбрањена н Економском факултету Универзитета у Нишу:

- резултат сопственог истраживачког рада;
- да ову дисертацију, ни у целини, нити у деловима, нисам пријављивао/ла на другим факултетима, нити универзитетима;
- да нисам повредио/ла ауторска права, нити злоупотребио/ла интелектуалну својину других лица.

Дозвољавам да се објаве моји лични подаци, који су у вези са ауторством и добијањем академског звања доктора наука, као што су име и презиме, година и место рођења и датум одбране рада, и то у каталогу Библиотеке, Дигиталном репозиторијуму Универзитета у Нишу, као и у публикацијама Универзитета у Нишу.

У Нишу, \_\_\_\_\_.

Аутор дисертације: Мехдија Ћосовић

Потпис аутора дисертације: \_\_\_\_\_

**ИЗЈАВА О ИСТОВЕТНОСТИ ЕЛЕКТРОНСКОГ И ШТАМПАНОГ ОБЛИКА**

**ДОКТОРСКЕ ДИСЕРТАЦИЈЕ**

Име и презиме аутора: Мехдија Ћосовић

Наслов дисертације: Утицај задужености на привредни развој Републике Србије

Ментор: Проф. др Марија Петровић – Ранђеловић

Изјављујем да је штампани облик моје докторске дисертације истоветан електронском облику, који сам предао за уношење у Дигитални репозиторијум Универзитета у Нишу.

У Нишу, \_\_\_\_\_.

Потпис аутора дисертације: \_\_\_\_\_

## ИЗЈАВА О КОРИШЋЕЊУ

Овлашћујем Универзитетску библиотеку „Никола Тесла“ да у Дигитални репозиторијум Универзитета у Нишу унесе моју докторску дисертацију, под насловом: УТИЦАЈ ЗАДУЖЕНОСТИ НА ПРИВРЕДНИ РАЗВОЈ РЕПУБЛИКЕ СРБИЈЕ.

Дисертацију са свим прилозима предао сам у електронском облику, погодном за трајно архивирање.

Моју докторску дисертацију, унету у Дигитални репозиторијум Универзитета у Нишу, могу користити сви који поштују одредбе садржане у одабраном типу лиценце Креативне заједнице (Creative Commons), за коју сам се одлучио.

1. Ауторство (CC BY)
2. Ауторство – некомерцијално (CC BY-NC)
3. Ауторство – некомерцијално – без прераде (CC BY-NC-ND)
4. Ауторство – некомерцијално – делити под истим условима (CC BY-NC-SA)
5. Ауторство – без прераде (CC BY-ND)
6. Ауторство – делити под истим условима (CC BY-SA)

(Молимо да подвучете само једну од шест понуђених лиценци; опис лиценци дат је у наставку текста).

У Нишу, \_\_\_\_\_ године

Аутор дисертације: Мехдија Ћосовић

Потпис аутора дисертације: \_\_\_\_\_