

UNIVERZITET U SARAJEVU
EKONOMSKI FAKULTET U SARAJEVU

ZAVRŠNI RAD

KOMPARATIVNA ANALIZA OBIMA I STRUKTURA JAVNOG DUGA BOSNE I
HERCEGOVINE SA ZEMLJAMA REGIJE JUGOISTOČNE EUROPE

Čaušević Dženana

Sarajevo, Juni 2023. godine

UNIVERZITET U SARAJEVU
EKONOMSKI FAKULTET U SARAJEVU

ZAVRŠNI RAD

KOMPARATIVNA ANALIZA OBIMA I STRUKTURA JAVNOG DUGA BOSNE I
HERCEGOVINE SA ZEMLJAMA REGIJE JUGOISTOČNE EUROPE

Predmet: Javne finansije
Mentor: Kršo dr. Mirza
Student: Dženana Čaušević
Indeks: 5192
Smjer: Napredni finansijski menadžment

Sarajevo, juni 2023. godine

Zahvalnica

Veliko hvala mom mentoru Kršo dr. Mirzi na strpljenju i pomoći , kao i mojim roditeljima koji su sve vrijeme bili uz mene.

IZJAVA O AUTENTIČNOSTI RADA

Ja, Dženana Čaušević , studentica drugog (II) ciklusa studija na Odsjeku **Menadžment**,
Smjer **Napredni finansijski menadžment MA +2**, pod naslovom:

**„Komparativna analiza obima i strukture javnog duga Bosne i Hercegovine sa zemljama
regije Jugoistočne Europe“**

izjavljujem da sam završni rad izradio/izradila samostalno i da se zasniva na rezultatima mog
vlastitog istraživanja. Svjestan/Svjesna sam činjenice da svaki oblik plagijarizma podliježe
sankcijama u skladu sa relevantnim pravilima Univerziteta u Sarajevu i Ekonomskog fakulteta.

Ovom izjavom potvrđujem i da sam za potrebe arhiviranja predao/la elektronsku verziju rada
koja je istovjetna štampanoj verziji završnog rada.

Dozvoljavam objavu ličnih podataka vezanih za završetak studija (ime, prezime, datum i mjesto
rođenja, datum odbrane rada, naslov rada) na web stranici i u publikacijama Univerziteta u
Sarajevu i Ekonomskog fakulteta.

U skladu sa članom 34. 45. i 46. Zakona o autorskom i srodnim pravima (Službeni glasnik BiH,
63/10) dozvoljavam da gore navedeni završni rad bude trajno pohranjen u Institucionalnom
repositoriju Univerziteta u Sarajevu i Ekonomskog fakulteta i da javno bude dostupan svima.

Sarajevo, 07.05. 2023.

Student-ica

Dženana Čaušević

Potpis studenta-ice

PREDGOVOR

Nedovoljna domaća štednja za investicije u zemljama u tranziciji poput Bosne i Hercegovine znači da zaduživanje postaje neophodno za brži ekonomski rast i konkurentnost u inostranstvu. Međutim, efikasne politike upravljanja javnim dugom su ključne za izbjegavanje sukoba između kratkoročnih i dugoročnih makroekonomskih ciljeva kao što su monetarna stabilnost, ekonomski rast i pravedna raspodjela tereta otplate duga među sadašnjim i budućim poreskim obveznicima. Javni i vanjski dug Bosne i Hercegovine karakterizira brz rast, iako je i dalje klasifikovana kao srednje zadužena zemlja na osnovu omjera duga prema BDP-u i duga prema izvozu. Sveobuhvatna analiza šireg konteksta karakteristika javnog duga zemlje je od suštinskog značaja za procjenu njegovog nivoa zaduženosti i mogućih posljedica. U srži stvari je određivanje načina na koji se pozajmljena sredstva koriste. Budući kapacitet za otplatu dugova uz istovremeno postizanje širih makroekonomskih ciljeva – kao što su uravnoteženi budžeti, rast zaposlenosti i bolji životni standard – u velikoj mjeri zavisi od ovog pitanja. Ova studija se bavi analizom javnog duga, uključujući njegovu dinamiku i korištenje, prije nego što se daju predviđanja o njegovom efikasnom servisiranju i potencijalnim posljedicama nečinjenja, a sve u makroekonomskom kontekstu Bosne i Hercegovine.

SUMMARY

Insufficient domestic savings for investment in transition countries such as Bosnia and Herzegovina means that borrowing becomes necessary for faster economic growth and competitiveness abroad. Successful policies for managing public debt are crucial in preventing clashes between immediate and ultimate macroeconomic objectives- including economic growth, monetary stability, and equitable allocation of debt repayment obligations amongst present and future taxpayers. Bosnia and Herzegovina's public and external debt is characterized by rapid growth, although it is still classified as a medium-sized country based on the debt-to-GDP ratio to debt-to-export ratio. A comprehensive analysis of the broader context of a country's public debt characteristics is essential for assessing its level of indebtedness and possible consequences. At the heart of things is determining how borrowed funds are used. The future capacity to repay debt while achieving broader macroeconomic objectives – such as balanced budgets, employment growth and better living standards – depends heavily on this issue. The macroeconomic context of Bosnia and Herzegovina serves as the framework for this examination of public debt dynamics and usage. The study delves into efficient servicing predictions and potential outcomes resulting from inaction.

SADRŽAJ

UVOD.....	3
1.1 Predmet istraživanja	5
1.2 Problem istraživanja	5
1.3 Ciljevi istraživanja.....	5
1.4 Metodologija istraživanja.....	6
1.5 Hipoteze istraživanja	6
1.6 Kratki teoretski okvir.....	7
1.7 Opis strukture rada (po poglavljima).....	10
2. POJAM JAVNOG DUGA	11
2.1 Analiza duga u okviru vladinog bilansa stanja	13
2.2 Uzroci stvaranja javnih dugova	14
2.3 Javni dug i javni zajam	14
2.4 Kratak historijat javnog duga.....	16
2.5 Upravljanje javnim dugom	16
2.5.1 Metode i definicije upravljanja javnim dugom.....	17
2.5.2 Maastrichtski kriteriji	19
2.5.3. Pakt o stabilnosti i rastu.....	21
3. ANALIZA OBIMA I STRUKTURE JAVNOG DUGA U BOSNI I HERCEGOVINI.....	24
3.1 Veličina i karakteristike javnog duga Bosne i Hercegovine	24
3.3 Razlozi zaduživanja Bosne i Hercegovine.....	30
4. ANALIZA OBIMA I STRUKTURE JAVNOG DUGA U ZEMLJAMA REGIONA	35
4.1 Javni dug u Republici Hrvatskoj.....	35
4.2 Javni dug u Republici Srbiji	36
4.3 Javni dug u Republici Crnoj Gori.....	38
4.4 Javni dug u Republici Sjevernoj Makedoniji	39
4.6 Javni dug u Republici Kosovo	40
5. KOMPARATIVNA ANALIZA OBIMA I STRUKTURE JAVNOG DUGA.....	42
5.1 Komparacija učesća javnog duga u BDP Bosne i Hercegovine sa zemljama Jugoistočne Europe.....	46
5.2 Komparacija kamatne stope BiH sa zemljama jugoistočne Europe i njen utjecaj na javni dug.....	48
DISKUSIJA.....	52
ZAKLJUČAK.....	55
LITERATURA.....	57

UVOD

Savremene makroekonomske studije i empirijska istraživanja razmatraju javni dug kao suštinski aspekt fiskalne politike, bez kojeg država ne bi mogla efikasno da funkcioniše. Značaj izučavanja javnog duga ogleda se u cilju makroekonomske stabilnosti i fiskalne održivosti, te odabiru adekvatnih metoda upravljanja javnim dugom. Autori su javni dug definisali na različite načine. Stiglitz i Rosengard (2015) to opisuju kao akumulaciju prethodnih deficita, dok Bajo i sar. (2011) definišu je kao kumulativna potraživanja koja dužnici imaju prema javnom sektoru. Kešetović i Đonlagić (2007) ga vide kao rezultat akumuliranih deficita koje država finansira zaduživanjem, a Rosen (1999) ga smatra državnim varijablom mjerenom u određenom trenutku. Javni dug je nefiskalni prihod države koji finansira javnu potrošnju, nastao kao rezultat budžetskog deficita – što znači prevelike rashode u odnosu na prihode. (Moćević, 2021) Visina i raspored javnog duga ključni su faktori koji utiču na ekonomska kretanja (Marić Željko, 2017). Shodno tome, upravljanje javnim dugom dobija na značaju kao suštinska komponenta sveobuhvatne ekonomske politike jedne zemlje. Javni dug svake zemlje je fundamentalni faktor u procjeni njenog ekonomskog napretka. Nagli porast ovog duga ima štetan uticaj na sadašnji i budući rast privrede. Općenito se savjetuje da povećanje javnog duga na duži rok bude niže od stope privrednog rasta, kako je Sinanović naveo 2016. godine. Prema Međunarodnom monetarnom fondu (Ostvarivanje duga za razvoj i makroekonomsku stabilnost, Mart 2022) koronavirusna kriza učvrstila je dugove i smetnje povezane s razvojem koji su čak i postali jaki prije 2020. godine. „Održavanje razvoja uz održavanje održivosti duga otežano je dugotrajnim učincima pandemije na javne finansije, zarade i zaposlenost te ljudski kapital i gomilanje ranjivih populacija. Osigurani programi fiskalne potpore finansirani javnim dugom pružili su olakšanje i spašene živote i sredstva za život. Neizvjesnost uzrokovana dugom sada može umanjiti ulaganja i rast, posebno s obzirom na rastuće globalne kamatne stope. Veći teret otplate duga smanjit će dostupnost fiskalnog prostora za razvoj i stabilizaciju i rastuće potrebe za finansiranjem državnog duga što može dovesti to istiskivanja domaćih investicije. Prezaduženost može negativno uticati na privredni razvoj kroz mnoge kanale—”povećanja duga”, ”fiskalni prostor”, ”istiskivanje” i povećan rizik od krize — stvaranje zemalja ranjiv na nagle promjene u raspoloženju tržišta, ugrožavajući

stabilnost i rast.“ „Dinamika kontrole inflacije bitna je za namjeru monetarne i fiskalne politike. U poslednjoj deceniji veza između javnog duga i inflacije, s tim da javni dug igra važnu ulogu u finansiranju fiskalnih deficita, nastao je kao povezano područje. Vlade su počele istraživati da li sve veći nivoi javnog duga utiču na inflaciju. Strategiju inflacije uspostavilo je nekoliko središnjih banaka uglavnom zato što inflacija je tipično monetarni fenomen. Ipak, nekoliko novijih studija smatra tu strategiju zastarjelom ili neutemeljenom“ (Arifi, 2021). Pronalazak puta do trajnog oporavka i dugoročne održivosti zahtijeva više od rješavanja problema duga. Obnavljanje učinjene štete ljudima i imovini zbog pandemije zahtijevat će trajnu intervenciju od strane vlade, privatnog sektora i globalne zajednice kako bi pomogli zemljama da povrate svoj ljudski i privredni kapital. Ovo je dodatak velikim ulaganjima koja su potrebna za napredak prema ciljevima održivog razvoja. Efikasno upravljanje javnim dugom zahtijeva pažljivo razmatranje kreditnog rejtinga zemlje, izloženosti valutnom riziku i drugih značajnih ekonomskih pokazatelja. Loše strukturirani dug, kao što su neusklađeno dospijeće, valuta ili kamatne stope, mogu biti znak upozorenja na ekonomske previranja i neispravnu politiku. Da bi ublažila ove rizike, država mora usvojiti zdrave strategije i planove za upravljanje javnim dugom. Svjetska banka i Međunarodni monetarni fond pomažu zemljama u jačanju fiskalnog okvira i okvira upravljanja dugom, uključujući veću transparentnost potrošnje i zaduživanje. Kako bi riješili previše privatnog duga, ove dvije institucije podržavaju provedbe učinkovitog okvira za nesolventnost i upravljanje nenaplativim zajmovima.

Usklađenost politika javnog duga je jedan od bitnih kriterija koje sprovode zemlje Evropske Unije. Iskustva zemalja Slovenije i Hrvatske su veoma važna sa stanovišta ispunjavanja kriterija za članstvo zemalja Jugoistočne Evrope u Evropskoj Uniji.

1.1 Predmet istraživanja

Ovaj rad se bavi obimom i strukturom javnog duga Bosne i Hercegovine i susjednih zemalja jugoistočne Evrope. Bosna i Hercegovina je dužna ispuniti standarde usklađenosti u pogledu deficita i duga u odnosu na društveni bruto proizvod. Međutim, zemlja je doživjela nesrazmjern rast javnog duga u odnosu na ekonomsku ekspanziju.

1.2 Problem istraživanja

Trend snažnog i ubrzanog rasta stopa i nivoa javnog duga u BiH i uporedivih zemalja, te potencijalno neadekvatna struktura i upravljanje javnim dugom su osnovni problem istraživanja ovog rada.

Postavlja se pitanje optimizacije javnog duga kada iznos granice zaduženja postaje smetnja ostvarivanju osnovnih makroekonomskih ciljeva. Zemlje članice Evropske unije (EU) dužne su da se pridržavaju formalnog ograničenja javnog zaduživanja od 60% udjela javnog duga u bruto domaćem proizvodu (BDP). S obzirom da je BiH ispod ovog kriterija postavlja se dilema koja je to granica optimalnog zaduživanja. Problem javnog duga imaju i zemlje Jugoistočne Evrope. Zajedničko za sve zemlje Jugoistočne Evrope je da javni dug zemalja raste. Višegodišnji period negativnih uticaja ekonomske krize na zemlje Jugoistočne Evrope značajno je uticao na kontinuirano zaduživanje tih zemalja.

1.3 Ciljevi istraživanja

Cilj istraživanja je izvršiti empirijska istraživanja obima i strukture javnog duga BiH i odabranih zemalja Jugoistočne Evrope; te na bazi sprovedenih analiza ukazati na probleme, slabosti i prednosti zaduženosti u skladu sa teoreskim spoznajama i praksama pojedinih zemalja Jugoistočne Evrope.

S toga je potrebno:

- Ukazati na razloge zaduživanja i posljedice zaduživanja zemalja Jugoistočne Evrope;
- Ukazati na način finansiranja javnog duga i granicu rasta javnog duga;

- Identifikovati zakonodavni i institucionalni okvir koji reguliše javni dug u zemljama Jugoistočne Evrope kao što su Bosna i Hercegovina, Srbija, Crna Gora, Grčka, Severna Makedonija i Kosovo.
- Prikazati uticaj javnog duga na makroekonomsku stabilnost zemalja Jugoistočne Evrope

U tom cilju je potrebno izvršiti:

- Analizu kretanja obima i strukture javnog duga zemalja Jugoistočne Evrope;
- Komparativnu analizu zaduženosti zemalja Jugoistočne Evrope sa stanovišta konvergencije kao uslova članstva u Evropskoj Uniji.
- Komparativna analiza javnog duga zemalja Jugoistočne Evrope sa zemljama Evropske Unije (R.Slovenija, R. Hrvatska).

1.4 Metodologija istraživanja

Tokom istraživanja implementirano je niz analitičkih i sintetičkih metoda, uključujući analizu, sintezu, dedukciju, generalizaciju, poređenje, konkretizaciju i indukciju. Međutim, poseban fokus će biti stavljen na tehnike analize i sinteze. Metodologija istraživanja u ovom radu obuhvatila je niz metoda i tehnika istraživanja. Korištena je odgovarajuća kombinacija naučno-istraživačkih metoda za postizanje unaprijed poznatih ciljeva. U prvom i drugom dijelu rada u kojem se govori o hipotezama, ciljevima, sadržaju rada, pojmu i klasifikaciji javnog duga korištena je metode sistematizacije i klasifikacije. U trećem i četvrtom dijelu rada koji tretira analizu obima i strukture javnog duga Bosne i Hercegovine i zemalja Jugoistočne Evrope korištene su metode analize, sinteze i komparacije. Da bi se dokazale definirane hipoteze istražene su zvanične statističke publikacije i programe koji se odnose na zemlje Evropske Unije i Bosne i Hercegovine.

Korišteni su sekundarni izvori koji se objavljuju u okviru statističkih istraživanja i publikacijama: Centralne Banke Bosne i Hercegovine, Direkcije za planiranje Bosne i Hercegovine, Svjetske Banke, Ministarstva finansija i trezora Bosne Hercegovine, Ministarstva finansija Crne Gore, Ministarstva finansija Republike Hrvatske, Ministarstva finansija Republike Kosovo. Peto poglavlje ovog rada koristi komparativnu metodu i analizu sekundarnih podataka kako bi se istražio odnos između struktura javne potrošnje i indikatora

ekonomskog razvoja. U završnom dijelu se koristimo narativnim metodama i induktivnim metodom, analizirajući konkretne činjenice kako bismo izvukli šire zaključke o stanju javnog duga u odnosu na kriterije konvergencije i ciljeve ekonomskog razvoja.

1.5 Hipoteze istraživanja

U skladu sa istraživačkim pitanjima i ciljem istraživanja u radu ćemo testirati hipoteze bazirane na determinantama koje dokazuje literatura kao i determinantama koje definišu obim i strukturu javnog duga Bosne i Hercegovine i zemalja jugoistočne Evrope.

Na osnovu navedenog, definišemo sljedeće radne hipoteze istraživanja:

H1: Bosna i Hercegovina i zemlje Jugoistočne Evrope imaju neusklađen obim i strukturu javnog duga u odnosu na rast BDP-a zbog finansiranja javne potrošnje, koja ne doprinosi društveno-ekonomskom i privrednom razvoju.

H2: Zemlje Jugoistočne Evrope moraju obezbijediti kroz reforme javne potrošnje brži rast DBP-a i zaposlenosti kako bi smanjile zaostajanje u društveno- ekonomskom razvoju u odnosu na zemlje koje su postale članice Evropske Unije (R.Hrvatska).

H3: Zemlje Jugoistočne Evrope koje nemaju članstvo u Evropskoj Uniji moraju ispuniti kriterije Maastrichta sa stanovišta obima javnog duga kao uslov članstva u Evropskoj Uniji.

1.6 Kratki teoretski okvir

U slučaju da država nije u mogućnosti da finansira javnu potrošnju iz sopstvenih finansija, postoje tri načina finansiranja koje treba razmotriti: povećanje poreza, prodaja državne imovine ili javno zaduživanje. Ove metode su prikazane u Karačić et al. 2015., a takođe su ih referencirali Rosen i Gayer 2014. na stranici 474.

Marković i Karačić (2020), crtež Bajo et al. (2011), napominju da je javni dug finansijski alat koji obuhvata i javne prihode i rashode. Kada je ugovor o kreditu inicijalno potpisan, on predstavlja prihod države, dok dospijecem postaje rashod države. Ova dvojna priroda javnog duga čini ga pomalo dvosmislenim.

Bajo i dr. (2011) tvrdi da država ima dva primarna načina zaduživanja sredstava, a to su uzimanje kredita od banaka ili finansijskih institucija i izdavanje hartija od vrijednosti na

domaćim i stranim finansijskim tržištima. Kada država nameće poreze kao obavezu bez pružanja bilo kakve protivusluge, javni dug služi kao alternativni način finansiranja javnih rashoda. Ova metoda uključuje vraćanje duga sa kamatama.

Kada se raspravlja o ovom pitanju, važno je uočiti razliku između javnog duga i budžetskog deficita. Javni dug je stalni iznos, dok je budžetski deficit kontinuirani tok, kako ističu Bajo i dr. (2011:77) u relevantnoj literaturi.

Budžetski deficit se obračunava u određenom vremenskom okviru, dok se javni dug utvrđuje na određeni dan.

Jurković naglašava da gomilanje prošlih proračunskih deficita čini cjelokupni javni dug.

Budžetski deficit se može definisati kao javni rashodi veći od javnih prihoda. Proističe iz tekućeg dijela budžeta, što je razlika između tekućih prihoda i rashoda. Ako je budžetski deficit dio kapitalnih javnih prihoda i rashoda, on zapravo može dovesti do rasta društvenog kapitala za buduće generacije. Ovaj scenario je povoljniji, jer minimizira opterećenje budućim generacijama. (Jurković, 2002: 128-129).

Šimurin i dr. (2012) tvrde da javni dug i deficit variraju u zavisnosti od metodologije koja se koristi za pokrivanje javnog sektora. Najpouzdanija mjera je dug i deficit budžeta opće države, koji uzima u obzir dug i deficit centralne vlade, lokalnih samouprava i vanbudžetskih korisnika. Međutim, važno je napomenuti da se metodologija koja se koristi za mjerenje duga i deficita opće vlade može razlikovati, te treba biti oprezan prilikom poređenja podataka. Na primjer, uže definicije duga i deficita koriste se za potrebe praćenja, koje samo uzimaju u obzir neto zaduživanje/zaduživanje, odnosno ukupan višak/deficit minus raspoloživa nefinansijska sredstva.

Pored toga, sadašnja metodologija koja se koristi za analizu javnog duga često zanemaruje različite potencijalne odgovornosti koje se na kraju mogu transformisati u direktan javni dug. Ilustracije radi, institucije javnog sektora su često podržane garancijama koje izdaje centralna vlada.

Ključno je razmotriti kako inflacija i javni dug međusobno djeluju. Prilikom zaduživanja, odsustvo valutne klauzule znači da inflacija može smanjiti javni dug za stopu inflacije, koja postaje državni prihod. Ovo se obično naziva "porez na inflaciju" i vlada ga često koristi tokom perioda inflacije. (Jurković, 2002: 129)

Za rješavanje budžetskog deficita koriste se tri metode:

- 1) Kada je budžet neke zemlje u deficitu, ona može pribjeći pozajmljivanju novca od centralne banke. To se radi kroz kredit centralne banke državi ili kupovinom državnih hartija od vrijednosti. Iako ovo nije najidealniji način finansiranja budžetskog deficita, ponekad je neophodan u vrijeme rata ili pandemije. Međutim, može dovesti do inflacije ako se često koristi.
- 2) Zaduženost na domaćem finansijskom tržištu se odnosi na zaduživanje sredstava od strane domaćih subjekata poput stanovništva, banaka i finansijskih institucija. Ovaj način finansiranja je manje sklon inflaciji od zaduživanja kod centralne banke i povoljniji je za državu. Međutim, to bi moglo rezultirati i smanjenjem privatnih investicija, što bi dovelo do povećanja budžetskog deficita. Da bi pokrila ovaj deficit, država pribegava zaduživanju na domaćem tržištu, što, zauzvrat, dovodi do porasta potražnje za kreditima i kamatnih stopa. Viša kamatna stopa negativno utiče na cenu alternativnih finansijskih sredstava i smanjuje ulaganja, pod uslovom da su sve ostale jednake.
- 3) Prema Jurkoviću (2002:130), zaduživanje u inozemstvu ne rezultira smanjenjem ulaganja na domaćem tržištu, za razliku od dosadašnjih metoda zaduživanja. Međutim, jedna mana je što to dovodi do odliva sredstava u inostranstvo.

Prema Glibovoj literaturi, postoji kriterijum institucionalne pokrivenosti za razlikovanje državnog i javnog duga. Državni dug se odnosi na budžet centralne države, dok dug opšte države obuhvata konsolidovani dug budžeta centralne države i budžetski dug jedinica lokalne i područne (regionalne) samouprave (Bajo i dr., 2010. prema Glibo, 2017.).).

Bajova klasifikacija javnog duga uzima u obzir različite institucionalne faktore, kao što su rezidentnost povjerioca, ročna struktura, valutna struktura, struktura kamatnih stopa i utrživost instrumenata javnog duga. Porijeklo povjerioca je ključni kriterijum koji djeli javni dug na spoljni ili unutrašnji dug, u zavisnosti od toga gde je dug nastao. Direktni spoljni dugovi nastaju prenosom potraživanja sa jednog na drugog kreditora, dok direktne obaveze prema poveriocima i rezidentima određene zemlje spadaju u unutrašnji dug.

1.7 Opis strukture rada (po poglavljima)

Prvo je predstavljen pregled literature, u drugom dijelu rada je data teoretska osnova javnog duga gdje smo prikazali početak stvaranja javnog duga, zatim uzroke i upravljanje javnim dugom. Treći dio jeste analiza obima i strukture javnog duga u Bosni i Hercegovini gdje su prikazani razlozi zaduživanja Bosne i Hercegovine kao i posljedice zaduženosti, u četvrtom dijelu rada predstavljeni su rezultati istraživanja gdje je prikazan javni dug u zemljama Jugoistočne Evrope, zatim slijedi peti dio komparacija javnog duga Bosne i Hercegovine sa zemljama Jugoistočne Evrope, i na kraju je dat zaključak rada.

2. POJAM JAVNOG DUGA

Mjera javnog duga o kojoj se obično govori je **bruto dug** (tj. ukupne finansijske obaveze države), što odražava činjenicu da su odgovarajući podaci dostupniji i stoga šire objavljeni, te da postoji direktna veza između bruto duga i nivoa otplate duga – važan aspekt zabrinutosti oko duga. **Neto dug** (tj. bruto finansijske obaveze umanjene za finansijsku imovinu) vlade, s druge strane, bliži je odražavanju kumulativnog ukupnog prošlogodišnjeg budžetskog deficita, koji predstavlja neto zaduživanje države u svakom periodu. Razliku između ova dva koncepta najbolje je ispitati razmatranjem prirode finansijske imovine države – klina između bruto i neto duga. Ona obuhvata dvije glavne kategorije: imovina koju drži država kao finansijski posrednik i fondovi socijalnog osiguranja koji se formiraju u očekivanju budućih obaveza. Kao finansijski posrednik, vlada pozajmljuje sredstva (koja povećavaju njene bruto finansijske obaveze) kako bi dala zajmove pojedincima (npr. sukreditiranje stambene potrošnje) i institucijama (npr. investicioni krediti za regionalni razvoj). Ovako stečena finansijska sredstva obično donose prihod od kamata državi i trebalo bi da predstavljaju legitiman kompenzaciju u odnosu na njen bruto dug. Međutim, postoje tri aspekta zabrinutosti u vezi sa takvom imovinom, što u nekim zemljama i u različitom stepenu sugerise da bi njihovo preračunavanje iz iznosa bruto duga moglo biti neprikladno. Prvo, u nekim slučajevima, kamate koje pojedinci ili institucije plaćaju državi ne kompenzuju sopstvene troškove zaduživanja države. Drugo, ako se dovodi u pitanje kvalitet finansijske imovine koju drži država, prava vrijednost imovine može biti manja od njihove evidentirane vrijednosti. Ovo može biti slučaj sa zajmovima nesolventnim korporacijama privatnog sektora ili nekim javnim preduzećima. Konačno, dodatno državno zaduživanje preduzeto radi sticanja takve imovine može stvoriti pritisak na finansijska tržišta ako odgovara povećanju ukupnog pristupa privatnog sektora kreditima. Druga važna kategorija državnih finansijskih sredstava povezana je sa šemama socijalnog osiguranja. Uključena sredstva mogu predstavljati amortizere za godišnje fluktuacije premija i izdataka za nezaposlenost ili zdravstveno osiguranje, na primjer. Međutim, glavna komponenta ove imovine u nekoliko zemalja odnosi se na javne penzione planove, koji takođe uključuju značajne buduće obaveze. Bruto dug obično uopće neće uzeti u obzir sektor socijalne sigurnosti, što je važan nedostatak s obzirom na implikacije starenja

stanovništva (vidi niže). Podaci o neto dugu su također donekle nepouzđani, jer uzimaju u obzir samo imovinu bilansa stanja socijalnog osiguranja.

U nekim zemljama, posebno u Japanu, vlasti su zapravo diskontovale takve brojeve jer oćekuju da će demografske promjene znaćajno smanjiti sredstva socijalnog osiguranja u bliskoj budućnosti. Da sumiramo, *zbog povezanosti između budžetskih deficita i neto duga, prikladnije je koristiti neto dug prilikom izraćunavanja scenarija potencijalnog duga.* Međutim, problemi vezani za kvalitet finansijske imovine, postojanje implicitnih obaveza i pažnja koja se posvećuje plaćanju kamata na bruto dug ćine važnim razmatranje i bruto duga.

Drugo važno pitanje definicije javnog duga tiće se nivoa vlasti koji se razmatra. U nekim zemljama velika pažnja je fokusirana na dug centralne vlade, dok je u drugim debata bila usredsređena na obaveze opšte vlade ili javnog sektora u celini (uključujući javna preduzeća). Najuži koncept mogao bi biti opravđan zbog veće dostupnosti podataka i zbog toga što je dug centralne vlade više podločan „monetizaciji“, budući da centralne banke generalno ne kupuju niti diskontuju dug lokalne vlade. Međutim, postoje poteškoće u poređenju podataka o dugu centralne vlade u različitim zemljama, na primjer u onima sa i bez federalnih sistema. Alternativno, najširi koncept (javni sektor) mogao bi se opravđati iz bilansnog okvira, budući da država obićno posjeduje dionice u javnim preduzećima, koje se ne računaju kao finansijska imovina (barem po njihovoj sadašnjoj vrijednosti, za razliku od istorijskih vrijednosti). Na primjer, prodaja takvih dionica utiće na bruto i neto dug centralne ili opće države, ali ne i na ukupnu poziciju javnog sektora. Procjene deficita javnog sektora također su manje pogođene promjenama u definiciji ili obimu drugih „vanbudžetskih“ transakcija. Osim toga, javna preduzeća se često koriste kao instrumenti vladine politike, posebno u pogledu zapošljavanja i određivanja cijena. Ako se gubici koji nastaju namiruju zaduživanjem koje garantuje vlada, a ne operativnim subvencijama, oni se neće pojaviti, kao što bi trebalo da budu, u merama deficita ili zaduženosti opšte države. Međutim, mjerenje duga javnog sektora izaziva znaćajne probleme u vezi sa podacima i definicijama širom zemalja i, općenito, djelatnost preduzeća u javnom sektoru više lići na aktivnosti privatnih firmi nego državnih subjekata. U ravnoteži, stoga, upotreba posrednog (generalnog) koncepta, koji osigurava razumnu upoređivost među zemljama i konzistentnost sa nacionalnim računima, ćini se najprikladnijim. Štaviše, za većinu zemalja, ponašanje bruto duga centralne i opće vlade posljednjih godina bilo je prilićno slićno.

Konačno, razlika između vrsta duga je relevantna za političke debate u nekim zemljama, kao što su Danska, Švedska, Irska, Novi Zeland, Portugal i Turska: koliki dio javnog duga drže ino povjerioci i koliko je denominirano u stranim valutama? Inostrani zajmovi omogućavaju zemljama da steknu dodatna sredstva za investiranje više nego što štede, uz niže kamatne stope nego inače.

S druge strane, kamata koja se plaća na dug u stranom vlasništvu nije interni transfer (ulazi na tekući račun platnog bilansa) i stoga je mogućnost servisiranja duga od još većeg značaja od uobičajenog.

Zapravo: eksterno finansiranje ponekad može uticati na konkurentnost privrede, posebno ako prilivi kapitala dovode do aprecijacije deviznog kursa. Za dati ukupan spoljni dug, međutim, je (ekonomski) uglavnom irelevantno da li se država ili privatni sektor zadužuje u inostranstvu.

Dug u stranoj valuti može predstavljati problem za vlade ako domaća valuta depresira u odnosu na one u kojima je dug ugovoren. Dok bi na dugi rok razlike u kamatnim stopama imale tendenciju da nadoknade kretanje kursa, kratkoročno, devizni rizik može biti prilično važan. Nedavne fluktuacije u vrijednosti američkih dolara mnogih nacionalnih valuta dovele su do značajnih promjena u omjeru duga/BNP koje nisu povezane s budžetskim deficitom za zemlje s velikim vanjskim dugovima, iako se takva prilagođavanja ne odražavaju uvijek u objavljenim podacima. Analiza u nastavku ne pravi razliku između stranih i domaćih obaveza sektora države.

2.1 Analiza duga u okviru vladinog bilansa stanja

Već je spomenuto zajmove i garancije za zajmove od strane vlade za preduzeća u javnom sektoru, prodaju državne imovine i implicitne obaveze javnih penzijskih planova. Sve ovo (kao i državni kapital) ima implikacije na ono što bi se moglo nazvati neto vrijednošću javnog sektora koje se razlikuju od njihovih posljedica na finansijsku poziciju vlade mjereno ili bruto ili neto dugom. Upotreba takvog koncepta "neto vrijednosti" predložena je kao bolji indikator za procjenu srednjoročnih posljedica fiskalne politike (Buiter, 1985; Odling-Smee i Riley, 1985). Budući da bi akumulacija ili dekumulacija sredstava bila jasno vidljiva kada bi se vladini računi predstavili u formatu bilansa stanja, ovo bi bilo prirodno sredstvo za ispitivanje

implikacija državnog formiranja kapitala, prodaje imovine, iscrpljivanja resursa i socijalne sigurnosti. Na primjer, kao što je gore navedeno, kada vlada prodaje nefinansijsku imovinu, kao što su javna preduzeća, prihodi smanjuju njen neto finansijski dug, ali nema ekvivalentnog poboljšanja njene neto vrijednosti. U nekim okolnostima ovo može povećati fleksibilnost budžeta, ali takva procjena zahtijeva poznavanje ukupnog vladinog bilansa stanja, a ne samo njegove čisto finansijske komponente. Postoje dva načina na koja se koncept državne neto vrijednosti može definirati. Šira definicija bi uključivala ne samo finansijsku i nefinansijsku imovinu i obaveze, već i neto sadašnju vrijednost budućih poreskih primanja umanjenu za transfere i neto sadašnje troškove budućih izdataka za potrošnju.

2.2 Uzroci stvaranja javnih dugova

Javni dug nastaje iz četiri osnovna razloga:

- 1) Izuzetno značajna javna potrošnja;
- 2) U modernim vremenima, vlada interveniše u ekonomiji alternativnim sredstvima mimo redovnog oporezivanja.
- 3) Razlika u vremenu između obračunavanja javnih prihoda i utroška sredstava.
- 4) Stalni manjak u budžetu koji se ne može podmiriti standardnim javnim prihodima.

Neadekvatne administrativne sposobnosti i politički kompromisi potencijalni su krivci za prekomjernu javnu potrošnju u državi. Sama vlada ima odgovornost za balansiranje fiskalnog opterećenja na poreske obveznike i prenos duga na buduće generacije. Kako se država razvijala, ona je od primaoca zadataka prešla u inicijator zadataka. Kao rezultat toga, sada interveniše u ekonomskim pitanjima, što zahtijeva administrativne kapacitete i sredstva. Ova sredstva dolaze od poreskih obveznika kroz veće poreze ili zaduživanje. Vremenski jaz između javnih rashoda i prihoda je relevantno pitanje koje dovodi do javnih zajmova. Da bi se riješile razlike u sredstvima, koriste se kratkoročni javni zajmovi, koji se također nazivaju "leteći javni zajmovi". Budžetski deficiti, bilo planirani ili stvarni, mogu dovesti do potrebe za ovim kreditima. Kada javni rashodi premašuju javne prihode, postaje neophodno pribjeći javnom dugu ili namjenskim fiskalnim opterećenjima. Dok ovo drugo može imati negativne

posljedice, javni dug može biti održiva alternativa za državu. Nepredviđeni događaji kao što su prirodne katastrofe ili ratni troškovi također mogu zahtijevati javne zajmove. Međutim, vrijedno je napomenuti da su otplate kamata na javni dug primarni pokretač njegovog stalnog rasta.

2.3 Javni dug i javni zajam

U finansijskim krugovima, javni dug i javni zajmovi su različito kategorisani, pri čemu se dug obično odnosi na sredstva dobijena od Centralne banke ili stranih izvora, a krediti se odnose na subjekte koji donose prihode u privredi kao što su banke, preduzeća i pojedinci. Međutim, razlike se prvenstveno odnose na subjekte koji otpisuju pozajmljene iznose, a u praksi se ova dva pojma sve češće koriste naizmjenično. Javni dug se danas smatra osnovnim oblikom neregularnih javnih prihoda, i dok je postao suštinski važan za moderni kapitalizam, koncept javnog kredita ili duga datira još iz srednjeg vijeka, gdje se zasnivao na zalozima državne imovine i dragocjenosti i prvenstveno služio za potrebe vladara. Javni zajam je sredstvo kojim država ostvaruje prihode kako bi ispunila svoje budžetske ciljeve i pokrila troškove. Javni zajmovi su postali osnovni izvor finansiranja za sve države, služeći kao moćan instrument ekonomske politike. Ovi zajmovi se obično dobijaju u posebnim okolnostima kada država zahtijeva sredstva odmah ili u kratkom periodu, na primjer, za pokriće izuzetnih javnih rashoda koji se ne mogu podmiriti redovnim prihodima. Izdavanje javnih zajmova omogućava državi da se zadužuje kod fizičkih pravnih lica koja postaju zajmodavci, uz obavezu vraćanja pozajmljenog iznosa uz određenu kamatu u datom roku. Ova metoda se pokazala kao efikasan način da država pribavi potrebna sredstva. Javni zajmovi se mogu kategorisati kao kratkoročni, srednjoročni ili dugoročni zajmovi. Realizacija javnog zajma može se odvijati direktnim ili indirektnim izdavanjem. U prvom slučaju država se direktno obraća potencijalnim pretplatnicima na javnim mjestima. U potonjem, jedna ili više banaka kupuje sve obveznice javnog zajma. Kao drugu opciju, uprava može izabrati izdavanje obveznica za javnu kupovinu na berzi. Ove obveznice mogu biti registrovane ili na ime donosioca ili na osnovu javnog zajma. U određenim slučajevima, javni zajam se može dobiti od stranih zajmodavaca i vratiti u stranoj valuti. Vlada vraća zajam u postepenim ratama, obično tokom dužeg perioda kroz anuitete, koristeći redovne prihode kao što su porezi. U slučajevima iznenadnog, značajnog povećanja javnih rashoda, kao što je tokom rata ili naoružanja, redovni prihodi mogu biti nedovoljni da se nadoknade troškovi.

Državni zajam je praktičan pristup raspodjeli težine neočekivanih troškova na više generacija. Ovo omogućava da se finansijski teret podijeli na upravljive dijelove tokom vremena, bez preopterećenja trenutne generacije poreskih obveznika.

Većina ekonomista se slaže da su javni zajmovi postali uobičajeni nakon velikog ekonomskog pada 1929. godine, što je dovelo do stalnog rasta javnog duga u svim ekonomijama. Na primjer, u Sjedinjenim Državama, između 1929. i 1996. godine, budžet je zabilježio višak prihoda nad rashodima u samo sedam od tih 67 godina, a deficit je zabilježen u ostalih 60 godina. Na osnovu navedenog, može se zaključiti da moderne ekonomije karakteriše kontinuirano širenje državnih funkcija i uporno povećanje budžetskog deficita i javnog duga. Javni dug služi različitim namjenama, uključujući vojne troškove, istraživanje i razvoj, poljoprivredne intervencije, industrijske poticaje, stambenu izgradnju i regionalne inicijative za zapošljavanje (Marić, 2012:31).

2.4 Kratak historijat javnog duga

Njemačka je doživjela svoju prvu značajnu dužničku krizu nakon Prvog svjetskog rata kada zemlja nije bila u stanju da otplati svoju ratnu odštetu, što je dovelo do hiperinflacije i široko rasprostranjene nezaposlenosti. Poznati ekonomista JM Keynes predložio je oprost ovih reparacija, što je na kraju i usvojeno, spašavajući Njemačku od finansijske propasti. Prema nekim stručnjacima, uključujući Jürgena Elzesera, korijeni modernih finansijskih kriza i problema javnog duga mogu se pratiti do pozajmljivanja dolara preko Londonske berze, uz pomoć mjera u SAD-u i Velikoj Britaniji. London je također vidio stvaranje prve neregulatorne finansijske institucije 1975. godine.

Nakon promjene zakonodavstva britanske vlade, SAD su imale višak dolara koji se mogao položiti u Londonu bez prethodne zamjene u funte. Nazvano "euro-dolari" zbog svoje lokacije na evropskom kontinentu, ovo eksteritorijalno tržište je dozvoljavalo dolarske zajmove i potraživanja izvan britanskih i američkih finansijskih propisa. Kao rezultat toga, depoziti u dolarima sa sjedištem u Londonu nudili su više kamatne stope od američkih štednih računa, što ih je učinilo popularnim izborom među klijentima širom svijeta sa viškom dolara. Danas globalno finansijsko tržište spremno prihvata eksteritorijalne depozite i kredite u stranim valutama kao normu.

2.5 Upravljanje javnim dugom

Da bi se efikasno upravljalo javnim dugom, moraju se donositi strateške odluke u vezi sa restrukturiranjem duga, otplatom i refinansiranjem, uz istovremeno razmatranje izdavanja novog duga i njegove ročne strukture. Primarni cilj upravljanja javnim dugom je minimiziranje troškova finansiranja, posebno kamatnih stopa, iako ovaj pristup može previše pojednostaviti stvar. Za postizanje optimalne ročne strukture javnog duga potrebno je balansiranje troškova sticanja odgovarajućeg stepena nelikvidnosti sa potrebom stabilizacije privrede kombinacijom ročne strukture i restriktivne monetarne politike. Upravljanje javnim dugom obuhvata širok spektar odluka uključujući refinansiranje, otplatu, konverziju, reprogram i izdavanje novog duga, a sve to određuje ročnu strukturu javnog duga. Dok minimiziranje troškova finansiranja, kao što su kamatne stope, ostaje primarni cilj, optimizacija ročne strukture javnog duga je takođe ključna. Postizanje stabilizacijskih ciljeva zahtijeva balansiranje stepena restriktivne monetarne politike sa odgovarajućim nivoom nelikvidnosti koji uzrokuje minimalne troškove.

2.5.1 Metode i definicije upravljanja javnim dugom

Tromjesečni podaci o državnom dugu prikupljaju se od država članica prema Evropskom sistemu računa (ESA 2010). Podaci o godišnjem postupku prekomjernog deficita, koje su države članice posljednji put obavijestile u aprilu 2022., predmet su detaljne provjere od strane Eurostata. Dug opće države se definiše kao konsolidovani bruto dug cijelog sektora države koji je nepodmiren na kraju kvartala (po nominalnoj vrijednosti). Dug opće vlade sastoji se od obaveza opće vlade u sljedećim finansijskim instrumentima: valuta i depoziti (AF.2); dužničke hartije od vrijednosti (AF.3) i zajmovi (AF.4), kako je definisano u ESA 2010. Odnos duga prema BDP-u izračunava se za svaki kvartal koristeći zbir kvartalnog BDP-a za četiri posljednja kvartala. U kvartalnim podacima o dugu u skladu sa godišnjim iznosima duga u podudarnim publikacijama, javljaju se razlike između kvartalnih i godišnjih podataka o BDP-u. Za ovo saopštenje, tromjesečni BDP za Hrvatsku, Francusku, Poljsku i agregati eura i EU prilagođeni su godišnjem BDP-u prenesenom u kontekstu Procedure prekomjernog deficita. U svrhu pravilne konsolidacije duga opće vlade i pružanja informacija korisnicima, Eurostat objavljuje podatke o državnim zajmovima (IGL) drugim vladama EU i ti zajmovi su odbijeni

od duga eurozone i EU. Koncepti i definicije su zasnovani na ESA 2010 i na pravilima koja se odnose na statistiku za proceduru prekomjernog deficita (EDP). Obuhvaćeni su podaci o stanju kredita koji se odnose na potraživanja od drugih zemalja članica EU. Osnova za procjenu je stanje kredita po nominalnoj vrijednosti neotplaćenih na kraju svakog kvartala. Od prvog tromjesečja 2011. nadalje, podaci o međuvladinim kreditima odnose se uglavnom na kredite Grčkoj, Irskoj i Portugalu i uključuju zajmove koje je dao Evropski fond za finansijsku stabilnost. Za podatke o stanju kao što je dug opće vlade, kursevi na kraju perioda se koriste u kompilaciji agregata EU. Za podatke o tokovima, kao što je BDP, koriste se prosječni kursevi. Agregati EU, denominirani u eurima, mogu fluktuirati kao rezultat kretanja kursa između eura i drugih valuta EU. Visok i, u većini slučajeva, još uvijek rastući nivoi javnog duga izazivaju dvije glavne zabrinutosti. Prvo, posljedične veće otplate kamata na dug smanjile bi fleksibilnost budžeta: da bi deficit ostao nepromijenjen, zahtijevalo bi veće smanjenje nekamatne javne potrošnje ili čak veće oporezivanje (čime bi se smanjio prostor za smanjenje poreskog opterećenja). Drugo, visoka zaliha duga mogla bi povećati kamatne stope (iznad bilo kakvih pritisaka tokova budžetskog deficita) bilo kao rezultat povećanog udjela državnog duga u privatnim portfeljima ili, što je još važnije, zbog straha od monetizacije duga, što bi rezultiralo u ubrzanju inflacije. Protiv ovih zabrinutosti, ponekad se iznosi argument da je finansiranje dugom ekvivalentno poreskom finansiranju, budući da bi buduće poreske obaveze bile u potpunosti predviđene i ne bi nužno dovele do efekata „istiskivanja“.

Međutim, čini se da ova tvrdnja o "neutralnosti duga", barem u svom najjačem obliku, za sada nema mnogo empirijske potpore. Iako je teško definirati "optimalni" nivo omjera javnog duga/BNP na čisto ekonomskim osnovama, čini se da bi strategija nesklona riziku bila smanjenje omjera kada su ekonomski uslovi povoljni kako bi se povećala fleksibilnost vlade nasuprot budućih šokova. Iako se smanjenje duga može postići trošenjem ili prodajom vladine nefinansijske imovine (kao što su prirodni resursi ili javna preduzeća), to generalno ne bi poboljšalo ukupnu neto vrijednost vlade. Naravno, brzina kojom bi dug trebalo da se smanji zavisiće od konkretnih ekonomskih prilika u svakoj zemlji. Kada se ne očekuje povećanje omjera duga nekoliko godina, može postojati prostor za manje restriktivne politike u kratkom roku. Međutim, prilikom razmatranja bilo kakvog ublažavanja fiskalne politike, važno je imati na umu da bi, s obzirom na veliku akumulaciju duga koja se već dogodila u većini zemalja, prostor za budžetske podsticaje bio mnogo manji nego što je bio 1970-ih. Štaviše, sve

kratkoročne koristi od potražnje trebale bi se odmjeriti u odnosu na srednjoročne posljedice po dug, posebno imajući u vidu očekivano brzo povećanje troškova penzija u budućnosti. To bi impliciralo potrebu da se takav stimulans preokrene, što se, kako sugerira prošlo iskustvo, ponekad može pokazati prilično teškim

2.5.2 Maastrichtski kriteriji

Kriterijumi iz Maastrichta su skup ekonomskih mjerila koje zemlje moraju ispuniti da bi ušle i ostale u eurozoni. Da bi osigurale ekonomsku stabilnost, zemlje članice moraju zadržati kontrolu nad inflacijom, javnim dugom i deficitom, stabilnosti deviznog kursa i konvergencijom kamatnih stopa. Ovi kriterijumi su utvrđeni Ugovorom iz Maastrichta, koji se naziva i Ugovorom o Evropskoj uniji, koji je potpisan 7. februara 1992. godine u Maastrichtu, Holandija. Kako bi se osiguralo da Unija djeluje efikasno, poštivanje ovih propisa i Pakta za stabilnost i rast je od ključnog značaja. Ugovor iz Maastrichta navodi sljedeće kriterije:

Prvi kriterij za održavanje ekonomske stabilnosti je osiguranje stabilnosti cijena. To podrazumijeva održavanje stope inflacije ispod 1,5% prosječne stope inflacije tri zemlje članice sa najnižom inflacijom.

Da bi se ispunili zahtjevi, prosječna dugoročna nominalna kamatna stopa mora ostati unutar 2% od kamatnih stopa tri zemlje članice EU sa najnižom stopom inflacije.

Deficit budžeta opšte države ne bi trebalo da pređe 3% BDP-a.

Bruto dug opšte države ne bi trebalo da prelazi 60% BDP-a kada se uzme u obzir nacionalni dug.

Da bi se kvalifikovala za Evropski monetarni sistem, valuta neke zemlje mora ostati stabilna najmanje dve godine bez devalvacije. Osim toga, mora zadovoljiti raspone deviznog kursa koje je zacrtao sistem.

Centralne banke, uključujući i one u EU, daju prioritet stabilnosti cijena kao ključni kriterij. Održavanje niske i stabilne inflacije je ključno za pokretanje ekonomskog rasta i poboljšanje životnog standarda. Poboljšava transparentnost cijena, podstiče efikasnu alokaciju resursa i

povećava produktivnost. Minimiziranjem premija inflacionog rizika, dugoročne kamatne stope se smanjuju, što dovodi do povećanja investicija i rasta. Stabilnost cijena također osigurava društvenu koheziju i stabilnost sprečavanjem proizvoljne preraspodjele bogatstva i prihoda. Indeks potrošačkih cijena se koristi za mjerenje inflacije, odražavajući promjene cijena roba i usluga tokom vremena u određenoj zemlji. Upoređujući tržišne korpe roba i usluga u različitim vremenskim periodima, indeksi potrošačkih cijena pomažu u mjerenju opće inflacije i kretanja stopa inflacije među zemljama. Međutim, zbog varijacija u obračunu, konceptu i metodologiji između zemalja, uporedivost takvih indeksa može biti upitna. Da bi se riješilo ovo pitanje, razvijeni su harmonizirani indeksi potrošačkih cijena, koji uzimaju u obzir razlike u nacionalnim ekonomijama za precizno mjerenje inflacije koja se može porediti između zemalja. Drugi kriterijum za to je ujednačenost dugoročnih kamatnih stopa između zemalja članica, što pomaže u sprečavanju značajnih razlika u inflatornim pritiscima ili pritiscima javnih finansija. Značaj ovog kriterija je dodatno pojačan mogućnošću špekulativnog kretanja kapitala. Varijacije u kamatnim stopama mogu podstaći hirovito kretanje kapitala, uzrokujući fluktuacije u valutnim vrijednostima. Dugoročne kamatne stope zemalja članica se procjenjuju korištenjem državnih obveznica ili bruto prinosa od uporedivih finansijskih instrumenata, uz prilagođavanja za nacionalne ekonomske razlike. Kriterijumi za odabir obveznica koji se koriste u obračunu prinosa navedeni su u harmonizovanom statističkom okviru za dugoročne kamatne stope. Ovi kriterijumi održavaju uporedivost među podacima zemalja članica i uzimaju u obzir razlike u razvoju i kapacitetu pojedinačnih nacionalnih tržišta kapitala. U nedostatku kvalifikovanih obveznica, koriste se alternativni dugoročni finansijski instrumenti. Održivost javnih finansija mjeri se umjerenim budžetskim deficitom, koji je treći kriterij. Ovaj mandat je dalje segmentiran na dva podkriterijuma: budžetski deficit opšte države i kriterijum nacionalnog duga. Prvi predviđa da budžetski deficit ne bi trebao biti veći od 3% BDP-a, dok drugi ograničava bruto dug opće države na 60% BDP-a. Ove mjere osiguravaju zdravu fiskalnu politiku, koja ublažava rizik od buduće inflacije. Svaka država mora implementirati zdravu politiku kako bi održala pravednu raspodjelu troškova i koristi, kao i stabilnost cijena. Fiskalno odgovoran plan treba da ima za cilj izbjegavanje prekomjernih deficita, iako određene mjere dozvoljavaju određeni stepen fleksibilnosti u takvim situacijama. Kada je u pitanju fleksibilnost visokih budžetskih deficita, ona je dozvoljena samo ako je deficit uzrokovan vanrednim ili privremenim događajem.

Zemlja sa ogromnim deficitima i dalje se može smatrati prihvatljivom ako ih konstantno snižavaju kako bi dostigli procjenu BDP-a od 3%.

Zemlje opterećene visokim nivoom javnog duga u odnosu na njihov BDP mogu da smanje odnos na poželjniji nivo od 60% zadovoljavajućim tempom. Osim toga, primjenjuju se kriteriji za stabilnost deviznog kursa kako bi se osiguralo da zajednička tržišta neometano funkcionišu i da euro ostane stabilan. Da bi se osigurala dugoročna održivost, kriterijum za fiksiranje deviznog kursa može uključivati eliminisanje deviznih kurseva između valuta zemalja članica. Usklađivanje ekonomskih politika i stalna prilagođavanja neophodni su da bi se održao adekvatan nivo konvergencije. Prije ulaska u monetarnu uniju, zemlje moraju ispuniti određeni nivo nominalne i realne konvergencije kako bi spriječile negativne ishode kao što su nizak rast ili recesija. Značaj ovog kriterijuma je u njegovoj sposobnosti da spreči konkurentske devalvacije ili depresijaciju valute pre fiksiranja deviznog kursa, čime se eliminiše svaka mogućnost manipulacije kursom radi ostvarivanja konkurentske dobiti. Da bi zadovoljila kriterijum stabilnosti deviznog kursa, država članica mora da zadrži učešće u mehanizmu deviznog kursa najmanje dve godine, bez značajnih fluktuacija na deviznim tržištima ili devalvacije u odnosu na euro.

2.5.3. Pakt o stabilnosti i rastu

Prvobitno kreiran 1997. godine i sproveden početkom 1999. godine, Pakt za stabilnost i rast ocrta fiskalnu održivost ograničavanjem budžetskih deficita i javnog duga. Ovaj uticajni pakt daje vladama smjernice o javnim finansijama i pomaže u usklađivanju fiskalne i monetarne politike za euro zonu. Promovirajući zdrave javne finansije i nacionalne fiskalne politike, Pakt za stabilnost i rast je suštinski alat za koordinaciju unutar ekonomske i monetarne zajednice. Stabilno poslovanje Evropske unije zavisi od njene posvećenosti stabilnosti cena kroz monetarnu politiku i održavanje budžetske discipline među njenim zemljama članicama. Ugovor iz Maastrichta navodi strategije za nadzor i koordinaciju fiskalnih politika, osiguravajući da države članice izbjegnu prekomjerne deficite. Sporazum uključuje odredbe za sprečavanje nastanka takvih deficita, kao i procedure za njihovo ispravljanje ukoliko do njih dođe. Fiskalni okvir Ugovora iz Maastrichta podržan je Paktom za

stabilnost i rast, dvostrukim sporazumom koji ima za cilj jačanje nadzora nad budžetom, ubrzanje provedbe i ublažavanje prekomjernih deficita. Pakt je bio rješenje Evropske unije za zabrinutost zbog fiskalne neodrživosti, a jedan od njegovih primarnih ciljeva je uspostavljanje trajne fiskalne discipline u cijeloj Uniji. Od zemalja članica se traži da se pridržavaju kriterija iz Maastrichta, koji se provode kroz Pakt za stabilnost i rast. Kriterijumi za javne finansije su osigurani Paktom, koji je podijeljen na dva podkriterijuma: budžetski deficit opće vlade i državni dug.

Prema njima:

Imperativ je da udio budžetskog deficita opće vlade u BDP-u ne prelazi 3%.

- Potrebno je da udio bruto duga koji drži opća država u odnosu na BDP ne prelazi 60%.

Principi sporazuma uključuju:

- Postizanje uravnoteženog budžeta treba da bude prioritet za sve nacije.

Zemlje koje pređu budžetski deficit od 3% BDP-a biće podvrgnute kaznama do maksimalno 0,5% svog BDP-a.

- Nacije koje su se suočile sa izuzetnim uslovima, kao što su prirodne nepogode ili pad BDP-a za više od 2% godišnje, mogu biti oprostene od izricanja kazne.

Pakt za stabilnost i rast omogućava Vijeću da kažnjava nacije koje ne eliminišu budžetske deficite kroz posebne mjere. Ove mjere su se ranije sastojale od beskamatnog depozita koji bi se mogao pretvoriti u novčanu kaznu ako deficit ostane neispravljen. Vijeće donosi ovu procjenu, utvrđujući da li postoji prekomjerni deficit. Međutim, ove mjere su kritikovane zbog njihove rigidnosti, zbog čega je Vijeće ublažilo pravila 2015. Pakt ima za cilj nametnuti određene propise državama članicama kako bi promovirali veću fiskalnu disciplinu u EMU. Pakt za stabilnost i rast igra ključnu ulogu u ispravljanju i praćenju prekomjernih deficita. Sastoji se od dvije grane, preventivne i korektivne. Prvi je uveo multilateralni sistem nadzora za nadgledanje fiskalne politike zemalja članica. Međuzavisnost fiskalnih politika različitih država članica zahtijevala je ovu nadzornu mjeru.

U okviru procesa Evropskog semestra, od država članica se traži da dostave svoje programe stabilnosti i konvergencije na praćenje. Takve programe zatim procjenjuje Komisija, koja

naknadno daje preporuke za zemlje članice. Slijedeći smjernice Komisije, Vijeće izdaje vlastite preporuke. Cilj preventivnog sektora je da se zemlje članice na vrijeme približe uravnoteženom ili suficitu budžeta. Značaj Pakta se povećao nakon ekonomskog usporavanja EU od 2017. Komisija smatra da je to suštinski preduslov da se izbjegne pokretanje procedure prekomjernog deficita. Praćenje budžetske pozicije podijeljeno je na dva dijela: srednjoročni sistem ranog upozoravanja i kratkoročni monitoring. Sistem ranog upozoravanja nadgleda srednjoročne budžetske projekcije kako bi se identifikovale potencijalne prepreke za postizanje ciljeva Pakta o stabilnosti i rastu. U međuvremenu, kratkoročni monitoring ispituje tekuće budžetske pozicije kroz dvogodišnje izvještaje kako bi se utvrdilo da li postoji prekomjerni deficit i da li je budžetska politika adekvatna za postizanje cilja od 3%. Popravni dio se fokusira na ubrzavanje i pojednostavljenje procedura kada se suoči s neumjerenim deficitom. Proces rješavanja prekomjernih deficita ima za cilj da spriječi njihovu pojavu ili da ih brzo otkloni ako se pojave. Ako nadzor Vijeća rezultira negativnim mišljenjem, tada će u igru stupiti procedure za rješavanje prekomjernih deficita. Prvi korak je davanje preporuka zemlji sa prekomjernim deficitom, koje moraju slijediti kako bi smanjili deficit. Nepoštivanje ovih preporuka može dovesti do toga da Vijeće uvede posebne mjere za suzbijanje deficita. Država ima mjesec dana da provede ove mjere, a ako se i dalje ne pridržavaju, Vijeće može odlučiti da uvede sankcije. Sankcije mogu uključivati mjere kao što su javno objavljivanje neposlušnosti u slučaju izdavanja državnih obveznica, revizija kreditne politike, obavezni beskamatni depoziti i izricanje raznih kazni. Kada se poduzmu korektivne mjere, država u pitanju mora ispuniti zahtjeve za deficitom u roku od dva mjeseca. Ako to ne učinite, dovest će do primjene istih mjera. U nedostatku usklađenosti, sankcije se odmah aktiviraju.

3. ANALIZA OBIMA I STRUKTURE JAVNOG DUGA U BOSNI I HERCEGOVINI

Javni dug služi kao izvanredan izvor nefiskalnog prihoda kojim se finansiraju državni rashodi. Nastaje zbog budžetskih deficita u prošlosti, odnosno kada rashodi premašuju prihode. Uticaj javnog duga određuju različiti faktori kao što su visina kamatnih stopa, brzina zaduživanja, da li su krediti domaći ili međunarodni i uslovi otplate. Posljedice javnog duga zavise i od toga kako se koriste pozajmljena sredstva. Na rast i prosperitet privrede u velikoj meri utiču obim i dizajn javnog duga, što ga čini značajnim aspektom ekonomske politike jedne zemlje. Međutim, da bi se izbjegle krize nesolventnosti i inflatorni pritisci, rast javnog duga mora biti niži od stope ekonomskog rasta na duži rok. Da bi se kvalifikovale za ulazak u Evropsku monetarnu uniju, zemlje se moraju pridržavati određenih finansijskih propisa, kao što je održavanje budžetskog deficita ne većeg od 3% BDP-a i ograničavanje javnog duga na 60% BDP-a, što je otprilike ekvivalentno dugoročnom ekonomskom stopi rasta razvijenih zemalja. Bosna i Hercegovina, međutim, bilježi bržu stopu rasta javnog duga u odnosu na ekonomski rast, navodi Marić (2012:32).

3.1 Veličina i karakteristike javnog duga Bosne i Hercegovine

Javni dug Bosne i Hercegovine je u skladu sa kriterijumima iz Maastrichta, što znači da je ispod 60% BDP-a. Zemlja se trenutno ne smatra prezaduženom i svrstana je među zemlje sa umjerenim dugom, jer njen javni dug iznosi oko 30% BDP-a.

Tabela 1. Pokazatelji javne zaduženosti Bosne i Hercegovine u periodu 2018.-2022.

	2018.	2019.	2020.	2021.	2022.
Javni dug(mil.KM)	11.106,64	11.211,24	12.154,56	12.857,08	13.008,29
Vanjski dug(mil.KM)	8.204,91	8.142,77	8.662,66	9.737,45	9.802,12
Unutrašnji dug(mil.KM)	2.901,73	3.068,47	3.491,90	3.119,63	3.206,17
Servisiranje vanjskog duga(mil.KM)	976,43	821,54	771,32	805,31	864,57
BDP(mil.KM)	34.243,80	35.893,10	34.644,00	39.805,48	44.590,00
Vanjski dug / BDP(%)	23,96%	22,69%	25,00%	24,46%	21,98%
Unutrašnji dug/ BDP(%)	8,47%	8,55%	10,08%	7,84%	7,19%
Javni dug / BDP(%)	32,43%	31,24%	35,08%	32,30%	29,17%
Neto prihodi od indirektnih poreza (mil.KM)	5.834,90	6.135,60	5.475,70	6.510,30	7.436,50
Izvoz roba i usluga(mil.KM)	14.219,93	14.286,20	12.561,00	16.484,66	21.455,00
Servis vanjskog državnog duga / Neto prihodi od indirektnih poreza na JR UIO (%)	16,37%	12,94%	13,60%	11,87%	10,79%
Vanjski dug / Izvoz roba i usluga (%)	57,70%	57,00%	68,96%	59,07%	45,69%
Servisiranje vanjskog duga / izvoz roba i usluga (%)	6,87%	5,75%	6,14%	4,89%	4,03%

Izvor: Ministarstvo finansija i trezora BiH; Informacija o stanju javne zaduženosti Bosne i Hercegovine na dan 31.12.2021. i 31.12.2022. godine, Sarajevo, maj 2023

Procjena stanja javne zaduženosti zahtijeva više od analize kvantitativnih podataka o javnom dugu, kako unutrašnjem tako i eksternom, i njihove korelacije sa BDP-om i izvozom.

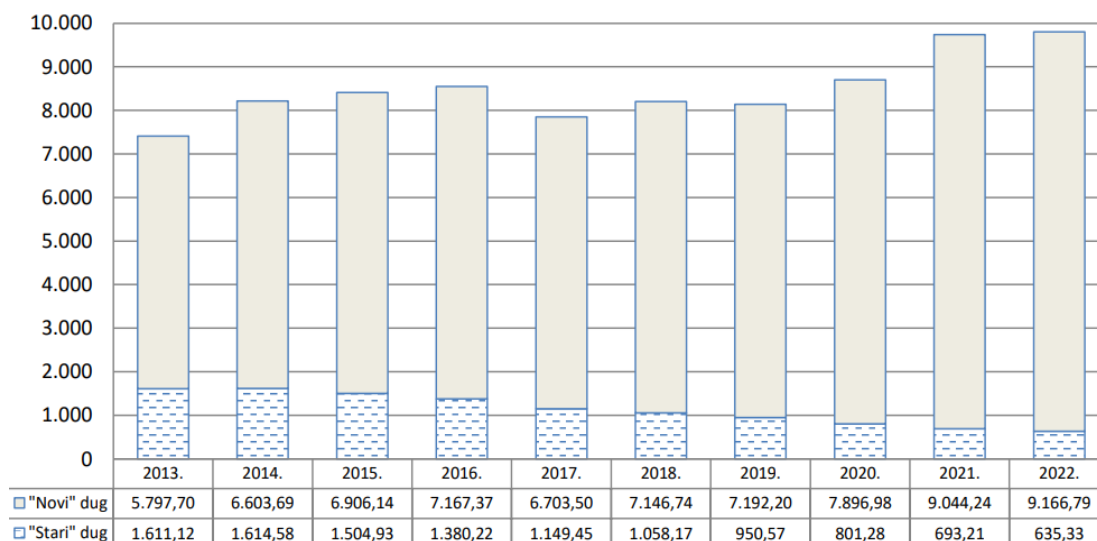
Iako Bosna i Hercegovina ima povoljniji odnos javnog duga/BDP-a u odnosu na susjedne zemlje kao što su Crna Gora, Hrvatska i Srbija, bilo bi prerano proglašavati je boljom u pogledu javnog zaduženja. Sveobuhvatna analiza rasta i dinamike otplate duga, iskorišćenosti sredstava, održivosti i posljedica, kao i ukupnih makroekonomskih faktora kao što su privredni rast, struktura BDP-a, nezaposlenost i međunarodna konkurentnost, neophodna je da bi se utvrdio njegov pravi položaj.

Ukupan javni dug Bosne i Hercegovine na dan 31. decembra 2022. godine iznosio je 13.008,29 miliona KM. Od toga, vanjski dug čini 75,35% ili 9.802,12 miliona KM, dok unutrašnji dug čini preostalih 24,65% ili 3.206,17 miliona KM.

Javni dug je od 31.12.2022. do 31. decembra 2021. godine porastao za 151,21 milion KM ili 1,18%. Vanjski dug je povećan za 64,67 miliona KM ili 0,66%, dok je unutrašnji dug povećan za 86,54 miliona KM ili 2,77%. U pogledu javnog duga, Federacija BiH učestvuje sa 50,16%, dok Republika Srpska čini 48,86%. Institucije BiH i Distrikta učestvuju sa 0,61%, odnosno 0,37%. U 2022. godini udio javnog duga Bosne i Hercegovine u njenom bruto domaćem proizvodu (BDP) iznosio je 29,17%.

Međutim, od 2018. do 2022. godine vanjski dug je povećan za 17,12% na preko 13 milijardi KM. Poređenja radi, u istom periodu zabilježen je rast BDP-a od 30,21%.

Grafikon 1. Dinamika kretanja vanjskog duga BiH (2013-2022);milioni KM



Izvor: Ministarstvo finansija i trezora BiH

Ovaj grafikon prikazuje evoluciju vanjskog duga BiH prema vremenu nastanka obaveze.

Od 31. decembra 2022. godine udio "starog" duga u vanjskoj zaduženosti države smanjen je na 6,48% sa 7,12% u 2021. Ova kategorija duga uključuje naslijeđene komercijalne dugove Pariskom klubu povjerilaca i zajmove WBIBRD-a. Najveći dio "novog" duga države čine krediti međunarodnih finansijskih institucija kao što su EIB, WBIDA, WBIBRD, EBRD, MMF, uz euroobveznice RS.

Efikasnost korišćenja kredita može se proceniti poređenjem udela kredita koje koristi proizvodni sektor u odnosu na neproizvodni sektor. Nažalost, značajan dio vanjskog duga izdvaja se za pokrivanje budžetskih deficita, koji prvenstveno čine administrativni troškovi i transferna plaćanja. Ovo se radi kako bi se dobila podrška onih koji imaju koristi od budžeta, kako direktno tako i indirektno.

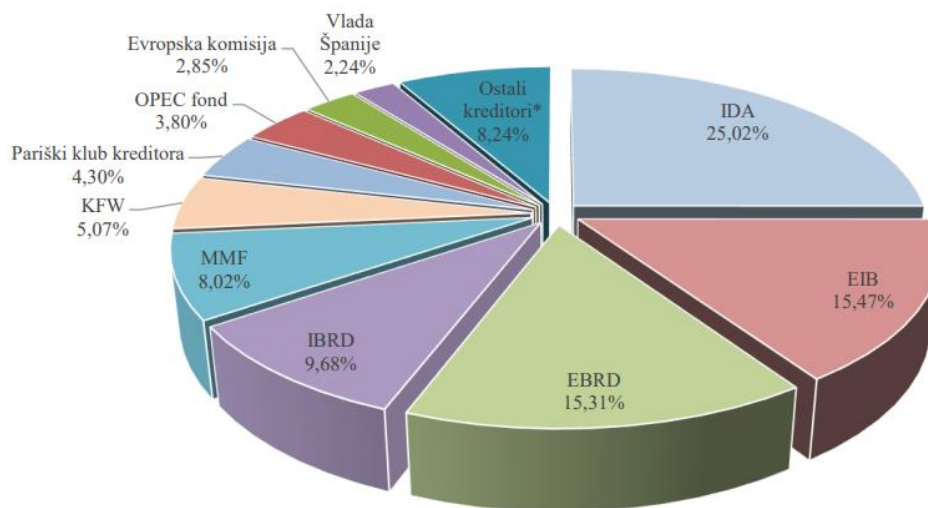
Kada je u pitanju alokacija vanjskog duga, infrastruktura zauzima najveći dio, sa 52.99%. Preostalih 47% je podijeljeno između javnog sektora, koji dobiva 36,13% za oblasti poput obrazovanja, zdravstva, kulture i socijalne skrbi, dok je preostalih 10,88% rezervirano za ekonomske aktivnosti kao što su šumarstvo, mala poljoprivreda, izvozna pomoć i privatno sektorski krediti. Ukoliko se ne ulože značajna ulaganja u razvojne projekte za povećanje proizvodnje i zapošljavanja, problemi privrede će i dalje biti prisutni, ostavljajući stanovništvo u sve težoj finansijskoj situaciji.

Od 1. januara do 31. decembra 2022. godine angažovana su kreditna sredstva u vrijednosti od 701,96 miliona KM. Od toga, 30,65% je iz kredita EXIM banke Mađarske za podršku budžetu Republike Srpske, 28,89% iz kredita EBRD-a za infrastrukturne projekte, 21,73 % od kredita EIB-a za infrastrukturne projekte, 11,28% od WBIBRD-a i 7,45% od ostalih kreditora (uključujući KfW, OPEC, Vladu Japana, CEB, IFAD, SFD i Kuvajtski fond). Infrastrukturni projekti činili su 63,48% ukupnih eksternih kreditnih sredstava odobrenih u 2022. godini, zatim 33,41% usmjerenih na javni sektor i 3,11% usmjereno na ekonomske aktivnosti.

Tokom čitave 2022. godine, tačnije od 1. januara do 31. decembra, obaveze po spoljnom državnom dugu su redovno ispunjavane. Ukupno je isplaćeno 802,35 miliona KM, od čega je 84,75% (ekvivalentno 679,96 miliona KM) izdvojeno za otplatu glavnice. U međuvremenu, 15,25% (ekvivalentno 122,39 miliona KM) pokriva kamate, servisiranje i ostale povezane troškove. Multilateralni kreditori imaju većinsko učešće od 82,15% u ukupno servisiranim obavezama spoljnog državnog duga. Nasuprot tome, bilateralni kreditori čine 17,85%.

Vizuelni prikaz strukture obaveza spoljnog državnog duga prikazuje slijedeći grafikon:

Grafikon 2. Struktura vanjskog duga BiH prema kreditorima (31.12.2022)



Izvor: Ministarstvo finansija i trezora BiH

U ukupni iznos servisiranih obaveza Federacija BiH je doprinijela značajnim udjelom od 534,60 miliona KM (66,63%). Slijedi Republika Srpska sa 254,23 miliona KM (31,69%), dok su Distrikt i institucije BiH doprinijele sa 7,70 miliona KM (0,96%) i 5,82 miliona KM (0,97%), respektivno.

Upravljanje spoljnim dugom zahteva stalnu budnost, posebno u pogledu rizika koje predstavljaju fluktuacije deviznih kurseva. Vanjski dug Bosne i Hercegovine (BiH) prvenstveno se sastoji od tri ključne valute, odnosno eura, specijalnih prava vučenja (SDR) i američkog dolara, koji zajedno čine 92,28 % vanjskog duga zemlje.

Što se tiče valutne strukture servisiranja vanjskog duga, najveći udio dospjelih obaveza (74,79%) u BiH isplaćen je u eurima, dok je 19,40% plaćeno u USD i 5,81% u drugim valutama poput onih koje proizilaze iz bilateralnih sporazuma ili Pariskog kluba povjerilaca. Od ukupno isplaćenih obaveza u evrima, 9,95% otpada na MMF, jer su obaveze obračunate u

SDR valuti plaćene u evrima. (Ministarstvo finansija i trezora BiH, Informacije o stanju javne zaduženosti BiH na dan 31.12.2022)

Da bi se ublažio valutni rizik, preporučljivo je prilagoditi valutnu strukturu vanjskog duga povećanjem udjela eura. Iako je kurs KM vezan za euro, eliminišući fluktuacije kursa, pretjerano oslanjanje na vanjski dug u eurima nije poželjno. Aprecijacija kursa eura ili KM u odnosu na druge valute kao što su SDR ili dolar može rezultirati povećanjem realne vrijednosti vanjskog duga.

Sistem valutnog odbora Centralne banke Bosne i Hercegovine povezuje valutu KM sa valutom EUR, čime je 33,54% vanjskog duga izloženo promjenama deviznih kurseva. Međutim, u 2022. godini ukupni vanjski dug države doživio je smanjenje učešća u valuti koja nije u evrima, čime je smanjena izloženost valutnom riziku u odnosu na prethodnu godinu.

Kako bi se optimizirao izvoz vanjskog duga, ključno je uskladiti valutnu strukturu sa svakom izvoznom destinacijom. Primarni izvozni trgovinski partneri Bosne uključuju zemlje u eurozoni, kao što su Njemačka, Italija, Slovenija i Austrija, plus one čije se kursne politike odnose na euro, posebno Hrvatska, Srbija i Crna Gora, radi optimalnog ekonomskog uticaja.

Alternativa su valutni swap aranžmani, npr prema uzoru na HNB, koji bi značajno pokrili trenutnu valutnu izloženost.

U poređenju sa svojim vanjskim dugom, unutrašnji dug BiH je znatno manji i sigurniji. Ova komponenta ukupnog javnog duga uključuje ratna potraživanja, dugoročne obveznice, povrat poreza, kreditne obaveze, opšte obaveze i staru deviznu štednju. Unutrašnji dug BiH je na dan 31. decembra 2021. godine procijenjen na 3.118,424 miliona KM, što čini tek 8,47% BDP-a. Unutrašnji dug je sa 31.12.2022. godine podijeljen na tri entiteta: Federaciju Bosne i Hercegovine koja čini 33,20% ukupnog duga, Republiku Srpsku koja potražuje 66,48% i Distrikt koji drži mršavih 0,01%. Preostalih 0,31% pripisuje se javnim preduzećima koja stvaraju institucije unutar Bosne i Hercegovine. (Ministarstvo finansija i trezora BiH, Informacije o stanju javne zaduženosti BiH na dan 31.12.2022)

3.3 Razlozi zaduživanja Bosne i Hercegovine

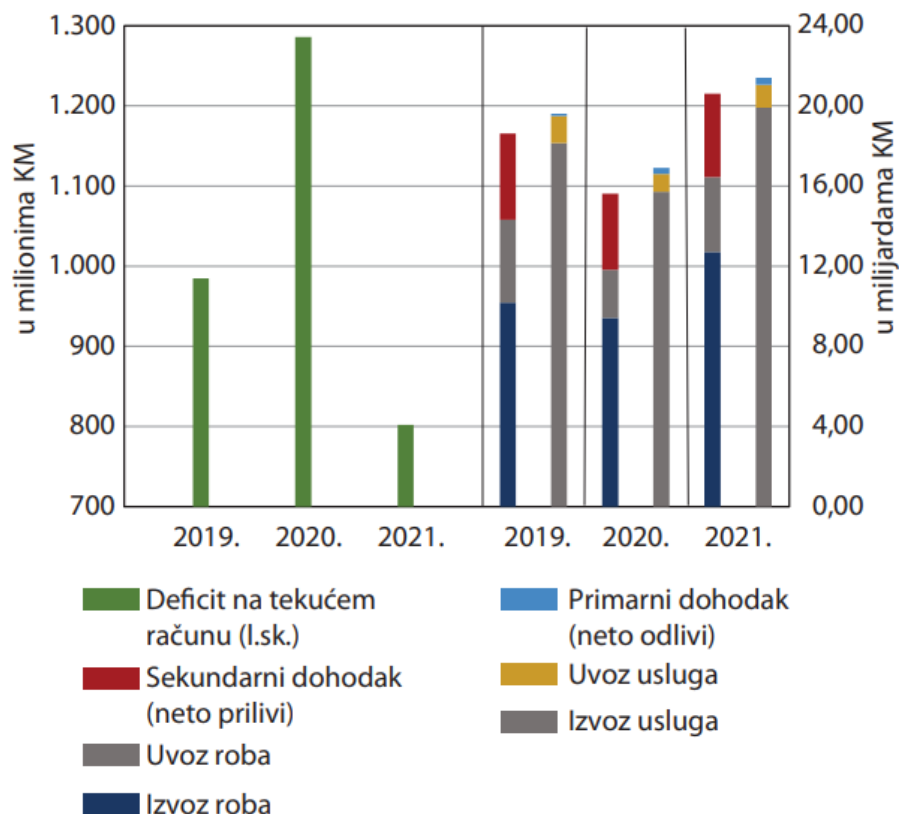
Zaduženost zemlje, na primjer, u Bosni i Hercegovini, može se pratiti unazad do dispariteta između agregatne ponude i potražnje. Višak agregatne tražnje nad agregatnom ponudom stvara neravnotežu koja dovodi do takvog zaduživanja. U slučaju zemlje, njen javni dug je direktno povezan sa spoljnotrgovinskim deficitom i manjkom u državnom budžetu.

Da bismo dešifrirali uzroke rastućeg duga BiH, možemo koristiti jednadžbu makroekonomske ravnoteže. Ova jednačina razmatra ravnotežu između generatora prihoda kao što su investicije, državna potrošnja i izvoz i inhibitora prihoda kao što su štednja, porezi i uvoz. Jednačina je predstavljena formulom: $I+G+E=S+T+M$. (Marić Željko, 2017)

Neravnoteže tekućeg računa u Bosni i Hercegovini su pokrivene rasprodajom državnih preduzeća i prirodnih resursa po sve nižim stopama, te pribjegavanjem skupljem stranom zaduživanju. Ovo kratkoročno rešenje omogućava otplatu neizmirenih dugova i finansiranje deficita, ali dolazi po cenu odustajanja od potencijalnog prihoda koji je ova imovina mogla da generiše, a koji bi pomogao u otplati javnog duga na duži rok. Ovi deficiti negativno utiču na BDP zemlje, što dovodi do nižih budžetskih prihoda i dodatno ometa sposobnost zemlje da servisira svoj spoljni javni dug. Uz to, zemlja se bori sa kontinuiranim deficitima državnog budžeta, uglavnom zbog svoje složene političke strukture (koja se sastoji od pet nivoa vlasti) i visokog nivoa neproaktivne javne potrošnje.

Nakon izazovne 2020. godine u kojoj je došlo do oštrog pada vanjskotrgovinske razmjene i ograničenja nametnutih pandemijom COVID-19, 2021. je spremna za značajan porast međunarodne trgovine. Deficit tekućeg računa je u apsolutnom iznosu smanjen za 37,6% u odnosu na prethodnu godinu, o čemu svjedoči i priloženi grafikon 3. Štaviše, nominalno smanjenje deficita tekućeg računa, zajedno sa značajnim ekonomskim rastom u 2021. godini, rezultiralo je znatno nižim deficitom tekućeg računa u procentima BDP-a. Predviđeno je da će se ovi pozitivni pomaci nastaviti. CBBiH bilježi pad od 1,63 procentna poena deficita tekućeg računa kao procenat BDP-a u 2021. godini, dostigavši nivo od 2,13%. Ovo označava pad u odnosu na prethodnu godinu. (Centralna banka Bosne i Hercegovine, Godišnji izvještaj 2021., str. 28.)

Grafikon 3. Deficit tekućeg računa



Izvor: Centralna banka Bosne i Hercegovine, Godišnji izvještaj 2021., str. 28.

U 2021. godini ostvarene su izuzetne stope rasta. Zahvaljujući širenju ekonomske aktivnosti u ključnim trgovinskim partnerima Bosne i Hercegovine i uspostavljanju distributivnih mreža došlo je do procvata vanjske trgovine. U 2021. godini izvoz je porastao na 12,71 milijardu KM, što predstavlja godišnji porast od 34,9% prema podacima platnog bilansa. Naime, 72% ovog izvoza bilo je usmjereno na tržište EU. Država zadržava svoju poziciju najznačajnijeg trgovinskog partnera BiH. Prema podacima platnog bilansa, uvoz robe u 2021. godini eskalirao je za 4,20 milijardi KM, što predstavlja rast od 26,7%. Strani investitori finansirali su deficit tekućeg računa za 2021. kroz obaveze privatnog i javnog duga i priliv direktnih investicija. (Centralna banka Bosne i Hercegovine, Godišnji izvještaj 2021., str. 28.)

Postizanje dugoročne makroekonomske stabilnosti zahtijeva održavanje materijalno uravnoteženog državnog budžeta, bez obzira na njegov obim. Jednostavnije rečeno, svi troškovi moraju biti pokriveni postojećim tokovima prihoda, kao što su porezi. Zamršen

višeslojni okvir vlasti i velika javna potrošnja u Bosni i Hercegovini predstavljaju izazov za ispunjavanje ovog zahtjeva. U praksi, to podrazumijeva da političari svoje rashode usklađuju s javnim prihodima, a ne obrnuto.

Za rješavanje budžetskog deficita dostupne su dvije opcije: smanjenje javnih rashoda ili povećanje prihoda kroz poreze. Međutim, smanjenje javnih rashoda smanjenjem plata ili smanjenjem radne snage u administraciji može biti izazov zbog velike rigidnosti takvih troškova. S druge strane, povećanje poreza moglo bi da izazove trenutni ekonomski, politički i društveni pritisak, uz istovremeno potrebno vrijeme za pokazivanje koristi. Stoga se čini da će se vlada BiH više odlučiti za finansiranje deficita korištenjem javnog duga. Jedini institucionalni sektor koji se može pohvaliti suficitom je stanovništvo. U septembru 2021. godine komercijalne banke u BiH držale su rekordnih 14,49 milijardi KM depozita stanovništva ili 36,4% BDP-a, prema podacima CBBiH. Ova vrsta depozita drži lavovski udio od 53,4% ukupnih depozita, te je stoga ključna komponenta finansijske stabilnosti i poslovanja banaka.

Posmatrajući depozite stanovništva po oročenoj strukturi, možemo vidjeti da od septembra 2021. godine oročeni i štedni depoziti čine 37,7% ukupnih, što je ekvivalentno 5,46 milijardi KM. U ovoj kategoriji kratkoročni depoziti čine 5,8% ili 318 miliona KM, dok dugoročni depoziti čine 94,2% ili 5,14 milijardi KM. S druge strane, transakcioni računi i depoziti po viđenju čine većinu depozita stanovništva i iznose 9,03 milijarde KM ili 62,3% od ukupnog iznosa. (Centralna banka Bosne i Hercegovine, 29.20.2021). Uprkos značajnoj uštedi, doprinos stanovništva ekonomskom rastu je ograničen. Bankarski sektor BiH, odgovoran za usmjeravanje ove štednje u produktivne investicije, ne podržava ekonomski rast. Umjesto toga, nastavlja da olakšava tekuću potrošnju kroz uvoz, bez obzira na njegovu efikasnost.

Osim evidentnih makroekonomskih dispariteta, rastući dug Bosne i Hercegovine može se pripisati nekoliko egzogenih faktora koji su van njene kontrole.

Međunarodne rejting agencije kao što su Standard & Poor's i Moody's dodjeljuju kreditne rejtinge zemljama, a ti rejtingi igraju ključnu ulogu u određivanju uslova zaduživanja i ulaganja u zemlji. Niži kreditni rejting može dovesti do viših kamatnih stopa, smanjenja investicija i povećanja nezaposlenosti. Standard & Poor's je 3. februara 2023. godine potvrdio

suvereni kreditni rejting Bosne i Hercegovine na "B", sa izgledima koji su poboljšani sa "stabilnog" na "pozitivan". (Centralna banka Bosne i Hercegovine, Povijest kreditnog rejtinga)

Tabela 4. Historija rejtinga BiH - Agencija Moody's Investors Service

Rejting	Datum	Aktivnost
B3 / stabilni izgledi	22.07.2022.	Potvrđen rejting
B3 / stabilni izgledi	21.08.2020.	Potvrđen rejting
B3 / stabilni izgledi	16.02.2018.	Potvrđen rejting
B2 / stabilni izgledi	26.02.2016.	Potvrđen rejting

Izvor: Centralna banka Bosne i Hercegovine, Povijest kreditnog rejtinga

Tabela 5. Historija rejtinga BiH - Standard & Poor's

Rejting	Datum	Aktivnost
B / pozitivni izgledi	03.02.2023.	Potvrđen rejting / izmjenjen izgled
B / stabilni i zgledi	04.02.2022.	Potvrđen rejting
B / stabilni i zgledi	27.08.2021.	Potvrđen rejting
B / stabilni izgledi	28.08.2020.	Potvrđen rejting
B / stabilni izgledi	30.04.2020.	Potvrđen rejting / izmjenjen izgled
B / pozitivni izgledi	28.02.2020.	Potvrđen rejting
B / pozitivni izgledi	06.09.2019.	Potvrđen rejting
B / pozitivni izgledi	08.03.2019.	Potvrđen rejting / izmjenjen izgled
B / stabilni izgledi	07.09.2018.	Potvrđen rejting

Izvor: Centralna banka Bosne i Hercegovine, Povijest kreditnog rejtinga

Tabela 6. Usporedba kreditnog rejtinga zemalja u regiji

Država:	Moody's Investors Service	Standard & Poor's
	Dugoročni / Izgled	Dugoročni / Izgled
Albanija	B1 / stabilan	B+ / stabilan
<i>Bosna i Hercegovina</i>	<i>B3 / stabilan</i>	<i>B / pozitivan</i>
Bugarska	Baa1 / stabilan	BBB / stabilan
Crna Gora	B1 / stabilan	B/ stabilan
Grčka	Ba3/stabilan	BB+ / stabilan
Hrvatska	Baa2 / negativan	BBB+/ negativan
Mađarska	Baa2 / negativan	BBB-/stabilan
Makedonija	-	BB - / stabilan
Rumunjska	Baa3 / negativan	BBB- / stabilan
Slovenija	A3 / stabilan	AA-/stabilan
Srbija	Ba2/ stabilan	BB+ / stabilan

Izvor: Bloomberg, podaci ažurirani 06.02.2023. <http://www.cbbh.ba/?id=549>

Eskalacija javnog duga Bosne i Hercegovine i sumnja u njegovu održivost rezultat su različitih faktora. To uključuje ekonomske disparitete kao što su deficit tekućeg računa i budžetski deficit, kao i pogrešne makroekonomske politike. Ostali doprinosi uključuju političku nestabilnost, nizak kreditni rejting i fluktuacije deviznih kurseva na globalnom deviznom tržištu.

4. ANALIZA OBIMA I STRUKTURE JAVNOG DUGA U ZEMLJAMA REGIONA

4.1 Javni dug u Republici Hrvatskoj

Kao što je ranije rečeno, kriterijumi konvergencije iz Maastrichta su ekonomski pokazatelji kojih se zemlje moraju pridržavati kao članice EU. Od Hrvatske se također traži da se pridržava ovih kriterija. Da bi se procijenila usklađenost Hrvatske, donja tabela prikazuje koliko dobro zemlja ispunjava kriterije iz Maastrichta.

Tabela 7. Pokazatelji za Hrvatsku

	2018	2019
Inflacija	1,6	0,8
Dugoročne kamatne stope	2,17	1,29
Proračunski deficit (kao % BDP)	0,2	0,3
Javni dug (kao % BDP)	74,3	72,8

Izvor: Izrada autora na temelju podataka Eurostata (2019)

Primarni standard za ocjenu ekonomske stabilnosti je stabilnost cijena, što je i primarni cilj centralnih banaka. Ugovor iz Maastrichta utvrđuje da je ovaj standard ispunjen ako stopa inflacije ostane na ili ispod 1,5% prosječne stope inflacije tri države članice sa najnižom inflacijom. Referentna stopa inflacije izračunata je kao prosjek stope inflacije tri zemlje sa najboljim pokazateljima inflacije, plus dodatnih 1,5% procentnih poena. Na primjer, ako je prosječna stopa inflacije tri najuspješnije zemlje 0,3%, referentna vrijednost postaje 1,8%. Svaka zemlja članica čija stopa inflacije prelazi referentnu vrijednost smatra se da nije ispunila kriterij stabilnosti cijena. Izvještaj o konvergenciji se radi svake dvije godine, a fokus su 2018. i 2020. Od marta 2018. referentna vrijednost za stabilnost cijena iznosila je 1,9%. Kada se uspoređuju vrijednosti od 2018. do 2020. godine, vidljivo je da Hrvatska zadovoljava kriterij

stabilnosti cijena. Drugi kriterijum se odnosi na dugoročne kamatne stope, koje se smatraju ispunjenim ako prosječna nominalna stopa države članice ne premašuje stopu prve tri zemlje članice za više od 2 procentna poena u posmatranom periodu. Za mjerenje dugoročnih kamatnih stopa uzima se u obzir bruto prinos desetogodišnjih obveznica koje izdaju centralne vlade ili uporedivih finansijskih instrumenata. Ovo uzima u obzir raznolikost nacionalnih ekonomija. U ožujku 2018. referentna vrijednost iznosila je 3,2%, što je palo na 2,9% u ožujku 2020. Hrvatska ispunjava ovaj kriterij na temelju obje referentne vrijednosti. Kriterijum za državne finansije se sastoji od dva potkriterija:

- 1) Imperativ je da godišnji budžetski manjak ne pređe 3% bruto domaćeg proizvoda.
- 2) Maksimalni limit javnog duga je 60% BDP-a.

Što se tiče budžetskog deficita, postoji nivo fleksibilnosti koji može prihvatiti deficite iznad 3% BDP-a, ali samo ako je to rijetka pojava koja se ne ponavlja. Hrvatska zadovoljava ovaj podkriterijum jer je njen budžetski deficit i dalje ispod 3% BDP-a. Međutim, ne ispunjava kriterijum javnog duga, premašujući granicu duga od 60% BDP-a.

4.2 Javni dug u Republici Srbiji

SFRJ je počela da se bori sa dugovima početkom 1980-ih. Pritisak MMF-a da otplati dugove primorao je državu da daje prioritet otplati duga u odnosu na ulaganja u osnovna sredstva i drugu kapitalnu opremu. Od 1990. godine spoljni dug Srbije iznosio je 6,6 milijardi dolara, što se po standardima Svetske banke smatralo niskim. Godine 2000. na vlast je došla nova ekonomska i politička uprava, a preduzeto je nekoliko mjera za poboljšanje vanjske ekonomske likvidnosti države, uključujući otpis dijela duga. Godine 2002. postignut je sporazum sa Londonskim i Pariskim klubom povjerilaca, koji je doveo do otpisa značajnog dijela javnog duga. Do kraja 2000. godine dug je naglo porastao na 10,83 milijarde dolara zbog ekonomske blokade SRJ koja je onemogućila otplatu kamata. Dug zemlje premašio je prihvatljiv nivo zbog pada BDP-a i izvoza, što se nije odrazilo na ostale indikatore duga. Pariški i Londonski klub su 2006. godine otpisali dug Srbije u iznosu od 4,5 milijardi dolara.

Nakon toga, izgledali su povoljni izgledi za rast i otplatu duga. Institut Jefferson bio je među prvima koji su 2003. godine projektirali pozitivne izgledе.

Procjenom duga Srbije kroz kvantitativne metrike kao što su odnos spoljnog duga prema BDP-u, odnos spoljnog duga prema izvozu ili odnos servisiranja duga na osnovu anuiteta prema BDP-u, evidentno je da bi zemlja trebalo da bude umereno zadužena do kraja godine. tekućoj deceniji. Prema primarnim projekcijama, odnos spoljnog duga prema BDP-u bio je postavljen na 60,9% u 2008. i 2009. godini, nakon pada na 55,5% u 2010. i 50,1% u narednim godinama. Takođe, očekivano je da će odnos duga prema izvozu roba biti 203,19%, 175,8%, odnosno 153,2%. U slučaju sporijeg rasta BDP-a, u proseku od 3%, odnos spoljnog duga prema BDP-u bi se povećao na 65,9% u 2008. godini, pao na 61,2% u 2009. godini, a u 2010. godini iznosio 56,3%.

Najnoviji objavljeni podaci Eurostata, koji pokrivaju prvi kvartal 2022. godine, pokazuju da je javni dug Srbije na kraju marta iznosio 30,59 milijardi evra, što je ekvivalentno 51,9 odsto njenog BDP-a. Među zemljama uključenim u podatke, Grčka je zabilježila najveći udio državnog duga u BDP-u od 189,3 posto, a Italija (152,6 posto) i Portugal (127,0 posto) odmah iza njih. Španija (117,7 odsto), Francuska (114,4 odsto), Belgija (107,9 odsto) i Kipar (104,9 odsto) završavaju listu.

Tabela 8. Ukupni javni dug Srbije

Ukupan javni dug (kao%BDP)	2021.godine	2022.godine
	56,9 BDP-a	53,5 BDP-a

Izvor: Eurostat 2023.

Na kraju 2021. godine javni dug Srbije iznosio je 30 milijardi evra, što čini 56,9 odsto njenog BDP-a. Nasuprot tome, Estonija (18,1 odsto), Luksemburg (24,4 odsto) i Bugarska (25,1 odsto) su imale znatno niži odnos duga prema BDP-u od Srbije. U međuvremenu, Danska i Švedska zadržale su omjer od 36,7 posto. Podaci Eurostata iz 2023. godine otkrili su da još nekoliko zemalja, uključujući Češku (41,9 posto), Litvaniju (44,3 posto), Letoniju (44,8

postu), Rumuniju (48,8 posto), Holandiju (52,1 posto), Poljsku (53,8 posto), i Irska (56,0 odsto), imale su veće koeficijente od Srbije.

4.3 Javni dug u Republici Crnoj Gori

Crnogorska ekonomija je pretrpjela veću štetu od krize, što je dovelo do stalnog pogoršanja indikatora fiskalne stabilnosti. To je bilo evidentno u budžetskom deficitu i porastu javnog duga. Vlada je prepoznala ovu situaciju i poduzela mjere da preokrene trend, fokusirajući se na jačanje fiskalne pozicije nacije zarad postizanja stabilnosti. Postizanje ove stabilnosti je preduslov za eventualni ekonomski rast, finansijsku stabilnost i viši životni standard građana Crne Gore. Da bi napredovali ka održivijoj finansijskoj budućnosti, težilo se višestrukim putevima. Počevši od mjera smanjenja troškova i isključujući samo jačanje kapaciteta za integracijske procese, budžet je usvojen. Definisan je i dopunski paket fiskalnog prilagođavanja, s naglaskom na borbu protiv sive ekonomije. Pored toga, pažnja je posvećena restrukturiranju javnog duga. Globalna ekonomska kriza je štetno uticala na fiskalno zdravlje Crne Gore, što je dovelo do povećanja javnog duga. Fiskalno prilagođavanje izvršeno kao odgovor na krizu rezultiralo je četiri uzastopne godine fiskalnog deficita. Uz ograničeno domaće finansiranje, državni dug je skočio sa 27,5% BDP-a u 2007. na 51,2% u 2012. godini zbog deficita. Ovaj deficit je nastao kao odgovor na krizu i anticiklično djelovanje, osiguravajući da javna potrošnja ostane visoka kako bi se spriječilo produbljivanje krize. Posljedice ekonomske krize rezultirale su smanjenjem aktivnosti i nižim budžetskim prihodima, što je dovelo do povećanja fiskalnih deficita i javnog duga. To je zauzvrat povećalo buduće poreske obaveze zbog viših kamatnih stopa. Studija je istakla važnost pridržavanja osnovnih principa fiskalne politike, uključujući zlatno pravilo javnih finansija i pravilo održivog finansiranja. Primarni princip javnih finansija je pozajmljivanje sredstava isključivo u svrhe ulaganja, a ne za tekuću potrošnju. Tekući prihod treba iskoristiti za finansiranje trenutnih potreba potrošnje. Osim toga, da bi se osiguralo održivo finansiranje, iznos duga treba držati u razumnim granicama. Ovaj propis se analizira u određivanju održivosti javnog duga u Crnoj Gori.

Tabela 9. Analiza strukture javnog duga Crne Gore.

Ukupan javni dug	1942.2 mil eura
	58,42 % BDP
Ukupan državni dug	1.699,5 mil eura
	51,12 % BDP
Unutrašnji dug privrednih društava u državnom vlasništvu prema bankama u CG (stanje na dan 31.12.2012)	47,5 mil eura
	1,43 % BDP
Spoljni dug državnih preduzeća (stanje na 31.12.2011 godine)	195,2 mil eura
	6% BDP

Izvor: (Analiza održivosti javnog duga Crne Gore)

Sistem za izvještavanje o dugu Svjetske banke klasificira zemlje kao nisko zadužene ako je njihov vanjski dug manji od 30% njihovog bruto domaćeg proizvoda, umjereno zadužene ako se kreće od 30% do 50% i visoko zadužene ako prelazi 50%. Prema ovoj metodologiji, Crna Gora spada u umjereno zaduženu grupu, sa odnosom duga prema BDP-u od 31,3%.

4.4 Javni dug u Republici Sjevernoj Makedoniji

Javni dug u Severnoj Makedoniji obuhvata državni dug, dug javnih preduzeća koje je sankcionisala država, opštine, Grad Skoplje i privredni subjekti u primarnom vlasništvu. U međuvremenu, državni dug nastaje iz finansijskih obaveza kroz zaduživanje Republike Sjeverne Makedonije, njenih javnih institucija i opština. Naime, državni dug isključuje dug javnih preduzeća i onih u većem ili potpunom vlasništvu opština, Narodne banke Republike Severne Makedonije ili države.

Izveštaj revizije naglašava kako fiskalna politika ima direktan uticaj na javni dug. Što se tiče Republike Sjeverne Makedonije, značajan dio javnog duga, oko 75%, odnosno 88% državnog duga, ide za finansiranje budžetskog deficita. To je zbog očekivanja povećanja rashoda nego prihoda.

Tokom pandemije COVID-19, Republika Sjeverna Makedonija je svjedočila povećanju javnog duga za 15% u odnosu na njen bruto domaći proizvod (BDP). To je dovelo do zabrinutosti u vezi sa opreznim upravljanjem i održivošću javnog duga u budućnosti, pošto je dostignuta granica javnog duga od 60% BDP-a. (Revizije info, izvor: DZR SM)

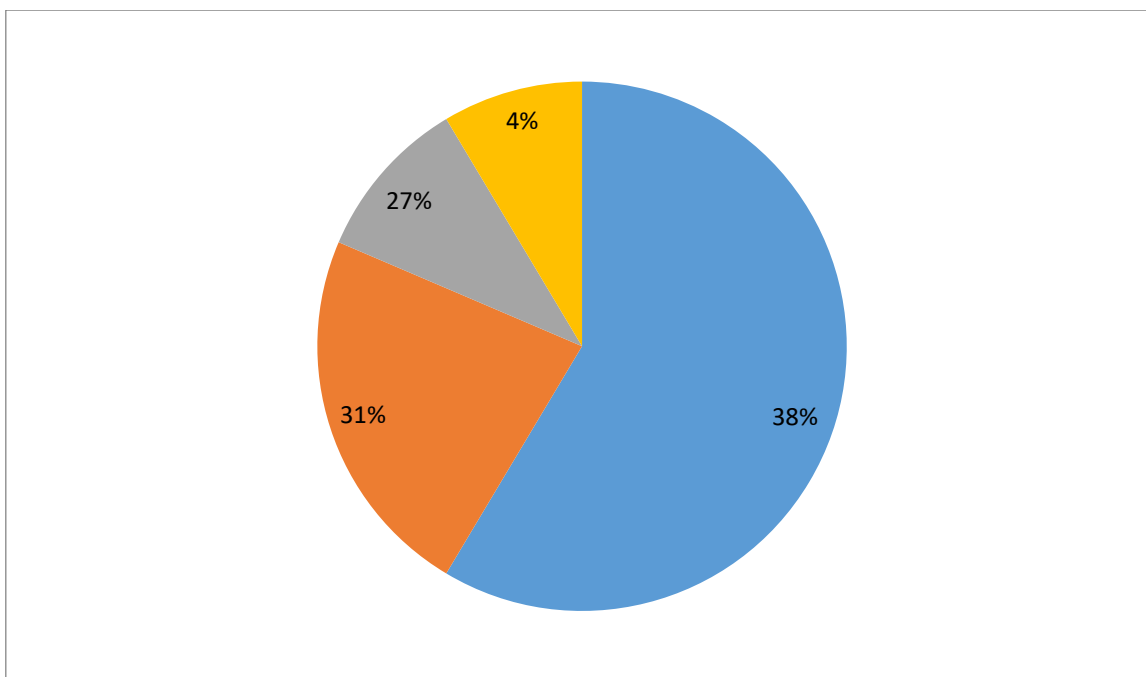
Revizori su izrazili zabrinutost u vezi sa nepoštivanjem međunarodnih standarda u Ustavu RSM i Zakonu o budžetu. Predlažu primenu fiskalnih pravila za javni dug i deficit, obaveznu analizu održivosti duga tokom procesa usvajanja budžeta RSM i utvrđivanje plana zaduživanja od strane Skupštine. Za rješavanje ovih pitanja, Program reforme upravljanja javnim finansijama 2018-2021, podržan sredstvima EU, ima za cilj uvođenje suštinskih reformi u upravljanju javnim finansijama. (Revizije info, izvor: DZR SM)

Prema podacima iz makedonske Strategije upravljanja javnim dugom 2023-2025 (sa perspektivom do 2027.), koja je u skupštinskoj proceduri, ove godine(2022) treba vratiti 317 miliona evra, sledeće godine dospeva 958 miliona evra, a 2024. godine još jedan 644 miliona evra, odnosno ukupno milijardu i 919 miliona evra. Samo za kamate u 2022. godini iz budžeta bi trebalo da bude uplaćeno više od 160 miliona evra.

4.6 Javni dug u Republici Kosovo

Ministarstvo finansija je od 2012. godine posvećeno uspostavljanju pouzdanog, diversifikovanog i transparentnog tržišta hartija od vrijednosti. Koristi se sistem elektronske aukcije, kojim upravlja CBK koji deluje kao fiskalni agent za MF. Pristup sistemu je ograničen na primarne aktere, primarne učesnike i Trezor Kosova radi odobravanja rezultata. Primarni akteri, uključujući javna lica, pojedince, privatne kompanije i osiguravajuće firme, investiraju u hartije od vrednosti preko licenciranih komercijalnih banaka, od kojih je osam priznatih od strane CBK-a. U međuvremenu, Penzijski fond Kosova ima status primarnog učesnika. Što se tiče strukture unutrašnjeg duga po investitorima, pregled je dostupan za kraj 2018.

Grafikon 4. Struktura unutrašnjeg duga prema investitorima



Izvor: Ministarstvo finansija Republike Kosovo (Program državnog duga 2019-2021)

38 % Komercijalne banke

31% Penzijski fondovi

27% Javne institucije

4 % Kompanije osiguranja

Sadašnja naplata unutrašnjih dugova se sastoji od trezorskih zapisa/BONO-a koji dospijevaju u roku od 6 do 12 mjeseci i državnih obveznica koje dospijevaju u roku od 2 do 10 godina. Naime, desetogodišnji instrument uveden je u julu 2018.

Tabela 10. Protok ulaganja u vrijednose papire po instrumentima

Instrumenti	2013	2014	2015	2016	2017	2018
3 mjeseca	15.20	9.75	10.00	10.00	0.00	0.00
6 mjeseca	84.00	57.67	48.60	30.00	24.95	25.00
12 mjeseca	55.00	140.10	150.00	160.00	135.00	109.57
2 godina	0.00	52.00	126.95	159.95	175.00	154.85
3 godina	0.00	0.00	30.00	70.00	110.00	117.00
5 godina	0.00	0.00	15.00	50.00	110.00	223.40
7 godina	0.00	0.00	0.00	0.00	20.00	40.00
10 godina	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	10.00
UKUPNO	154.20	259.52	380.55	479.95	574.95	679.82

Izvor: Ministarstvo finansija Republike Kosovo (Program državnog duga 2019-2021)

Tokom 2018. godine, domaće tržište je iskusilo stabilnu potražnju, sa aukcijskim ponudama koje su često prelazile iznose koji su najavljeni od strane Trezora Kosova. Uprkos snažnom statusu likvidnosti bankarskog sektora, ograničenja koja nameću "matične" organizacije sprečavaju primarne učesnike da povećaju ulaganja u LV. Ipak, likvidnost bankarskog sektora je imala povoljan uticaj na održavanje zadovoljavajućih kamatnih stopa. Shodno tome, srednja kamatna stopa na portfolio domaćeg duga porasla je sa 1,88% na kraju 2017. godine na 2,09%. Na kraju 2018. godine državni dug zemlje iznosio je 416,43 miliona evra, pri čemu se oko 38% ove sume pripisuje međunarodnom dugu. Ova brojka iznosi otprilike 6,2% BDP-a zemlje. Od portfelja međunarodnog duga, značajnih 74% činila su izloženost prema NBIR-u i MMF-u. Međunarodni monetarni fond (MMF) pozajmljuje sredstva u valuti SDR3. Od kraja 2018. godine izloženost programa iznosila je približno 160 miliona eura ili 38,4% međunarodnog duga. Na kraju 2021. značajno je porastao na 1.992,33 miliona eura ili 28,25% BDP-a. Za procjenu projektovanog stanja opšteg duga korišteni su podaci iz Zakona o budžetu za 2021. godinu. Struktura međunarodnog i domaćeg duga ostaje stabilna, što odražava povoljne tržišne uslove. Troškovi kamata su u srednjem roku neznatno porasli i iznose 0,72% BDP-a.

5. KOMPARATIVNA ANALIZA OBIMA I STRUKTURE JAVNOG DUGA

Portfolio duga Federacije BiH ima relativno nisku ponderisanu prosječnu implicitnu kamatnu stopu od 1,7%. Naime, unutrašnji dug ima prosječnu implicitnu kamatnu stopu od 2,7%, što proizilazi iz obveznica izdatih za izmirenje stare devizne štednje i ratnih potraživanja sa fiksnom kamatnom stopom od 2,5% (vrijednosti 217,4 miliona KM). Preostali unutrašnji dug (u vrijednosti od 430,0 miliona KM) čine tržišne dugoročne vrijednosne papire u obliku obveznica. S druge strane, vanjski dug ima nešto nižu ponderisanu prosječnu implicitnu kamatnu stopu od 1,5%, prema Strategiji upravljanja dugom FBiH 2019-2021. Da bi se odredila najisplativija strategija finansiranja za Federaciju Bosne i Hercegovine, kreirana su četiri različita scenarija na osnovu portfelja duga, makroekonomskih pretpostavki i potencijalnih izvora finansiranja. Cilj je bio procijeniti odnos troškova i rizika svake strategije, uz istovremeno razmatranje kako nagle promjene kamata i deviznih kurseva mogu uticati na njih. U analizi je posebna pažnja posvećena kursnim šokovima.

U drugoj godini došlo je do blagog potresa jer je vrijednost KM smanjena za 20% u odnosu na dolar.

- Do velikog zastoja došlo je jer je vrijednost KM depresirala za 30% u odnosu na USD tokom druge godine, što je izazvalo značajan šok. Još jedan šok za sistem bilo je povećanje kamatnih stopa.
- Ovaj scenario podrazumijeva manji šok u kojem dugoročni strani i domaći instrumenti doživljavaju povećanje kamatnih stopa od 2%, dok kratkoročni domaći instrumenti bilježe rast od 1% u drugoj godini. Vrijedi napomenuti da ove promjene neće utjecati na staru deviznu štednju i ratna potraživanja.

U iznenađujućem preokretu, došlo je do značajnog porasta kamatnih stopa tokom druge godine. Dugoročni strani i domaći instrumenti zabilježili su rast od 4%, dok su kratkoročni domaći instrumenti zabilježili rast od 2%. Međutim, vrijedno je napomenuti da su stara devizna štednja i ratna potraživanja ostali nepromijenjeni.

Situacije koje izazivaju iznenadni šok:

- U drugoj godini valutni šok izazvao je značajnu depresijaciju kursa KM/USD od 30%.

- U drugoj godini očekuje se povećanje kamatnih stopa za strane i domaće dugoročne instrumente od 4%, uz povećanje od 2% za kratkoročne domaće instrumente. Ovo može rezultirati spljoštenom krivom prinosa. Naime, ova promjena neće utjecati na staru deviznu štednju i ratna potraživanja.

Scenario dvostrukog uticaja je modeliran u odnosu na kurs KM/USD, uz pretpostavku deprecijacije od 20%. Osim toga, šok od 1% primijenjen je na kratkoročne domaće instrumente i šok od 2% na dugoročne instrumente u drugoj godini. Scenario nije razmatrao promjene stare devizne štednje ili ratna potraživanja. (Ministarstvo finansija i trezora, Srednjoročna strategija upravljanja dugom Bosne i Hercegovine)

Prošlo je šest godina od primjene prvih mjera štednje, i iako je bilo nekih kratkoročnih rezultata, i dalje traje debata o tome da li su one bile opravdane ili poželjne u ekonomijama pogođenim krizom. Eksperti u ekonomskoj i političkoj oblasti imaju različite stavove o najboljem kursu fiskalne politike tokom recesije. Mnogi autori tvrde da restriktivne fiskalne politike u Evropskoj uniji zapravo nisu postigle željene rezultate. Prema Horn et al. (2012), uvođenje ovih politika 2010. dovelo je do značajnog porasta nezaposlenosti u svim zemljama pogođenim krizom. Te iste politike, dodaju autori, takođe mogu ograničiti ekonomski rast i potencijalno odgoditi željeno smanjenje omjera duga prema BDP-u na srednji rok.

Autor tvrdi da je provođenje ovih politika istorijski dovelo do povećanja nezaposlenosti, posebno do dugotrajne nezaposlenosti, i nesrazmjernog gubitka za one koji zarađuju plaće u odnosu na one koji zarađuju profit. MMF je 2003. godine sproveo studiju koja snažno sugerira da mjere štednje nemaju pozitivan uticaj na povjerenje privatnih investitora, već ometaju rast bez značajnog smanjenja državnog duga. Krugman također tvrdi da politike štednje ometaju ekonomski rast poništavajući smanjenje potrošnje i napore za izgradnju povjerenja investitora uz smanjenu ličnu potrošnju i kasne investicije. Neuspjeh antirecesijskih strategija u zemljama koje su prihvatile štednju uvjerio je mnoge ekonomiste da su te politike zapravo produžile ekonomski pad. Štaviše, često su podložni kritici zbog pogoršanja preovlađujućih društvenih problema. Mjere štednje mogu imati štetan utjecaj na konkurentnost nacije, posebno kada se smanji potrošnja na obrazovanje i zdravstvenu zaštitu. Neki ekonomisti, koji se nazivaju stručnjacima sa strane ponude, zalažu se za mjere štednje, navodeći potencijalnu štetu koju fiskalni podsticaji mogu donijeti privredi. Oni ukazuju na

pretjeranu zaduženost i moralni hazard koji dolazi kada se zemlje oslanjaju na nagomilani dug kako bi održale vještački visok životni standard. Grčka se često navodi kao primjer. Ako vlada akumulira previše duga, investitori mogu početi dovoditi u pitanje njenu solventnost, što će pokrenuti začarani krug rasta kamatnih stopa i smanjenja očekivanja.

Vlada može prenijeti svoju stabilnost na tržišta obveznica i utjecati na značajno snižene kamatne stope, sniziti troškove servisiranja javnog duga, pa čak i katalizirati privatne investicije kroz implementaciju politike ograničavanja deficita, kao što je predložio Murphy 2013.

Konvencionalno uvjerenje sugerira da ograničavanje državne potrošnje u BDP-u smanjuje efekat istiskivanja investicija. Ovo stvara mogućnosti za proširenje privatnog sektora (Giavazzi & Pagano, 1990). Mjere štednje imale su za cilj postizanje različitih ciljeva, kao što je održavanje čvrste osnove za održavanje zajedničke valute i jačanje konkurentskog potencijala evropskih ekonomija. Međutim, primarni cilj upravljanja krizom kroz „stezanje kaiša“ bio je da se vrati povjerenje investitora u tržište. Zagovornici ove teorije smatraju da je postizanje uravnotežene fiskalne pozicije primarni način da se povrati povjerenje. Ipak, većina literature se fokusira na uspostavljanje korelacije između fiskalne konsolidacije i ekonomskog rasta.

Iako je veza između mjera štednje i smanjenja budžetskog deficita i javnog duga ključna, važno je napomenuti da je to samo indirektan ishod. Alesina i de Ruyg (2014) tvrde da su prethodni naponi da se implementiraju fiskalna prilagođavanja uglavnom bili neefikasni u smanjenju omjera duga prema BDP-u. Stoga, ova studija ima za cilj da izvrši temeljno ispitivanje različitih ekonomskih posljedica fiskalne konsolidacije, uključujući i ocjenu njene uspješnosti u postizanju osnovnog cilja smanjenja udjela budžetskog deficita i duga u odnosu na BDP. Iako nove države članice Evropske unije dijele određene karakteristike kao što su geografska blizina, političko naslijeđe i vrijeme ulaska u EU, one i dalje posjeduju jedinstvene ekonomije i suočavaju se s različitim izazovima tokom kriza. Ovo poglavlje ima za cilj da analizira uzroke i posljedice dužničke krize ispitivanjem fiskalne pozicije svih zemalja od interesa. Procijenimo efikasnost fiskalnih antirecesijskih mjera koje preduzima svaka zemlja, posebno onih uključenih u proceduru prekomjernog deficita (EDP). Cilj je utvrditi da li postoje zajedničke tačke u fiskalnom ponašanju novih država članica i ocijeniti uspjeh

fiskalne konsolidacije tokom trenutne krize. Prije krize, nove države članice imale su prosperitetne ekonomije. Stope nezaposlenosti su se smanjivale, BDP i prilivi stranih investicija su bili u porastu, a javne finansije su ostale impresivno stabilne. Ovaj ekonomski rast je signalizirao konvergenciju sa zapadnim zemljama. Zanimljivo, dok su se mnoge stare članice, uključujući Njemačku i Francusku, borile s prevelikim javnim dugovima uprkos kreiranju Maastrichtskih kriterija, nove članice su imale minimalne probleme sa zaduženjima.

Novije članice Unije morale su 2000-ih uložiti zajednički napor da zadovolje fiskalne zahtjeve za članstvo. Ovo se razlikovalo od dugogodišnjih članova, koji su bili izuzeti od uporedivih preduslova. Osim toga, nisu poduzete odgovarajuće mjere za suzbijanje neodgovornog ponašanja.

5.1 Komparacija učešća javnog duga u BDP Bosne i Hercegovine sa zemljama Jugoistočne Europe

U 2018. godini, stopa rasta BDP-a BiH iznosila je 3,2%, što je cifra uporediva sa drugim zemljama zapadnog Balkana (Svjetska banka, 2018: 2%). Ekonomska stabilnost je teško izborena, nakon perioda recesije i globalne nestabilnosti, koja je najteže pogodila ekonomiju jer su ekonomske reforme ostale nedovršene. Iako je trenutna stopa rasta ispod nivoa prije krize iz 2008. godine, jača je i konzistentnija od postkriznih godina, obilježenih sporim stopama rasta BDP-a i novim valom recesije u 2012. Unatoč tome, BDP BiH još uvijek zaostaje prosjeku jugoistočne Evrope. Prema Evropskom programu za poređenje cijena i BDP-a, BDP po glavi stanovnika BiH u 2018. godini iznosio je samo 31% prosjeka EU, dok je individualna potrošnja po stanovniku bila 41% prosjeka EU. Indeks potrošačkih cijena je u istoj godini pokazao stopu inflacije od 1,3%. Javni dug BiH, koji je u 2018. iznosio 32,9% njenog BDP-a, smatra se umjerenim u međunarodnim standardima. Međutim, povećan je od 2008. godine kada je iznosio 28,2% BDP-a. Iako je dug BiH srednjoročno održiv, postoje rizici povezani s njim, uključujući strane valute i dug od nerezidentnih aktera. U 2017. godini nerezidenti su držali značajan dio (71,3%) duga zemlje, premašivši preporučeni prag od 60%. Iako procenat deviznog duga (71,3%) nije prešao granicu opasnosti od 80%, on i dalje predstavlja značajan rizik za održivost javnog duga. Uprkos padu BDP-a FBiH od 3,8% u

2020. godini, primjetno je poboljšanje u trećem kvartalu sa povećanjem od 5,6% u odnosu na drugi kvartal, te daljnjim rastom od 2,8% u četvrtom kvartalu u odnosu na prethodni kvartal.

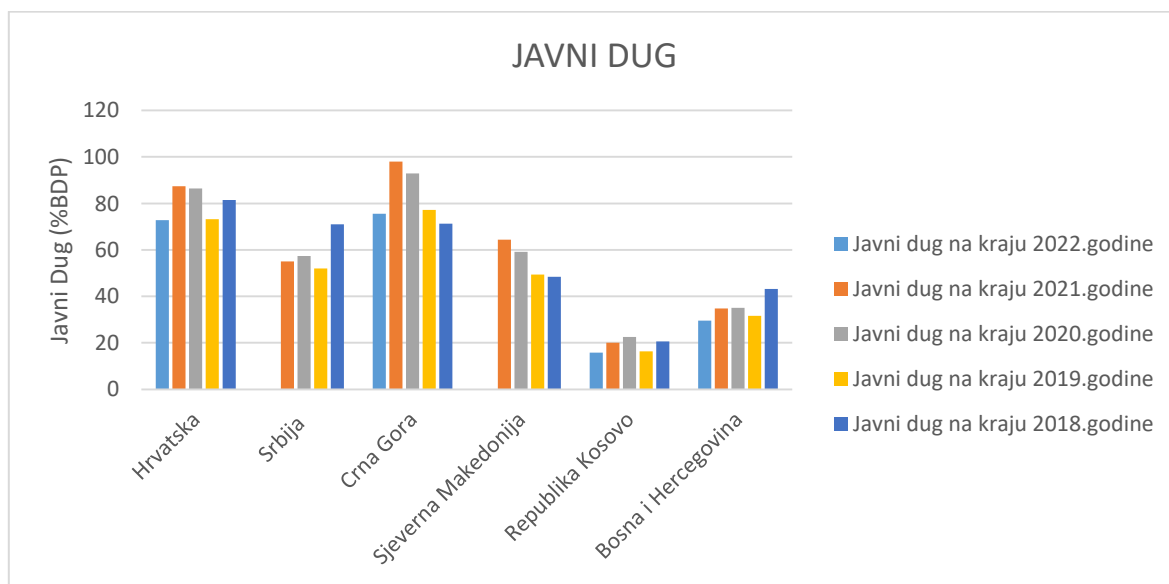
BDP u 2020. pretrpio bi veći gubitak da nije bilo značajnog rasta. Očekivanja DEP-a i MMF-a predviđaju rast BDP-a FBiH od 2,8% do 3,5% za 2021. Uz to, u FBiH je zabilježen porast obima industrijske proizvodnje od 6% u prvom kvartalu 2021. godine, u odnosu na isti period prošle godine.

Tabela 11. Komparativna analiza javnog duga BiH sa zemljama regiona prema podacima Eurostata

Zemlja	Javni dug na kraju 2022.godine	Javni dug na kraju 2021.godine	Javni dug na kraju 2020.godine	Javni dug na kraju 2019.godine	Javni dug na kraju 2018.godine
Hrvatska	72.8 % BDP	87.4 % BDP	86.4 % BDP	73.2 % BDP	81.5% BDP
Srbija	53.5 % BDP	55.0 % BDP	57.4 % BDP	52.0 % BDP	71.0 % BDP
Crna Gora	75.6 % BDP	98 % BDP	92.9 % BDP	77.2 % BDP	71.3 % BDP
Sjeverna Makedonija	55.4 % BDP	64.4 % BDP	59.1 % BDP	49.4 % BDP	48.4 % BDP
Republika Kosovo	15.8% BDP	20.0 %BDP	22.6 % BDP	16.28 % BDP	20.6 % BDP
Bosna i Hercegovina	29.6 % BDP	34.82 % BDP	35.08 % BDP	31.69 % BDP	43.2 % BDP

Izvor: Kreacija autora na osnovu podataka Eurostata

Grafikon 5. Presjek godine 2018-2022



Izvor: Kreacija autora na osnovu podataka Eurostata

Brojne zemlje daju prioritet rastu svog domaćeg tržišta državnih hartija od vrijednosti kako bi ublažile oslanjanje na ograničene eksterne izvore finansiranja. Hrvatska, posebno, mora biti oprezna u upravljanju rizicima i na formiranje strategije gledati kao na značajnu odgovornost, a ne kao puku formalnost. Da bi kontrolisale javni dug, zemlje moraju uspostaviti jasne ciljeve i strateške ciljeve, dati prioritet metodama zaduživanja i strukturiranju portfelja i aktivno upravljati dugom. Osim pitanja odsustva dugoročnih ciljeva, političke mjere su često usmjerene ka ideološkim i populističkim ciljevima, a ne težim fiskalnim pitanjima. Od 2021. godine prosječni javni dug zemalja Evropske unije iznosio je 88,1 posto njihovog BDP-a, što ukazuje na blagi pad u odnosu na brojku iz 2020. od 90 posto.

Crna Gora prednjači u regionu, sa javnim dugom od 83,27 odsto BDP-a. Hrvatska i Slovenija, obje članice EU, slijede blisko iza, s javnim dugom od 79,8 posto, odnosno 74,7 posto. Od 2021. godine, javni dug Srbije i Sjeverne Makedonije činio je 56,9 odsto i 53,2 odsto njihovog BDP-a. Nasuprot tome, Bosna i Hercegovina je imala javni dug od 36,01% svog BDP-a, a Kosovo se može pohvaliti najmanjim sa 23,34% svog BDP-a. Predviđeno stanje vanjskog javnog duga BiH između 2019. i 2023. godine predviđa se na osnovu iznosa povučenih kreditnih sredstava. Predviđeno je da će se ovaj iznos povećati sa očekivanim povlačenjima za tekuće i skoro završene projekte, a smanjiti sa predviđenim iznosom servisiranja vanjskog javnog duga u BiH. Analiza održivosti duga (DSA) za BiH radi pod pretpostavkom da:

Kreditni rejting BiH će ostati stabilan u doglednoj budućnosti, dok se ne očekuje značajno povećanje kamatnih stopa i deviznih kurseva. Centralna banka Bosne i Hercegovine nastavit će održavati monetarnu stabilnost u skladu sa aranžmanom valutnog odbora i Zakonom o Centralnoj banci BiH. Predviđeno je da se eksterni projekti koji su finansirani ili planiraju da budu realizovani blagovremeno, bez većih kašnjenja. Ova informacija je prema MFT-ovoj analizi održivosti javnog duga u Bosni i Hercegovini u 2020. godini.

5.2 Komparacija kamatne stope BiH sa zemljama jugoistočne Evrope i njen utjecaj na javni dug

U nastavku je dat pregled kamatne stope BiH u odnosu na zemlje jugoistočne Evrope. Mali BDP po glavi stanovnika Jugoistočne Evrope, visoka zavisnost od uvoza, istorija nestabilnosti inflacije i prekomjerna zaduženost su otežani ograničenim razvojem finansijskog tržišta i

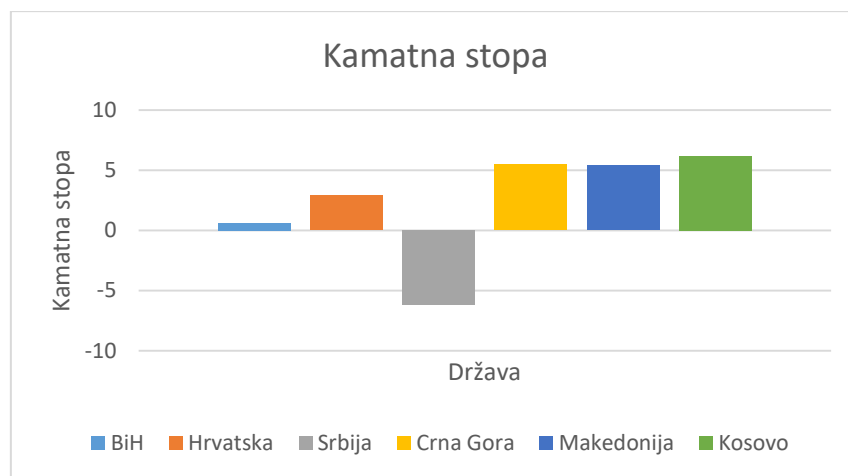
visokim nivoom evroizacije. Kao rezultat toga, efikasnost monetarne politike je ograničena lošim transmisionim mehanizmima, posebno kanalom deviznog kursa. Evrozona se, s druge strane, može pohvaliti snažnim finansijskim tržištima, niskom zavisnošću od uvoza i jedinstvenim monetarnim pristupom. Hrvatska se nalazi na granici između razvijene i nerazvijene Europe, kako geografski tako i ekonomski. Članstvo Hrvatske u EU omogućilo joj je da postane granična država, otvarajući put drugim susjednim zemljama. Njeno kretanje ka boljoj ekonomskoj integraciji sa zapadnim zemljama kulminiralo je ulaskom u evropsku monetarnu uniju. Ovo je bio dugo očekivani plan za Hrvatsku, koja se suočila s izazovima u promjeni monetarne strategije i prelasku na ciljanje inflacije, posebno s obzirom na visok stepen euroizacije. Hrvatska je 1. januara 2023. službeno usvojila euro kao svoju službenu valutu i sredstvo plaćanja, čime je učvrstila svoju poziciju u Evropskoj monetarnoj uniji.

Tabela 12. Komparacija dugoročne kamatne stope zemalja Jugoistočne Evrope i BiH

Dugoročna kamatna stopa	Država
0,6	BiH
2,9	Hrvatska
-6,2	Srbija
5,49	Crna Gora
5,4	Makedonija
6,2	Kosovo

Izvor: Kreacija autora na osnovu podataka Eurostata

Grafikon 6. Komparacija dugoročne kamatne stope zemalja Jug. Evrope i BiH od 2019.-2022.



Izvor: Kreacija autora na osnovu podataka Eurostata

Da bi ispunila standard dugoročne kamatne stope, država članica ne smije imati prosječnu nominalnu dugoročnu kamatnu stopu više od 2 procentna poena iznad kamatne stope prve tri države članice koje su ostvarile kriterijume stabilnosti cijena. Ova informacija je preuzeta iz izvještaja o konvergenciji ESB-a za 2020. Za mjerenje dugoročnih kamatnih stopa uzima se u obzir bruto prinos od dugoročnih (10-godišnjih) obveznica koje izdaje centralna banka ili sličnih finansijskih instrumenata, s pažnjom na razlike između nacionalnih ekonomija. U Srbiji investitori finansiraju zemlju po negativnoj realnoj kamatnoj stopi od -6,2%, koja se utvrđuje oduzimanjem stope inflacije (8,8%) od nominalne kamatne stope (2,6%). Nažalost, početak 2023. godine donio je loše vijesti za stanje javnog duga u Srbiji. Država se finansira uz dugoročnu kamatu, što je poraslo i pogoršalo problem duga. Uprava za javni dug svakodnevno ažurira podatke o dugu na svojoj web stranici. Javni dug Srbije na dan 26. januara 2023. godine iznosio je 34.244.665.889 evra. Strategija upravljanja javnim dugom Makedonije 2023-2025, koja je trenutno u parlamentarnoj reviziji, otkriva finansijski teret za Sjevernu Makedoniju u narednim godinama. Ukupno treba vratiti milijardu i 919 miliona evra, uključujući 317 miliona evra ove godine, 958 miliona evra sledeće godine i još 644 miliona evra do 2024. U budžetu će biti potrebno izdvojiti preko 160 miliona evra za otplatu kamata u 2022. sam. Nasuprot tome, potrebe FBiH za zaduživanjem bile su minimalne prošle godine, što je rezultiralo otkazivanjem raznih trezorskih zapisa i izdavanja obveznica. U junu 2021. godine FBiH je izvršila emisiju sa negativnom kamatnom stopom od -0,002%. Ovo je bila finansijski ispravna odluka jer je Centralna banka BiH naplaćivala negativnu naknadu na sredstva koja premašuju obaveznu rezervu banaka. Prošle godine naknada je bila još negativnija i iznosila je -0,6%. Kao rezultat toga, neke banke su spremne da pozajmljuju novac budžetu FBiH, zarađujući malo ili čak i gube, kako bi smanjile svoje troškove. Banke u Bosni i Hercegovini već nekoliko godina kažnjavaju klijente, posebno one sa većim stanjem na računima, zbog zadržavanja sredstava na računima naplatom negativnih kamata. Osnova za to su nepovoljni KS kod stranih banaka na prekonoćne bankarske depozite na stranim računima, kao i pesimistični KS kod CBBiH za sredstva koja prelaze obaveznu rezervu. Troškovi kamata po osnovu zaduživanja su u opadajućem trendu posljednjih godina. Od 2022. godine iznosi 1,5 posto BDP-a u poređenju sa 3,5 posto u 2014. i 2015. godini. Očekuje se da će se ovaj trend nastaviti s još nižim nivoima predviđenim u narednim godinama. U Crnoj Gori je dug opšte države na kraju Q3 2022. iznosio nešto više od četiri milijarde eura,

dok je ukupan spoljni dug iznosio 9,45 milijardi eura. Uprkos tome, udio javnog duga trenutno iznosi 73,4 posto BDP-a, što je i dalje visoko, ali značajno poboljšanje u odnosu na 84,75 posto na kraju 2021. godine. U zemlji sklonoj političkim previranjima i odloženom formiranju vlade, postoje značajne fiskalne zabrinutosti povezane uz podizanje minimalne plate i penzija. Zvanični podaci koje je objavilo Ministarstvo finansija i trezora Bosne i Hercegovine pokazuju da državni dug iznosi oko 13,02 milijarde maraka, što je otprilike 6,65 milijardi eura. Inozemni dug, koji je na kraju trećeg kvartala prošle godine iznosio 9,772 miliona maraka (4,996 miliona eura), praćen je sa dodatnih 292,93 miliona maraka duga pet bosanskohercegovačkih privrednih subjekata za koje je država zadužena. jamac. Spoljni dug predstavlja 22,2 posto BDP-a. U trećem kvartalu 2022. godine unutrašnja zaduženost Bosne i Hercegovine iznosila je 3.246 miliona maraka ili oko 1.659 miliona eura. U međuvremenu, entitet Federacija BiH ima vanjski dug od 2,84 milijarde eura i unutrašnji dug od 548 miliona eura. Drugi entitet, Republika Srpska, ima vanjski dug od 2,1 milijardu eura i unutrašnji dug od 1,07 milijardi eura. Na kraju trećeg tromjesečja prošle godine BDP Bosne i Hercegovine bio je 43.994 miliona maraka, što je ekvivalentno 22.492 miliona eura, prema podacima Ministarstva finansija. Ukupno učešće javnog duga iznosi 29,59% BDP-a, pri čemu se nominalni iznos duga povećava, ali se njegovo učešće u BDP-u smanjuje. U 2021. godini udio javnog duga u BDP-u zemlje iznosio je 34,82%. Prema izvještaju Svjetske banke realni rast BDP-a je bio četiri posto u 2022. godini, uz nastavak trenda rasta 2023. i 2024. godine, iako nešto niži zbog ukrajinskog rata. Međutim, podaci o BDP-u za 2021. variraju, što je ključni faktor u svim budžetima. BDP Bosne i Hercegovine za 2021. godinu, prema podacima Ministarstva finansija i trezora BiH, premašuje izvještaj Svjetske banke za 1,3 milijarde maraka. Svjetska banka predviđa rast BDP-a u Bosni i Hercegovini od 2,5 posto u 2023. godini, nakon čega slijedi rast od 3 posto u 2024. u odnosu na prethodnu godinu. U međuvremenu će nominalna kamatna stopa u projektovanom periodu, osim prve godine, rasti za razliku između najviše realne kamatne stope u protekloj deceniji i prosječne realne kamatne stope tokom perioda projekcije.

DISKUSIJA

Ovaj rad se bavi prikazom javnog duga BiH u odnosu na druge zemlje jugoistočne Evrope, nadovezujući se na prethodno istraživanje na ovu temu. Komparativni pristup ovog dokumenta efektivno pozicionira javni dug BiH u kontekstu drugih zemalja u tranziciji. Međutim, postizanje održivog dugoročnog upravljanja dugom i ekonomski oporavak zahtijeva više od rješavanja dugova. Uz štetu od rata i pandemije, vlada, privatni sektor i globalna zajednica moraju raditi zajedno kako bi minimizirali utjecaj ekonomskih poremećaja. Javni dug je samo jedan aspekt značajnih ulaganja potrebnih za postizanje ciljeva održivog razvoja. Pored upravljanja javnim dugom, važno je uzeti u obzir kreditni rejting zemlje, izloženost valutnom riziku i druge bitne ekonomske pokazatelje. Nesiguran status privrede i nezdrava finansijska praksa mogu se otkriti kroz loše strukturiran dug u obliku dospjeća, valute ili kamatne stope. Kao rezultat toga, vlade moraju osmisliti efikasne strategije i planove za upravljanje javnim dugom. Svjetska banka i Međunarodni monetarni fond daju pomoć državama da ojačaju svoje fiskalne okvire i okvire upravljanja dugom, sa fokusom na povećanje transparentnosti u potrošnji i zaduživanju. Kako bi riješili previše privatnog duga, ove dvije institucije podržavaju provedbe učinkovitog okvira za nesolventnost i upravljanje nenaplativim zajmovima. Usklađenost politika javnog duga je jedan od bitnih kriterija koje sprovode zemlje Evropske Unije. Višegodišnji period negativnih uticaja ekonomske krize na zemlje Jugoistočne Evrope značajno je uticao na kontinuirano zaduživanje tih zemalja. Za Bosnu i Hercegovinu je veoma važno da se pridržava kriterija usklađenosti u dijelu visine deficita kao i duga u odnosu na društveni bruto proizvod. Rast javnog duga u Bosni i Hercegovini nadmašuje njenu ekonomsku ekspanziju. Nažalost, sredstva javnog duga koriste se kao prihod za javni budžet na svim nivoima vlasti u obliku socijalnih davanja. Ovo predstavlja značajan problem jer budžeti za sve nivoe vlasti ne ispunjavaju ekonomsku funkciju za finansiranje kapitalnih budžeta, odnosno investicija koje doprinose rastu BDP-a. Postavlja se pitanje optimalizacije javnog duga kada iznos granice zaduženja postaje smetnja ostvarivanju osnovnih makroekonomskih ciljeva. Zemlje članice EMU imaju mandat da se pridržavaju zvaničnog ograničenja javnog zaduživanja, koje iznosi 60% udjela javnog duga u BDP-u. S obzirom da je BiH ispod ovog kriterija postavlja se dilema koja je to granica optimalnog zaduživanja. Pod uslovom da se država još nije zadužila do maksimuma, još uvijek ima prostora za dodatno zaduživanje.

Tabela 11 pokazuje da je pandemija COVID-19 dovela do povećanja javnog duga kao procenta BDP-a širom jugoistočne Evrope u 2020. To je bilo praćeno smanjenjem BDP-a zbog privremene recesije, što je rezultiralo povećanjem javnog duga za mnoge zemlje u regionu.

Političko zaostajanje, niska kapitalna potrošnja i spore reformske inicijative dodatno su doprinijele slabijim izgledima u toj godini. Prema konsolidovanim podacima Ministarstva finansija BiH u 2021, fiskalni deficit je iznosio 2,5 posto BDP-a, što ukazuje na lošije stanje u odnosu na prethodni deficit od 1.8% (2020.). U 2020. zabilježen je pad prihoda međutim, 2021. godine je došlo do porasta naplate PDV-a. Povećana potrošnja na plate, dobra i usluge, zajedno sa socijalnim transferima poput penzija i boračkih beneficija, doveli su do povećanja rashoda. Nasuprot tome, kapitalna potrošnja je ostala niska. Pokazalo se da je fiskalni deficit iz 2020. izazvan pandemijom predstavljao veliki zastoj za sve predstavljene zemlje. Iako su indirektno zarade porasle, a kapitalni rashodi oslabili u 2021., oni nisu bili adekvatni da se fiskalna ravnoteža vrati u profitabilno stanje.

U tabeli 11 je prikazano da učešće javnog duga u BDP se smanjilo u 2022. godini u odnosu na 2021 za sve zemlje Jugoistočne Evrope. Na kraju 2022. godine, javni dug Hrvatske iznosio je 70,4% njenog BDP-a. Ovo je značajno poboljšanje od 14,6 % u odnosu na prethodnu godinu. Dodatno, došlo je do smanjenja nominalnog iznosa javnog duga. Ove godine, uprkos nominalnim porastima, predviđa se da će pokazatelj relativnog državnog duga pasti ispod 70% BDP-a zbog skromnog realnog ekonomskog rasta u Hrvatskoj. Učešće javnog duga u Srbiji je izuzetno visoko i dostiže 75,6%, ali ipak je znatno niži nego što je bio na kraju 2021.godine.

Prema podacima Ministarstva finansija, BDP Bosne i Hercegovine je do kraja trećeg kvartala 2022. godine iznosio 43.994 miliona maraka (oko 22.492 miliona eura), pri čemu je javni dug činio 29,59% ukupnog BDP-a. Ovo ukazuje na nominalno povećanje duga, ali smanjenje njegovog procentualnog učešća u BDP-u. U pogledu javnog zaduženja, Federacija Bosne i Hercegovine čini 50,16%, a slijedi Republika Srpska sa 48,86%. U međuvremenu, institucije BiH i Distrikta čine samo 0,61%, odnosno 0,37%. Na sreću, BDP zemlje je porastao što je rezultiralo smanjenjem udjela javnog duga u BDP-u u 2022.

Iako nominalna vrijednost duga može porasti, njegova stvarna vrijednost može se smanjiti zbog inflacije ili rasta BDP-a. Ipak, troškovi zaduživanja nastavljaju da eskaliraju. U 2022. godini u Republici Kosovo desio se rast BDP-a zbog čega se smanji udio javnog duga u BDP-u. Javni dug Sjeverne Makedonije porastao je na 2.647.373 miliona eura u 2022. godini, što je više u odnosu na prethodnu cifru od 2.466.404 miliona eura za 2021. U 2022. godini javni dug je porastao za 151,21 milion KM ili 1,18% u odnosu na vrijednost na dan 31.12.2021. povećanje unutrašnjeg duga za 2,77%, što iznosi 86,54 miliona KM. Sveukupno, ukupan dug je povećan za prethodno navedeni iznos.

Prijedlog ove diskusije kao prostor za dalja istraživanja je uzimanje u obzir iznosa duga i ukupnog prihoda prikupljenog od poreza. To bi pomoglo da se odredi udio poreskih prihoda koji ide za otplatu javnog duga. Neophodno je analizirati rok dospeljeća duga (ročna struktura javnog duga), kao i instrumente koji se koriste i metode zaduživanja. Potrošnja javnog duga isključivo za potrebe tekuće državne potrošnje smatra se najnepovoljnijim scenarijem, jer ne stvara novu vrijednost. Stoga jednostavno procjenjivanje javnog duga kao procenta BDP-a nije dovoljno bez uzimanja ovih faktora u obzir. Službeni podaci govore da je BiH u 2022. godini ostvarila ukupno 19,4 milijarde KM direktnih i indirektnih poreza. Ovaj iznos predstavlja značajno povećanje od 2,6 milijardi KM u odnosu na prošlogodišnju naplatu od 16,8 milijardi KM i čini 67% javnog duga naplaćenog u 2022. godini, u poređenju sa 76,53% u 2021. Međutim, kada se uzme u obzir primjer budžeta RS, iznos otplate duga za prošlu godinu iznosio je 450 miliona KM, dok je ovogodišnja naplata duga 922 miliona KM. To ukazuje da je otplata duga porasla mnogo više od prikupljenih prihoda, što bi moglo negativno uticati na likvidnost RS. Zapravo nije došlo do povećanja % učešća javnog duga u BDP ali jeste u odnosu na postotak prikupljenih prihoda. Učešće javnog duga u BDP-u je vrlo teško optimalizirati jer zavisi od ročnosti. Tokom inflacije, ključno je razmotriti ročnu strukturu javnog duga i otplatiti dugove sa varijabilnom kamatnom stopom što je prije moguće kako bi se izbjegao značajan porast otplata. Alternativno, reprogram otplate javnog duga takođe može biti efikasna mjera.

ZAKLJUČAK

Ova studija detaljnije analizira javni dug Bosne i Hercegovine i upoređuje sa drugim zemljama jugoistočne Evrope. Osiguranje usklađenosti sa standardima deficita i duga u odnosu na bruto društveni proizvod je ključno za Bosnu i Hercegovinu. Javni dug zemlje raste brže od njenog ekonomskog rasta, što predstavlja značajan izazov. Korištenje sredstava javnog duga kao neraspoređenih prihoda javnog budžeta na svim nivoima vlasti, često u obliku socijalnih davanja, je primarno pitanje.

U radu su dokazane hipoteze istraživanja, i to da Bosna i Hercegovina i zemlje Jugoistočne Evrope imaju neusklađen obim i strukturu javnog duga u odnosu na rast BDP-a zbog finansiranja javne potrošnje koja ne doprinosi društveno-ekonomskom i privrednom razvoju. Zatim je dokazano da Zemlje Jugoistočne Evrope moraju obezbijediti reforme javne potrošnje za brži rast DB-a i zaposlenosti kako bi smanjile zaostajanje u društveno- ekonomskom razvoju u odnosu na zemlje koje su postale članice Evropske Unije u ovom slučaju je to Hrvatska. Treća hipoteza je takođe dokazana a to je da Zemlje Jugoistočne Evrope koje nemaju članstvo u Evropskoj Uniji moraju ispuniti kriterije Maastrichta sa stanovišta obima javnog duga kao uslov članstva u Evropskoj Uniji. Predmetno istraživanje će sigurno omogućiti unaprijeđenje upravljanja javnim dugom u zemljama u tranziciji (posebno BiH) , jer je trend snažnog i ubrzanog rasta stopa i nivoa javnog duga u BiH i uporedivih zemalja, te potencijalno neadekvatna struktura i upravljanje javnim dugom su zapravo osnovni problem/predmet istraživanja rada.

Težnja Evropske unije za fiskalnom konvergencijom ometana je razvojnim neusklađenostima i nepotpunim pridržavanjem fiskalnih pravila i kriterijuma. Dok zajedničke politike, institucije, evropski fondovi i procesi integracije služe promoviranju konvergencije, ostaju prepreke koje ometaju krajnji cilj Unije. Da bi se postigla potpuna fiskalna konvergencija, ove prepreke moraju biti riješene i prevladane.

Kao prostor za dalja istraživanja relevantno bi bilo uzeti u obzir odnos duga u odnosu na prihode od prikupljenih direktnih i indirektnih poreza. To bi pomoglo da se odredi udio poreskih prihoda koji ide za otplatu javnog duga. Neophodno je analizirati rok dospijeca duga (ročnu strukturu javnog duga), kao i instrumente koji se koriste i metode zaduživanja. Potrošnja javnog duga isključivo za potrebe tekuće državne potrošnje smatra se

najnepovoljnijim scenarijem, jer ne stvara novu vrijednost. Stoga jednostavno procjenjivanje javnog duga kao procenta BDP-a nije dovoljno bez uzimanja ovih faktora u obzir.

LITERATURA

1. Arifi. (2021) How government outflow and public debt affect inflation: Evidence from see countries. *Journal of Liberty and International Affairs (Bitola)*, 7(3), 140–156. Dostupno na: <https://doi.org/10.47305/JLIA2137140a>
2. Bajo, A., Ott, K., Mihaljek, D. (2005) Hrvatski javni dug: Upravljanje i izazovi razvoja tržišta, Zbornik radova Ekonomska politika Hrvatske, Hrvatsko društvo ekonomista: Inženjering Biro
3. Bajo, A. (2010) Osnove upravljanja javnim dugom, Institut za javne finansije Zagreb, Zagreb.
4. Bajo, A., Primorac, M., Andabak, A., (2011), Osnove upravljanja javnim dugom, Institut za javne finansije, Zagreb.
5. Babić, M., Babić A., (2008), Međunarodna ekonomija, Mate doo, Zagreb
6. Babić, M., (2006), Od dezinflacije u zaduženost – Hrvatska privreda 1994.-2004., Ekonomski fakultet, Binoza press d.o.o., Zagreb
7. Brummerhoff Dieter (2000) Javne finansije, Mate, Zagreb
8. Dedić Šemsudin (2013) Parlament Federacije BiH, ul.Hamdije Kreševljakovića bb., Sarajevo, Budžetski deficit i javni dug
9. Demir. (2021). External debt sustainability in the transition economies of southeast Europe: an application by wavelet-based unit root tests. *Eastern Journal of European Studies*, 12(1), 173–190. Dostupno na: <https://doi.org/10.47743/ejes-2021-0107>
10. Drašković Mimo, Milica Delibasic, Veselin Draskovic, Mladen Ivic, & Drago Pupavac. (2017). Public sector management as a development problem in the countries of Southeast Europe. *Public Policy and Administration*, 16(4), 593–604. Dostupno na: <https://doi.org/10.13165/VPA-17-16-4-06>
11. Gllogjani, & Balaj, D. (2021). The assessment of fiscal deficit on economic growth in transition countries of south-eastern europe. *Journal of Liberty and International Affairs (Bitola)*, 7(3), 102–117. Dostupno na: <https://doi.org/10.47305/JLIA2137102g>
12. Harvey S. Rosen (2009), Javne finansije, RriF, Zagreb
13. IMF (2022), Making Debt Work for Development and Macroeconomic Stability, dostupno na: <https://www.imf.org/en/Search#q=public%20debt&sort=relevancy>

14. Josic. (2013). Comparative analysis of external debt indicators i Croatia and southeastern european countries. *Ekonomiska Misao i Praksa*, 22(1), 197–220.
15. Jednak, Kragulj, D., & Buljajić, M. (2015). A comparative analysis of development in Southeast European countries. *Technological and Economic Development of Economy*, 24(1), 253–270. Dostupno na: <https://doi.org/10.3846/20294913.2016.1212438>
16. Jurković Pero (2002), *Javne finansije*, Masmedia, Zagreb
17. Kačan, A.(2000), *Analiza inozemnog duga RH*, Hrvatska narodna banka Pregledi, br.4, Zagreb
18. Kešetović, Dž. Đonlagić, Ž. Rička (2012): *Javne finansije*, Ekonomski fakultet Sarajevo
19. Kersan – Škabić, I.(2006), *Komparativna analiza zaduženosti Hrvatske i zemalja Srednje i Istočne Europe*, Ekonomika istraživanja
20. Marić Željko (2017) *Ekonomski fakultet, Sveučilište u Mostaru, Pregledni rad, Javni dug i dužnička kriza (primjer Bosne i Hercegovine)*,
21. Musgrave Richard i Musgrave Peggy (1998) *Javne finansije u teoriji i praksi*, Institut za javne finansije, Zagreb
22. *Ministarstvo finansija i trezora Bosne i Hercegovine (2018)*, Sarajevo
23. *Analiza održivosti javnog duga u Bosni i Hercegovini za period 2018-2022. godine*
24. *Ministarstvo finansija i trezora Bosne i Hercegovine (2018)*, Sarajevo
25. *Analiza održivosti javnog duga u Bosni i Hercegovini za period 2020-2023. godine*,
26. *Ministarstvo finansija i trezora BiH, Informacija o stanju javne zaduženosti Bosne i Hecegovine na dan 30.06.2021.godine*
27. *Izvještaj o unutrašnjem dugu BiH za IV kvartal 2021.godine*, *Ministarstvo finansija i rezora BiH*
28. *Ministarstvo finansija i rezora BiH ,Kvartalni izvještaj o vanjskom dugu Bosne i Hercegodine, četvrti kvartal 2021. godine*,
29. *Ministarstvo finansija i trezora BiH, Kvartalni pregled javnog duga BiH – četvrti kvartal 2021.godine*
30. Moćević Amina, *Univerzitet u Sarajevu, Ekonomski fakultet, Doktorski program u okviru Bolonjskog koncepta studija, Javni dug subcentralnog nivoa u Bosni i*

Hercegovini i empirijska analiza determinanti javnog duga subcentralnog nivoa u Federaciji Bosne i Hercegovine

31. Osmanović A. i Omerhodžić S.(2014), Univerzitet u Tuzli, Ekonomski fakultet, Pregledni rad, Upravljanje javnim dugom u Bosni i Hercegovini u funkciji ispunjavanja kriterija Europske Unije
32. Javni ili državni dug, Marina Ralašić, Izvor: Finansijska praksa, 17(4), 381-383
33. Sinanović (2016) Komparativna analiza uticaja potencijanih obaveza na obim javnog duga zemalja ex Jugoslavije, Magistarski rad, Univerzitet u Tuzli
34. Simić, & Mustra, V. (2012). Debts (Public and External) and Growth--Link or No Link? Croatian Operational Research Review, 3(1), 91–102.
35. Strategija razvoja Federacije Bosne i Hercegovine 2021 - 2027., Federalno Ministarstvo Finansija
36. Strategija upravljanja dugom 2021-2023, Federalno Ministarstvo Finansija BiH
37. Strategija upravljanja dugom Kantona Sarajevo 2020.-2022.godina, Sarajevo 28.05.2020.godine
38. Srednjoročna strategija upravljanja dugom Bosne i Hercegovine za period 2020-2023 godina, Federalno Ministarstvo Finansija
39. Srednjoročna strategija upravljanja dugom Bosne i Hercegovine za period 2019-2022., Federalno Ministarstvo Finansija
40. Stiglitz, J.E.(2000) , Ekonomija javnog sektora, Ekonomski fakultet Beograd, Beograd
41. Švaljek Sandra (1997), Granice javnog duga: Pregled teorije i metoda ocjene održivosti politike zaduživanja, Privredna kretanja i ekonomska politika, br.61
42. Zapadni Balkan redovni ekonomski izvještaj br.17/proljeće 2020.
43. Zukanović Aida (2016), Jani dug i upravljanje javnim dugom – sa osvrtom na dužničku krizu u Grčkoj, Završni rad, Univerzitet u Sarajevu

Internet:

<https://www.academia.edu> (pristupljeno 02.11.2022.)

<https://bhas.gov.ba> (pristupljeno 05.12.2022.)

<https://www.cbbh.ba> (pristupljeno 05.12.2022.)

<https://ec.europa.eu> (pristupljeno 11.01.2023.)

<https://ec.europa.eu/eurostat> (pristupljeno 10.01.2023.)
<http://www.fmf.gov.ba> (pristupljeno 05.12.2022.)
<https://www.mft.gov.ba> (pristupljeno 11.11.2022.)
<https://mf.ks.gov.ba> (pristupljeno 04.12.2022.)
<https://www.oecd.org> (pristupljeno 02.02.2023.)
www.ijf.hr (pristupljeno 02.01.2023.)
<https://repositorij.efzg.unizg.hr> (pristupljeno 10.12.2022.)
www.parlament.ba (pristupljeno 01.02.2023.)
<https://mf.rks-gov.net/page.aspx?id=3,49> (pristupljeno 28.04.2023.)
<https://www.gov.me/cyr/mif> (pristupljeno 27.04.2023)