



УНИВЕРЗИТЕТ У НИШУ
ЕКОНОМСКИ ФАКУЛТЕТ

МИЛОШ Д. ГОЛУБОВИЋ

**ЕМПИРИЈСКА ОПСЕРВАЦИЈА
ДЕТЕРМИНАНТИ ЈАВНОГ ДУГА У ЗЕМЉАМА
ЈУГОИСТОЧНЕ ЕВРОПЕ**

- Докторска дисертација -

Ниш, 2025. године



УНИВЕРЗИТЕТ У НИШУ
ЕКОНОМСКИ ФАКУЛТЕТ

МИЛОШ Д. ГОЛУБОВИЋ

**ЕМПИРИЈСКА ОПСЕРВАЦИЈА
ДЕТЕРМИНАНТИ ЈАВНОГ ДУГА У ЗЕМЉАМА
ЈУГОИСТОЧНЕ ЕВРОПЕ**

- Докторска дисертација -

Текст ове докторске дисертације
ставља се на увид јавности,
у складу са чланом 30, ставом 8. Закона о високом образовању („Сл. гласник РС“, број
76/2005, 100/2007 – аутентично тумачење, 97/2008, 44/2010, 93/2012, 89/2013, 99/2014).

НАПОМЕНА О АУТОРСКИМ ПРАВИМА

Овај текст се сматра рукописом и само се саопштава јавности (члан 7 Закона о
ауторским и сродним правима, „Сл. гласник РС“, број 104/2009, 99/2011 и 119/2012).

**Ниједан део ове докторске дисертације не сме се користити ни у какве сврхе, осим
за упознавање са садржајем пре одбране.**



УНИВЕРЗИТЕТ У НИШУ
ЕКОНОМСКИ ФАКУЛТЕТ

МИЛОШ Д. ГОЛУБОВИЋ

**ЕМПИРИЈСКА ОПСЕРВАЦИЈА
ДЕТЕРМИНАНТИ ЈАВНОГ ДУГА У ЗЕМЉАМА
ЈУГОИСТОЧНЕ ЕВРОПЕ**

- Докторска дисертација -

Ниш, 2025. године



UNIVERSITY OF NIŠ
FACULTY OF ECONOMICS

MILOŠ D. GOLUBOVIĆ

**EMPIRICAL OBSERVATION OF THE
DETERMINANTS OF PUBLIC DEBT IN SOUTHEAST
EUROPEAN COUNTRIES**

- Doctoral dissertation -

Niš, 2025.

КОМИСИЈА ЗА ОЦЕНУ И ОДБРАНУ ДОКТОРСКЕ ДИСЕРТАЦИЈЕ

Ментор: Др Марина Ђорђевић, редовни професор
Универзитет у Нишу, Економски факултет

Чланови комисије: 1. _____

2. _____

3. _____

4. _____

Датум одбране докторске дисертације: _____

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

Овим изјављујем да сам сагласна да кандидат Милош Голубовић може да преда Реферату за последипломско образовање Факултета урађену докторску дисертацију под називом „Емпиријска опсервација детерминанти јавног дуга у земљама Југоисточне Европе“, ради организације њене оцене и одбране.

Ниш, _____

(Потпис ментора)

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

Hereby, I declare that I agree that the candidate Miloš Golubović, can submit the completed doctoral dissertation entitled „**Empirical observation of the determinants of public debt in Southeast European countries**“, to the officer for doctoral studies at the Faculty, for the purpose of its evaluation and defense.

Niš, _____

(Mentor's signature)

Подаци о докторској дисертацији

Ментор:

Др Марина Ђорђевић, редовни професор, Универзитет у
Нишу,
Економски факултет

Наслов:

Емпиријска опсервација детерминанти јавног дуга у
земљама Југоисточне Европе

Резиме:

Јавни дуг представља један од најважнијих индикатора макроекономске стабилности и кључну референтну величину у процесу креирања и евалуације фискалне политике. У савременим економијама, нарочито у земљама у развоју и економијама у транзицији, питање одрживости јавног дуга постаје централна тема због учесталих екстерних шокова, ограничених институционалних капацитета и структурних слабости фискалних система. Предмет ове докторске дисертације је емпиријска анализа макроекономских детерминанти јавног дуга у земљама Југоисточне Европе у периоду 2008–2024. године, са посебним нагласком на процени статистичких и економских ефеката инфлације, каматне стопе на јавни дуг, реалног раста БДП-а, страних директних инвестиција, раста просечне бруто зараде, отворености економије и промене буџетског биланса.

Истраживање обухвата осам земаља региона – Србију, Црну Гору, Босну и Херцеговину, Северну Македонију, Албанију, Хрватску, Бугарску и Румунију – које карактеришу слични економски процеси, али и значајне хетерогености у погледу фискалних исхода и макроекономских резултата. Теоријски оквир рада заснива се на анализи историјског развоја јавног дуга, теоријских приступа задуживању (класични, кејнзијански и рикардијански модел), концепту фискалне одрживости, $r-g$ диференцијалу, као и специфичностима дужничких криза у земљама у развоју.

Методолошки део истраживања обухвата дескриптивну статистику, компаративну анализу и примену панел регресионог моделирања. Примењени су Pooled OLS, Fixed Effects и Random Effects модели, уз спровођење Breusch-Pagan LM теста ради избора оптималне спецификације. Анализа је спроведена на балансираној серији панел података за седамнаестогодишњи период, при чему је посебна пажња посвећена динамици јавног дуга израженој у проценту БДП-а.

Емпиријски резултати истраживања потврђују главну хипотезу да је динамика јавног дуга значајно условљена кретањем макроекономских варијабли. Посебно је уочено да реални раст БДП-а има статистички најзначајнији и

економски најјачи утицај на смањење задужености. Промена буџетског биланса показала се као изузетно значајан фактор у смањењу удела јавног дуга у БДП-у, што је у складу са теоријским очекивањима. Такође, инфлација се показала као умерено значајна детерминанта флукуације јавног дуга, док стране директне инвестиције, каматна стопа на јавни дуг, отвореност економије и раст просечне бруто зараде се нису потврдиле као статистички значајни регресори.

Закључак дисертације указује на то да одрживост јавног дуга у земљама региона зависи од комбинације макроекономских услова, институционалних капацитета и структуре фискалне политике. На основу добијених резултата, рад пружа сет препорука усмерених на јачање фискалне дисциплине, рационализацију јавне потрошње, оптимизацију структуре дуга и унапређење механизма управљања фискалним ризицима. Истраживање има научни и практични значај, јер доприноси бољем разумевању детерминанти јавног дуга у региону Југоисточне Европе и пружа полазиште за даља истраживања у области јавних финансија, фискалне одрживости и макроекономског управљања.

Научна област:

Економске науке

Научна дисциплина:

Финансијска теорија и политика

Кључне речи

Јавни дуг, Југоисточна Европа, фискална политика, одрживост јавних финансија, инфлација, каматна стопа на јавни дуг, реални раст БДП-а, стране директне инвестиције, раст просечне бруто зараде, отвореност економије, промена буџетског биланса.

УДК:

336.143:336.02/.1(4-12)(043.3)

CERIF
класификација

S-181 Наука о финансијама

Тип лиценце
креативне заједнице

CC BY-NC-ND

Data on Doctoral Dissertation

DoctoralSupervisor:

Dr Marina Đorđević, Full professor, University of Niš,
Faculty of Economics

Title:

Empirical observation of the determinants of public debt in
Southeast European countries

Abstract:

Public debt represents one of the most important indicators of macroeconomic stability and a key reference variable in the process of designing and evaluating fiscal policy. In modern economies, particularly in developing countries and transition economies, the issue of public debt sustainability has become a central topic due to frequent external shocks, limited institutional capacities, and structural weaknesses of fiscal systems.

The subject of this doctoral dissertation is an empirical analysis of the macroeconomic determinants of public debt in Southeast European countries in the period 2008–2024, with a special emphasis on assessing the statistical and economic effects of inflation, the interest rate on public debt, real GDP growth, foreign direct investment, growth in average gross wages, economic openness and changes in the budget balance.

The research covers eight countries of the region—Serbia, Montenegro, Bosnia and Herzegovina, North Macedonia, Albania, Croatia, Bulgaria, and Romania—characterized by similar economic processes but also by notable heterogeneity in fiscal outcomes and macroeconomic performance. The theoretical framework is based on the analysis of the historical evolution of public debt, theoretical approaches to borrowing (classical, Keynesian, and Ricardian models), the concept of fiscal sustainability, the $r-g$ differential, as well as the specific characteristics of debt crises in developing countries.

The methodological part of the research includes descriptive statistics, comparative analysis, and the application of panel regression modeling. Pooled OLS, Fixed Effects, and Random Effects models were employed, along with the Breusch–Pagan LM test to select the optimal specification. The analysis was conducted on a balanced panel dataset for a seventeen-year period, with special attention devoted to the dynamics of public debt expressed as a percentage of GDP.

The empirical results confirm the main hypothesis that the dynamics of public debt are significantly conditioned by the movement of macroeconomic variables. In particular, real GDP growth exhibited the most statistically significant and economically strongest effect in reducing indebtedness. Changes in the budget balance also proved to be an extremely important factor in reducing the share of public debt in GDP, consistent

with theoretical expectations. Furthermore, inflation showed a moderately significant effect on debt fluctuations, while foreign direct investment, the interest rate on public debt, economic openness, and growth in average gross wages did not emerge as statistically significant regressors.

The conclusion of the dissertation indicates that the sustainability of public debt in the region depends on a combination of macroeconomic conditions, institutional capacities, and the structure of fiscal policy. Based on the obtained results, the dissertation provides a set of recommendations aimed at strengthening fiscal discipline, rationalizing public expenditure, optimizing the debt structure, and improving mechanisms for managing fiscal risks. The research has both scientific and practical relevance, as it contributes to a better understanding of the determinants of public debt in Southeast Europe and offers a foundation for further research in the fields of public finance, fiscal sustainability, and macroeconomic governance.

ScientificField:

Economic Sciences

ScientificDiscipline:

Financial theory and policy

Key Words:

Public debt, Southeast Europe, fiscal policy, public finance sustainability, inflation, public debt interest rate, real GDP growth, foreign direct investment, growth of average gross wages, economic openness, change in budget balance.

UDC:

336.143:336.02/.1(4-12)(043.3)

CERIF
Classification:

S-181 The science of finance

Creative Commons
License Type:

CC BY-NC-ND

Научни допринос докторске дисертације

Докторска дисертација под насловом „**Емпиријска опсервација детерминанти јавног дуга у земљама Југоисточне Европе**“ представља свеобухватно истраживање макроекономских и фискалних фактора који утичу на кретање и одрживост јавног дуга у региону Југоисточне Европе. Истраживање обухвата период од 2008. до 2024. године и усмерено је на анализу осам држава – Републике Србије, Босне и Херцеговине, Северне Македоније, Црне Горе, Хрватске, Бугарске, Румуније и Албаније. У оквиру рада идентификоване су и квантификоване кључне детерминанте јавног дуга, међу којима се издвајају реални раст бруто домаћег производа (БДП), страни директни инвестициони токови (СДИ), каматне стопе на јавни дуг, стопа инфлације, просечна зарада, степен отворености економије и промена буџетског биланса.

Основни научни допринос дисертације огледа се у емпиријском утврђивању и мерењу утицаја наведених макроекономских варијабли на динамику и ниво јавног дуга у земљама Југоисточне Европе. Применом дескриптивне статистике, корелационе анализе и панел регресионог моделовања, дисертација пружа дубински увид у различите механизме кроз које економски раст, инвестиције, инфлациона кретања и фискална позиција утичу на одрживост јавних финансија. Добијени резултати омогућавају идентификацију структурних разлика и сличности у фискалном понашању и задуживању посматраних држава.

Посебна вредност рада огледа се у интеграцији теоријских концепата о јавном дугу са емпиријским показатељима који одражавају специфичности посттранзиционих економија региона. Дисертација даје нова сазнања о узрочно-последичним везама између фискалне политике и динамике јавног дуга, као и о улози спољних и унутрашњих макроекономских детерминанти у процесу задуживања. На тај начин, рад пружа аргументовану основу за разумевање фискалне одрживости и процену ризика прекомерног задуживања у малим и отвореним економијама Југоисточне Европе.

У теоријском смислу, допринос дисертације се огледа у проширивању постојећих сазнања о детерминантама јавног дуга, посебно у контексту региона који се суочава са изазовима структурних реформи и интеграцијом у европске економске токове. У практичном смислу, резултати истраживања имају потенцијал да послуже као полазиште за креирање ефикасније фискалне и дугоровне политике, усмерене ка очувању макроекономске стабилности и смањењу ризика фискалне неодрживости. Препоруке из дисертације могу бити од значаја за креаторе економске политике у процесу дефинисања стратегија управљања јавним дугом и унапређења транспарентности и кредибилитета фискалног система.

The Scientific Contribution of the Doctoral Dissertation

The doctoral dissertation entitled “**Empirical Observation of the Determinants of Public Debt in the Countries of Southeastern Europe**” represents a comprehensive study of the macroeconomic and fiscal factors influencing the movement and sustainability of public debt in the Southeastern Europe region. The research covers the period from 2008 to 2024 and focuses on the analysis of eight countries – the Republic of Serbia, Bosnia and Herzegovina, North Macedonia, Montenegro, Croatia, Bulgaria, Romania, and Albania. Within the scope of the study, key determinants of public debt have been identified and quantified, including real GDP growth, foreign direct investment (FDI) inflows, interest rates on public debt, inflation rate, average wage, degree of economic openness, and changes in the budget balance.

The main scientific contribution of the dissertation lies in the empirical determination and quantification of the impact of the aforementioned macroeconomic variables on the dynamics and level of public debt in the countries of Southeastern Europe. By applying descriptive statistics, correlation analysis, and panel regression modeling, the dissertation provides an in-depth insight into the various mechanisms through which economic growth, investments, inflationary trends, and fiscal positions affect the sustainability of public finances. The obtained results allow for the identification of structural differences and similarities in fiscal behavior and borrowing patterns among the observed countries.

The particular value of the research lies in the integration of theoretical concepts of public debt with empirical indicators reflecting the specificities of post-transition economies in the region. The dissertation offers new insights into the causal relationships between fiscal policy and public debt dynamics, as well as into the role of both external and internal macroeconomic determinants in the borrowing process. In this way, the research provides a well-founded basis for understanding fiscal sustainability and assessing the risks of excessive indebtedness in small and open economies of Southeastern Europe.

From a theoretical standpoint, the contribution of the dissertation lies in expanding the existing knowledge about the determinants of public debt, especially in the context of a region facing structural reform challenges and integration into European economic flows. From a practical perspective, the research results have the potential to serve as a foundation for formulating more effective fiscal and debt policies aimed at preserving macroeconomic stability and reducing the risk of fiscal unsustainability. The recommendations derived from the dissertation may be of significance to policymakers in defining strategies for public debt management and enhancing the transparency and credibility of the fiscal system.

ЛИСТА ТАБЕЛА

Табела 1 – Критеријуми и облици класификације јавног дуга према ММФ-у	7
Табела 2 – Упоредна анализа класичног, кејнзијанског и рикардијанског приступа јавном дугу	13
Табела 3 – Прагови ризика одрживости јавног дуга према методологији ММФ-а	21
Табела 4 – Спољни дуг земаља Латинске Америке у милијардама долара у периоду 1979-1983.	35
Табела 5 – Економски показатељи Мексика (1979–1983.)	37
Табела 6 – Текући рачун земаља Источне Азије у периоду 1990-1997. године	42
Табела 7 – Кретање спољног дуга у земљама Источне Азије у периоду 1990-1996.....	43
Табела 8 – Кретање јавног дуга као % БДП-а периферних земаља чланица еврозоне ..	46
Табела 9 – Типологија обрађених дужничких криза према узроцима и карактеристикама	52
Табела 10 – Инструменти кредитирања ММФ-а	56
Табела 11 – Финансијски и нефинансијски инструменти СБ	61
Табела 12 – Компаративни приказ кретања јавног дуга као % БДП-а у земљама у развоју и развијеним земљама за период 2001-2024.	66
Табела 14 – Збирни приказ кретања номиналног јавног дуга земаља Југоисточне Европе изражен у милијардама америчких долара	76
Табела 15 – Процентуални удео јавног дуга у БДП-у земаља Југоисточне Европе у 2024. години	77
Табела 16 – Кретање јавног дуга у Републици Србији у интервалу од 2008. до 2024. године	96

Табела 17 – Кретање јавног дуга у Републици Црној Гори у интервалу од 2008. до 2024. године	100
Табела 18 – Кретање јавног дуга у Републици Северној Македонији у интервалу од 2008. до 2024. године	103
Табела 19 – Кретање јавног дуга у Босни и Херцеговини у интервалу од 2008. до 2024. године	106
Табела 20 – Кретање јавног дуга у Републици Албанији у интервалу од 2008. до 2024. године	109
Табела 21 – Кретање јавног дуга у Републици Хрватској у интервалу од 2008. до 2024. године	112
Табела 22 – Кретање јавног дуга у Републици Бугарској у интервалу од 2008. до 2024. године	115
Табела 23 – Кретање јавног дуга у Републици Румунији у интервалу од 2008. до 2024. године	118
Табела 24 – Сагледавање реалног раста БДП-а у Републици Србији за посматрани период	125
Табела 25 – Сагледавање реалног раста БДП-а у Републици Црној Гори за посматрани период	127
Табела 26 – Сагледавање реалног раста БДП-а у Републици Северној Македонији за посматрани период	129
Табела 27 – Сагледавање реалног раста БДП-а у Босни и Херцеговини за посматрани период	131
Табела 28 – Сагледавање реалног раста БДП-а у Републици Албанији за посматрани период	133

Табела 29 – Сагледавање реалног раста БДП-а у Републици Хрватској за посматрани период	136
Табела 30 – Сагледавање реалног раста БДП-а у Републици Бугарској за посматрани период	138
Табела 31 – Сагледавање реалног раста БДП-а у Републици Румунији за посматрани период	140
Табела 32 – Сагледавање страних директних инвестиција у Републици Србији изражених као % БДП-а за посматрани период	145
Табела 33 – Сагледавање страних директних инвестиција у Републици Црној Гори изражених као % БДП-а за посматрани период	148
Табела 34 – Сагледавање страних директних инвестиција у Републици Северној Македонији изражених као % БДП-а за посматрани период	150
Табела 35 – Сагледавање страних директних инвестиција у Босни и Херцеговини изражених као % БДП-а за посматрани период	152
Табела 36 – Сагледавање страних директних инвестиција у Републици Албанији изражених као % БДП-а за посматрани период	154
Табела 37 – Сагледавање страних директних инвестиција у Републици Хрватској изражених као % БДП-а за посматрани период	156
Табела 38 – Сагледавање страних директних инвестиција у Републици Бугарској изражених као % БДП-а за посматрани период	158
Табела 39 – Сагледавање страних директних инвестиција у Републици Румунији изражених као % БДП-а за посматрани период	160
Табела 40 – Сагледавање каматних стопа у Републици Србији изражених у % за посматрани период	164

Табела 41 – Сагледавање каматних стопа у Републици Црној Гори изражених у % за посматрани период	167
Табела 42 – Сагледавање каматних стопа у Републици Северној Македонији изражених у % за посматрани период	170
Табела 43 – Сагледавање каматних стопа у Босни и Херцеговини изражених у % за посматрани период	172
Табела 44 – Сагледавање каматних стопа у Републици Албанији изражених у % за посматрани период	175
Табела 45 – Сагледавање каматних стопа у Републици Хрватској изражених у % за посматрани период	178
Табела 46 – Сагледавање каматних стопа у Републици Бугарској изражених у % за посматрани период	180
Табела 47 – Сагледавање каматних стопа у Републици Бугарској изражених у % за посматрани период	183
Табела 48 – Сагледавање просечне годишње инфлације у Републици Србији изражене у % за посматрани период	189
Табела 49 – Сагледавање просечне годишње инфлације у Републици Црној Гори изражене у % за посматрани период	192
Табела 50 – Сагледавање просечне годишње инфлације у Републици Северној Македонији изражене у % за посматрани период	194
Табела 51 – Сагледавање просечне годишње инфлације у Босни и Херцеговини изражене у % за посматрани период	196
Табела 52 – Сагледавање просечне годишње инфлације у Републици Албанији изражене у % за посматрани период	199

Табела 53 – Сагледавање просечне годишње инфлације у Републици Хрватској изражене у % за посматрани период	201
Табела 54 – Сагледавање просечне годишње инфлације у Републици Бугарској изражене у % за посматрани период	203
Табела 55 – Сагледавање просечне годишње инфлације у Републици Румунији изражене у % за посматрани период	205
Табела 56 – Сагледавање раста просечне бруто зараде исказане у америчким доларима у Републици Србији у интервалу од 2008. до 2024. године	211
Табела 57 – Сагледавање раста просечне бруто зараде исказане у америчким доларима у Републици Црној Гори у интервалу од 2008. до 2024. године	214
Табела 58 – Сагледавање раста просечне бруто зараде исказане у америчким доларима у Републици Северној Македонији у интервалу од 2008. до 2024. године	216
Табела 59 – Сагледавање раста просечне бруто зараде исказане у америчким доларима у Босни и Херцеговини у интервалу од 2008. до 2024. године	219
Табела 60 – Сагледавање раста просечне бруто зараде исказане у америчким доларима у Републици Албанији у интервалу од 2008. до 2024. године	221
Табела 61 – Сагледавање раста просечне бруто зараде исказане у америчким доларима у Републици Хрватској у интервалу од 2008. до 2024. године	224
Табела 62 – Сагледавање раста просечне бруто зараде исказане у америчким доларима у Републици Бугарској у интервалу од 2008. до 2024. године	226
Табела 63 – Сагледавање раста просечне бруто зараде исказане у америчким доларима у Републици Румунији у интервалу од 2008. до 2024. године	229
Табела 64 – Сагледавање отворености економије Републике Србије у интервалу од 2008. до 2024. године	234

Табела 65 – Сагледавање отворености економије Републике Црне Горе у интервалу од 2008. до 2024. године	236
Табела 66 – Сагледавање отворености економије Републике Северне Македоније у интервалу од 2008. до 2024. године	239
Табела 67 – Сагледавање отворености економије Босне и Херцеговине у интервалу од 2008. до 2024. године	241
Табела 68 – Сагледавање отворености економије Републике Албаније у интервалу од 2008. до 2024. године	243
Табела 69 – Сагледавање отворености економије Републике Хрватске у интервалу од 2008. до 2024. године	245
Табела 70 – Сагледавање отворености економије Републике Бугарске у интервалу од 2008. до 2024. године	247
Табела 71 – Сагледавање отворености економије Републике Румуније у интервалу од 2008. до 2024. године	249
Табела 72 – Приказ промена буџетског биланса Републике Србије у интервалу од 2008. до 2024. године	255
Табела 73 – Приказ промена буџетског биланса Републике Црне Горе у интервалу од 2008. до 2024. године	257
Табела 74 – Приказ промена буџетског биланса Републике Северне Македоније у интервалу од 2008. до 2024. године	260
Табела 75 – Приказ промена буџетског биланса Босне и Херцеговине у интервалу од 2008. до 2024. године	262
Табела 76 – Приказ промена буџетског биланса Републике Албаније у интервалу од 2008. до 2024. године	264

Табела 77 – Приказ промена буџетског биланса Републике Хрватске у интервалу од 2008. до 2024. године	267
Табела 78 – Приказ промена буџетског биланса Републике Бугарске у интервалу од 2008. до 2024. године	270
Табела 79 – Приказ промена буџетског биланса Републике Румуније у интервалу од 2008. до 2024. године	272
Табела 80 – Зависна и независне променљиве коришћене у истраживању	278
Табела 81 – Дескриптивна статистика промене јавног дуга (% БДП-а) на нивоу целог панела (2008–2024.)	282
Табела 82 – Основни дескриптивни показатељи промене јавног дуга (% БДП-а) по земљама Југоисточне Европе (2008–2024.)	283
Табела 83 – Основни дескриптивни показатељи промене јавног дуга (% БДП-а) по годинама у земљама Југоисточне Европе (2008–2024.)	284
Табела 84 – Дескриптивна статистика реалног раста БДП-а (%) на нивоу целог панела (2008–2024.)	287
Табела 85 – Основни дескриптивни показатељи реалног раста БДП-а (%) по земљама Југоисточне Европе (2008–2024.)	287
Табела 86 – Основни дескриптивни показатељи реалног раста БДП-а (%) по годинама у земљама Југоисточне Европе (2008–2024.)	288
Табела 87 – Дескриптивна статистика страних директних инвестиција (%) на нивоу целог панела (2008–2024.)	290
Табела 88 – Основни дескриптивни показатељи страних директних инвестиција (%) по земљама Југоисточне Европе (2008–2024.)	291
Табела 89 – Основни дескриптивни показатељи страних директних инвестиција (%) по годинама у земљама Југоисточне Европе (2008–2024.)	292

Табела 90 – Дескриптивна статистика каматних стопа на јавни дуг (%) на нивоу целог панела (2008–2024.)	294
Табела 91 – Основни дескриптивни показатељи каматних стопа на јавни дуг (%) по земљама Југоисточне Европе (2008–2024.)	295
Табела 92 – Основни дескриптивни показатељи каматних стопа на јавни дуг (%) по годинама у земљама Југоисточне Европе (2008–2024.)	296
Табела 93 – Дескриптивна статистика инфлације (%) на нивоу целог панела (2008–2024.)	298
Табела 94 – Основни дескриптивни показатељи инфлације (%) по земљама Југоисточне Европе (2008–2024.)	299
Табела 95 – Основни дескриптивни показатељи инфлације (%) по годинама у земљама Југоисточне Европе (2008–2024.)	300
Табела 96 – Дескриптивна статистика раста просечних зарада (%) изражених у америчким доларима на нивоу целог панела (2008–2024.)	302
Табела 97 – Основни дескриптивни показатељи раста просечних зарада (%) изражених у америчким доларима по земљама Југоисточне Европе (2008–2024.)	302
Табела 98 – Основни дескриптивни показатељи раста просечних зарада (%) изражених у америчким доларима по годинама у земљама Југоисточне Европе (2008–2024.)	303
Табела 99 – Дескриптивна статистика отворености економије (% БДП-а) на нивоу целог панела (2008–2024.)	305
Табела 100 – Основни дескриптивни показатељи отворености економије (% БДП-а) по земљама Југоисточне Европе (2008–2024.)	306
Табела 101 – Основни дескриптивни показатељи отворености економије (% БДП-а) по годинама у земљама Југоисточне Европе (2008–2024.)	307
Табела 102 – Дескриптивна статистика промене буџетског биланса (%) на нивоу целог панела (2008–2024.)	309
Табела 103 – Основни дескриптивни показатељи промене буџетског биланса (%) по земљама Југоисточне Европе (2008–2024.)	310

Табела 104 – Основни дескриптивни показатељи промене буџетског биланса (%) по годинама у земљама Југоисточне Европе (2008–2024.)	311
Табела 105 – Матрица корелације између макроекономских варијабли	313
Табела 106 – Тест мултиколинearности	317
Табела 107 – <i>Durbin–Watson</i> тест аутокорелације резидуала	318
Табела 108 – Сумарни преглед <i>OLS</i> модела	319
Табела 109 – Оцена регресионих параметара применом модела обичних најмањих квадрата (<i>OLS</i>)	319
Табела 110 – Оцена регресионих параметара применом модела са случајним ефектима (<i>REM</i>)	320
Табела 111 – Оцена регресионих параметара применом модела са фиксним ефектима (<i>FEM</i>)	322
Табела 112 – <i>F-тест</i> за оправданост модела са фиксним ефектима	323

ЛИСТА СЛИКА

Слика 1 – Валутна и секторска структура дуга у ЕМЕ у % БДП-а и % укупног спољног дуга	71
Слика 2 – Хистограм промене јавног дуга (% БДП-а) у земљама Југоисточне Европе (2008–2024.)	286
Слика 3 – Хистограм реалног раста БДП-а (%) у земљама Југоисточне Европе (2008–2024.)	289
Слика 4 – Хистограм страних директних инвестиција (%) у земљама Југоисточне Европе (2008–2024.)	293
Слика 5 – Хистограм каматних стопа на јавни дуг (%) у земљама Југоисточне Европе (2008–2024.)	297
Слика 6 – Хистограм инфлације (%) у земљама Југоисточне Европе (2008–2024.)	301
Слика 7 – Хистограм раста просечних зарада (%) изражених у америчким доларима у земљама Југоисточне Европе (2008–2024.)	304
Слика 8 – Хистограм отворености економије (%) у земљама Југоисточне Европе (2008–2024.)	308
Слика 9 – Хистограм промене буџетског биланса (%) у земљама Југоисточне Европе (2008–2024.)	312
Слика 10 – Дијаграм распршености стандардизованих резидуала и предиктованих вредности	316

ЛИСТА ШЕМА

Шема 1. Фазе дужничке кризе у Латинској Америци.....	38
--	----

ЛИСТА ГРАФИКОНА

Графикон 1 – Графички приказ процентуалног удела јавног дуга у БДП-у земаља Југоисточне Европе у 2024. години	78
Графикон 2 – Графички приказ годишње промене удела јавног дуга у % БДП-а у Републици Србији у интервалу 2008-2024.	99
Графикон 3 – Графички приказ годишње промене удела јавног дуга у % БДП-а у Републици Црној Гори у интервалу 2008-2024.	102
Графикон 4 – Графички приказ годишње промене удела јавног дуга у % БДП-а у Републици Северној Македонији у интервалу 2008-2024.	105
Графикон 5 – Графички приказ годишње промене удела јавног дуга у % БДП-а у Босни и Херцеговини у интервалу 2008-2024.	108
Графикон 6 – Графички приказ годишње промене удела јавног дуга у % БДП-а у Републици Албанији у интервалу 2008-2024.	111
Графикон 7 – Графички приказ годишње промене удела јавног дуга у % БДП-а у Републици Хрватској у интервалу 2008-2024.	114
Графикон 8 – Графички приказ годишње промене удела јавног дуга у % БДП-а у Републици Бугарској у интервалу 2008-2024.	117
Графикон 9 – Графички приказ годишње промене удела јавног дуга у % БДП-а у Републици Румунији у интервалу 2008-2024.	120
Графикон 10 – Компаративни приказ промене удела јавног дуга у БДП-у у земљама Југоисточне Европе изражену % БДП-а у посматраном периоду	121
Графикон 11 – Компаративни приказ годишње промене удела јавног дуга у % БДП-а у земљама Југоисточне Европе у интервалу од 2008. до 2024. године	121
Графикон 12 – Графички приказ реалног раста БДП-а у Републици Србији за посматрани период	126

Графикон 13 – Графички приказ реалног раста БДП-а у Републици Црној Гори за посматрани период	128
Графикон 14 – Графички приказ реалног раста БДП-а у Републици Северној Македонији за посматрани период	130
Графикон 15 – Графички приказ реалног раста БДП-а у Босни и Херцеговини за посматрани период	132
Графикон 16 – Графички приказ реалног раста БДП-а у Републици Албанији за посматрани период	135
Графикон 17 – Графички приказ реалног раста БДП-а у Републици Хрватској за посматрани период	137
Графикон 18 – Графички приказ реалног раста БДП-а у Републици Бугарској за посматрани период	139
Графикон 19 – Графички приказ реалног раста БДП-а у Републици Румунији за посматрани период	142
Графикон 20 – Компаративни приказ реалног раста БДП-а у земљама Југоисточне Европе у посматраном периоду	143
Графикон 21 – Графички приказ страних директних инвестиција као % БДП-а у Републици Србији за посматрани период	147
Графикон 22 – Графички приказ страних директних инвестиција као % БДП-а у Републици Црној Гори за посматрани период	149
Графикон 23 – Графички приказ страних директних инвестиција као % БДП-а у Републици Северној Македонији за посматрани период	151
Графикон 24 – Графички приказ страних директних инвестиција као % БДП-а у Босни и Херцеговини за посматрани период	153

Графикон 25 – Графички приказ страних директних инвестиција као % БДП-а у Републици Албанији за посматрани период	155
Графикон 26 – Графички приказ страних директних инвестиција као % БДП-а у Републици Хрватској за посматрани период	157
Графикон 27 – Графички приказ страних директних инвестиција као % БДП-а у Републици Бугарској за посматрани период	159
Графикон 28 – Графички приказ страних директних инвестиција као % БДП-а у Републици Румунији за посматрани период	161
Графикон 29 – Компаративни приказ страних директних инвестиција у земљама Југоисточне Европе у посматраном периоду	162
Графикон 30 – Графички приказ каматних стопа у Републици Србији изражених у % за посматрани период	166
Графикон 31 – Графички приказ каматних стопа у Републици Црној Гори изражених у % за посматрани период	169
Графикон 32 – Графички приказ каматних стопа у Републици Северној Македонији изражених у % за посматрани период	171
Графикон 33 – Графички приказ каматних стопа у Босни и Херцеговини изражених у % за посматрани период	174
Графикон 34 – Графички приказ каматних стопа у Републици Албанији изражених у % за посматрани период	176
Графикон 35 – Графички приказ каматних стопа у Републици Хрватској изражених у % за посматрани период	179
Графикон 36 – Графички приказ каматних стопа у Републици Бугарској изражених у % за посматрани период	182

Графикон 37 – Графички приказ каматних стопа у Републици Румунији изражених у % за посматрани период	185
Графикон 38 – Компаративни приказ кретања каматних стопа на јавни дуг у земљама Југоисточне Европе у посматраном периоду	187
Графикон 39 – Графички приказ просечне годишње инфлације у Републици Србији изражене у % за посматрани период	191
Графикон 40 – Графички приказ просечне годишње инфлације у Републици Црној Гори изражене у % за посматрани период	193
Графикон 41 – Графички приказ просечне годишње инфлације у Републици Северној Македонији изражене у % за посматрани период	195
Графикон 42 – Графички приказ просечне годишње инфлације у Босни и Херцеговини изражене у % за посматрани период	198
Графикон 43 – Графички приказ просечне годишње инфлације у Републици Албанији изражене у % за посматрани период	200
Графикон 44 – Графички приказ просечне годишње инфлације у Републици Хрватској изражене у % за посматрани период	202
Графикон 45 – Графички приказ просечне годишње инфлације у Републици Бугарској изражене у % за посматрани период	204
Графикон 46 – Графички приказ просечне годишње инфлације у Републици Румунији изражене у % за посматрани период	207
Графикон 47 – Компаративни приказ кретања инфлације у земљама Југоисточне Европе у посматраном периоду	209
Графикон 48 – Графички приказ раста просечне бруто зараде исказане у америчким доларима у Републици Србији у интервалу од 2008. до 2024. године	213

Графикон 49 – Графички приказ раста просечне бруто зараде исказане у америчким доларима у Републици Црној Гори у интервалу од 2008. до 2024. године	215
Графикон 50 – Графички приказ раста просечне бруто зараде исказане у америчким доларима у Републици Северној Македонији у интервалу од 2008. до 2024. године ..	218
Графикон 51 – Графички приказ раста просечне бруто зараде исказане у америчким доларима у Босни и Херцеговини у интервалу од 2008. до 2024. године	220
Графикон 52 – Графички приказ раста просечне бруто зараде исказане у америчким доларима у Републици Албанији у интервалу од 2008. до 2024. године	223
Графикон 53 – Графички приказ раста просечне бруто зараде исказане у америчким доларима у Републици Хрватској у интервалу од 2008. до 2024. године	225
Графикон 54 – Графички приказ раста просечне бруто зараде исказане у америчким доларима у Републици Бугарској у интервалу од 2008. до 2024. године	228
Графикон 55 – Графички приказ раста просечне бруто зараде исказане у америчким доларима у Републици Румунији у интервалу од 2008. до 2024. године	230
Графикон 56 – Компаративни приказ промене просечне зараде у земљама Југоисточне Европе	232
Графикон 57 – Сагледавање отворености економије у Републици Србији за посматрани период	235
Графикон 58 – Сагледавање отворености економије у Републици Црној Гори за посматрани период	238
Графикон 59 – Сагледавање отворености економије у Републици Северној Македонији за посматрани период	240
Графикон 60 – Сагледавање отворености економије у Босни и Херцеговини за посматрани период	242

Графикон 61 – Сагледавање отворености економије у Републици Албанији за посматрани период	244
Графикон 62 – Сагледавање отворености економије у Републици Хрватској за посматрани период	246
Графикон 63 – Сагледавање отворености економије у Републици Бугарској за посматрани период	248
Графикон 64 – Сагледавање отворености економије у Републици Румунији за посматрани период	251
Графикон 65 – Компаративни приказ отворености економије у земљама Југоисточне Европе у посматраном периоду	252
Графикон 66 – Сагледавање промена буџетског биланса у Републици Србији за посматрани период	256
Графикон 67 – Сагледавање промена буџетског биланса у Републици Црној Гори за посматрани период	259
Графикон 68 – Сагледавање промена буџетског биланса у Републици Северној Македонији за посматрани период	261
Графикон 69 – Сагледавање промена буџетског биланса у Босни и Херцеговини за посматрани период	263
Графикон 70 – Сагледавање промена буџетског биланса у Републици Албанији за посматрани период	266
Графикон 71 – Сагледавање промена буџетског биланса у Републици Хрватској за посматрани период	268
Графикон 72 – Сагледавање промена буџетског биланса у Републици Бугарској за посматрани период	271

Графикон 73 – Сагледавање промена буџетског биланса у Републици Румунији за посматрани период	273
Графикон 74 – Компаратвни приказ промене буџетског биланса у земљама Југоисточне Европе у посматраном периоду	274

САДРЖАЈ

УВОД.....	1
I УЛОГА ЈАВНОГ ДУГА У ПРИВРЕДНИМ ТОКОВИМА САВРЕМЕНИХ ДРЖАВА – ТЕОРИЈСКИ АСПЕКТ.....	5
1.1. Дефиниција и класификација јавног дуга.....	5
1.2. Историјски осврт и теоријски приступи задуживању: класични, Кејнзијански и Рикардијански приступ.....	9
1.3. Ефекти јавног дуга у макроекономији: стабилизатори или извори фискалних неравнотежа.....	14
1.4. Појам фискалне одрживости и фактори одрживог дуга.....	19
1.5. Теоријски оквири дугорочне фискалне одрживости: динамика дуга и одговорност фискалне политике.....	22
1.6. Улога институционалног оквира и политичких фактора у динамици јавног дуга.....	26
1.7. Интергенерацијска правичност политике јавног дуга.....	28
II ДУЖНИЧКА КРИЗА И ПРОБЛЕМ МЕЂУНАРОДНЕ ПРЕЗАДУЖЕНОСТИ..	32
2.1. Историјски преглед глобалних дужничких криза.....	32
2.1.1. Нафтни шокови 1970-их и њихови фискални ефекти.....	32
2.1.2. Дужничка криза Латинске Америке 1980-их: фискалне поуке и последице.....	35
2.1.3. Азијска криза и контагиозни ефекти.....	39
2.1.4. Криза сувереног дуга у еврозони.....	44
2.2. Типологија дужничких криза.....	47

2.3. Улога међународних финансијских институција у спречавању дужничких криза.....	53
2.3.1. Инструменти међународних финансијских институција за санацију криза.....	54
2.3.2. Критике " <i>austerity</i> " приступа и ефекти на јавни дуг.....	63
2.4. Специфичности презадужености у земљама у развоју.....	66
2.4.1. Макроекономска нестабилност и фискални шокови.....	68
2.4.2. Проблем валутне изложености и " <i>original sin</i> " хипотеза.....	70
2.4.3. Фискална транспарентност и политички ризици.....	73
2.5. Фискална ограничења и задуженост у Југоисточној Европи.....	75
2.5.1. Евроизација и недостатак монетарног суверенитета.....	78
2.5.2. Фискални капацитет и структура прихода.....	81
2.5.3. Структура домаћих тржишта капитала.....	82
III ДЕСКРИПЦИЈА МЕТОДОЛОГИЈЕ ЕВАЛУИРАЊА ПОДАТАКА И ПРИКАЗ КРЕТАЊА ЈАВНОГ ДУГА ПО КАТЕГОРИЈАМА ЗЕМАЉА.....	85
3.1. Избор земаља посматрања: Југоисточна Европа као институционално повезан регион.....	85
3.2. Оправдање временског оквира анализе (2008–2024.).....	86
3.3. Одабир детерминанти јавног дуга.....	88
3.4. Извори података.....	92
3.5. Сагледавање висине јавног дуга у посматраним земљама.....	94
3.5.1. Висина јавног дуга у Републици Србији.....	95
3.5.2. Волумен јавног дуга у Републици Црној Гори.....	99

3.5.3. Динамика јавног дуга у Северној Македонији.....	102
3.5.4. Сагледавање нивоа задужености у Босни и Херцеговини.....	105
3.5.5. Волатилност јавног дуга у Републици Албанији.....	108
3.5.6. Анализа степена задужености Републике Хрватске.....	111
3.5.7. Кретање јавног дуга у Републици Бугарској.....	114
3.5.8. Амплитуда јавног дуга у Републици Румунији.....	117
3.6. Сличности и разлике у кретању јавног дуга земаља Југоисточне Европе (2008–2024.).....	120
IV КЉУЧНИ МАКРОЕКОНОМСКИ ИНДИКАТОРИ КАО ФАКТОРИ ОБИМА И СТРУКТУРЕ ЈАВНОГ ДУГА.....	124
4.1. Реални раст БДП-а и његово место у динамици јавног дуга.....	124
4.1.1. Сагледавање реалног раста БДП-а у Републици Србији.....	124
4.1.2. Узроци раста БДП-а у Републици Црној Гори.....	127
4.1.3. Проматрање реалног раста БДП-а у Републици Северној Македонији.....	129
4.1.4. Анализа реалног раста БДП-а у Босни и Херцеговини.....	131
4.1.5. Праћење динамике реалног раста БДП-а у Републици Албанији.....	133
4.1.6. Анализа волумена реалног раста БДП-а у Републици Хрватској.....	135
4.1.7. Кретање реалног раста БДП-а у Републици Бугарској.....	137
4.1.8. Тренд кретања реалног раста БДП-а у Републици Румунији.....	140
4.1.9. Компаративни приказ реалног раста БДП-а у земљама Југоисточне Европе.....	142
4.2. Стране директне инвестиције као индиректни фактор кретања јавног	

дуга.....	144
4.2.1. Сагледавање стања страних директних инвестиција у Републици Србији.....	145
4.2.2. Значај страних директних инвестиција за трасирање развоја у Републици Црној Гори.....	147
4.2.3. Проматрање страних директних инвестиција у Републици Северној Македонији.....	149
4.2.4. Анализа страних директних инвестиција у Босни и Херцеговини.....	151
4.2.5. Волумен и структура страних директних инвестиција у Републици Албанији...	153
4.2.6. Волумен страних директних инвестиција у Републици Хрватској.....	155
4.2.7. Улога и значај страних директних инвестиција у Републици Бугарској.....	157
4.2.8. Тренд кретања страних директних инвестиција у Републици Румунији.....	159
4.2.9. Компаративни приказ страних директних инвестиција у земљама Југоисточне Европе.....	161
4.3. Каматна стопа на јавни дуг као фактор фискалне рањивости и динамике јавног дуга.....	163
4.3.1. Сагледавање нивоа каматне стопе у Републици Србији.....	164
4.3.2. Посматрање тренда кретања каматне стопе у Републици Црној Гори.....	167
4.3.3. Контролисана динамика каматних стопа у Републици Северној Македонији....	169
4.3.4. Анализа каматне стопе у Босни и Херцеговини.....	172
4.3.5. Динамика каматне стопе у Републици Албанији.....	174
4.3.6. Каматна стопа Републике Хрватске као инструмент одрживости јавног дуга....	177
4.3.7. Кретање каматне стопе у Републици Бугарској.....	180

4.3.8. Тренд кретања каматне стопе у Румунији.....	183
4.3.9 Компаратвни приказ каматне стопе на јавни дуг у земљама Југоисточне Европе.....	185
4.4. Инфлација у служби детерминисања нивоа јавног дуга.....	188
4.4.1. Инфлаторна кретања у Републици Србији.....	189
4.4.2. Посматрање кретања инфлације у Републици Црној Гори.....	191
4.4.3. Анализа стопе инфлације у Републици Северној Македонији.....	194
4.4.4. Кретање инфлације у Босни и Херцеговини.....	196
4.4.5. Динамика кретања инфлације у Републици Албанији.....	198
4.4.6. Динамика инфлације у Републици Хрватској.....	200
4.4.7. Узроци раста цена у Републици Бугарској.....	203
4.4.8. Тренд кретања инфлације у Републици Румунији.....	205
4.4.9. Компаратвни приказ кретања инфлације у земљама Југоисточне Европе.....	207
4.5. Раст просечне бруто зараде у служби детерминанте јавног дуга.....	209
4.5.1. Сагледавање раста просечне бруто зараде у Републици Србији.....	211
4.5.2. Посматрање раста просечне бруто зараде у Републици Црној Гори.....	213
4.5.3. Анализирање раста просечне бруто зараде у Републици Северној Македонији.....	216
4.5.4. Приказ раста просечне бруто зараде у Босни и Херцеговини.....	218
4.5.5. Динамика раста просечне бруто зараде у Републици Албанији.....	221
4.5.6. Волумен раста просечне бруто зараде у Републици Хрватској.....	223
4.5.7. Кретање раста просечне бруто зараде у Републици Бугарској.....	226

4.5.8. Тренд кретања раста просечне бруто зараде у Републици Румунији.....	228
4.5.9. Компаративни приказ промене просечне зараде у земљама Југоисточне Европе.....	231
4.6. Отвореност економије и њен утицај на кретање јавног дуга.....	233
4.6.1. Сагледавање нивоа отворености економије у Републици Србији.....	234
4.6.2. Посматрање степена отворености економије у Црној Гори.....	236
4.6.3. Сагледавање отворености економије у Северној Македонији.....	238
4.6.4. Анализа отворености економије у Босни и Херцеговини.....	240
4.6.5. Динамика отворености економије у Републици Албанији.....	243
4.6.6. Сагледавање нивоа отворености економије у Републици Хрватској.....	245
4.6.7. Степен отворености економије у Републици Бугарској.....	247
4.6.8. Тренд кретања отворености економије у Румунији.....	249
4.6.9. Компаративни приказ отворености економије у земљама Југоисточне Европе.....	251
4.7. Промене буџетског биланса и његова улога у јавном дугу.....	253
4.7.1. Сагледавање промене стања буџета у Републици Србији.....	254
4.7.2. Посматрање промене буџетског салда у Црној Гори.....	257
4.7.3. Проматрање промене буџетског биланса у Северној Македонији.....	259
4.7.4. Анализа промене буџетског салда у Босне и Херцеговине.....	261
4.7.5. Стање буџета Албаније у функцији одрживости јавног задуживања.....	264
4.7.6. Волумен промене буџетског биланса у Републици Хрватској.....	266

4.7.7. Анализа стања буџета Републике Бугарске.....	269
4.7.8. Тренд кретања промене буџетског биланса у Републици Румунији.....	272
4.7.9. Компаратвни приказ промене буџетског биланса у земљама Југоисточне Европе.....	274

V ЕКОНОМЕТРИЈСКА АНАЛИЗА ДЕТЕРМИНАНТИ КРЕТАЊА ЈАВНОГ ДУГА НА ЊЕГОВУ ВИСИНУ.....276

5.1. Приступ истраживању, избор променљивих и постављање економетријског модела.....276

5.1.1. Истраживачки узорак и избор променљивих.....277

5.1.2. Постављање панел регресионог модела.....279

5.2. Основна анализа података и методолошки оквир регресионе процене.....280

5.2.1. Дескриптивна статистика.....281

5.2.1.1. Статистички приказ динамике јавног дуга у земљама Југоисточне Европе за посматрани временски период.....282

5.2.1.2. Статистички приказ динамике реалног раста БДП-а у земљама Југоисточне Европе за посматрани временски период.....286

5.2.1.3. Статистички приказ динамике страних директних инвестиција у земљама Југоисточне Европе за посматрани временски период.....290

5.2.1.4. Статистички приказ динамике каматних стопа на јавни дуг у земљама Југоисточне Европе за посматрани временски период.....294

5.2.1.5. Статистички приказ динамике инфлације у земљама Југоисточне Европе за посматрани временски период.....298

5.2.1.6. Статистички приказ динамике раста просечних зарада у земљама Југоисточне Европе за посматрани временски период.....	301
5.2.1.7. Статистички приказ динамике отворености економије у земљама Југоисточне Европе за посматрани временски период.....	305
5.2.1.8. Статистички приказ динамике промене буџетског биланса у земљама Југоисточне Европе за посматрани временски период.....	309
5.2.2. Анализа међузависности макроекономских варијабли.....	312
5.2.3. Анализа регресионог панел модела.....	315
5.2.3.1. Провера испуњености основних претпоставки линеарне регресије.....	315
5.2.3.2. Упоредна анализа регресионих приступа и избор одговарајућег модела.....	318
5.3. Дискусија резултата емпиријског истраживања.....	325
ЗАКЉУЧАК.....	329
Литература.....	333
Биографија аутора.....	348

УВОД

Јавни дуг представља један од најзначајнијих показатеља економске стабилности, кредитне способности и институционалне дисциплине једне државе. Његова динамика и структура одражавају стање јавних финансија, ефекте фискалне политике и степен отпорности економије на кризе и спољне шокове. Савремени економски системи се све више суочавају са изазовима растућег задуживања, што јавни дуг ставља у само средиште економских анализа и политичких одлука. Ово питање је нарочито релевантно у региону Југоисточне Европе, где је процес транзиције из планске у тржишну економију био праћен структурним дисбалансима, фискалним дефицитима и ограниченим капацитетом институција за контролу јавних финансија. У условима честих макроекономских поремећаја, повећане изложености глобалним токовима капитала и високих трошкова финансирања, земље Југоисточне Европе су биле приморане да фискалну стабилност обезбеђују кроз задуживање. Као последица тога, јавни дуг је у појединим земљама попримио трајну узлазну путању, што је отворило питања његове одрживости, фискалне дисциплине и дугорочних ефеката на привредни раст. Истовремено, упркос сличним развојним карактеристикама, земље региона показују различите обрасце у динамици јавног дуга, што указује на постојање специфичних комбинација макроекономских фактора који утичу на ниво и структуру задужености. Управо то чини ову проблематику актуелном и научно релевантном.

Полазећи од наведеног, **научни циљ** овог истраживања јесте да се емпиријски утврди које макроекономске варијабле најзначајније утичу на динамику јавног дуга и у којој мери њихов ефекат може бити статистички и економски објашњен у оквиру панел модела. Истовремено, **друштвени (практични) циљ** рада огледа се у настојању да се, на основу добијених резултата, формулишу препоруке за вођење одговорне и одрживе фискалне политике које ће омогућити стабилно управљање јавним дугом и дугорочну макроекономску равнотежу.

Предмет истраживања ове докторске дисертације јесте емпиријска анализа детерминанти јавног дуга у земљама Југоисточне Европе у периоду 2008–2024. године, са циљем да се идентификују и измере најзначајнији макроекономски фактори који утичу на његов ниво. Истраживање ће обухватити осам земаља региона – Србију, Црну Гору, Босну и Херцеговину, Северну Македонију, Албанију, Хрватску, Бугарску и

Румунију – у циљу сагледавања заједничких законитости, али и појединачних специфичности у динамици јавног дуга.

У **првом поглављу** рада, под називом „Улога јавног дуга у привредним токовима савремених држава – теоријски аспект“, анализирају се појам, функције и класификација јавног дуга, теоријске школе које су обликовале његово тумачење, као и однос између јавног дуга, буџетског дефицита и привредног раста. Посебан акценат стављен је на еволуцију теоријског приступа јавном дугу у оквиру класичне, кејнзијанске и савремене економске мисли.

Друго поглавље, „Дужничка криза и проблем међународне презадужености“, посвећено је анализи феномена дужничких криза и глобалних ефеката прекомерног задуживања. У овом делу рада разматрају се узроци и последице дужничких криза у различитим економским системима, са посебним освртом на искуства земаља у развоју и земаља Југоисточне Европе. Истражују се механизми међународног финансијског система, улога међународних институција и утицај спољне задужености на унутрашњу фискалну стабилност.

Треће поглавље, „Дескрипција методологије евалуирања података и приказивање кретања јавног дуга посматраних земаља“, има за циљ да прикаже методолошки оквир истраживања, начин прикупљања и обраде података, као и дескриптивну анализу кретања јавног дуга у посматраним земљама. У овом делу рада приказани су извори података, критеријуми избора варијабли и статистички прикази који омогућавају упоредно сагледавање динамике дуга у региону.

У **четвртном поглављу**, „Кључни макроекономски индикатори као фактори обима и структуре јавног дуга“, анализирају се фактори који непосредно или посредно утичу на кретање јавног дуга. Посебна пажња посвећена је инфлацији, каматним стопама, расту БДП-а, страним директним инвестицијама, девизном курсу и трговинском билансу као варијаблама које дефинишу ниво и структуру јавног дуга. Овим делом рада поставља се основа за емпиријску анализу која следи.

Пето поглавље, „Емпиријска анализа утицаја детерминанти јавног дуга на његову висину“, представља кључни сегмент истраживања у којем се, применом панел података, врши тестирање постављених хипотеза. Приказани су резултати регресионе

анализе спроведене кроз *Pooled*, *Fixed* и *Random Effects* моделе, као и *LM* и *Hausman* тестови којима се процењује адекватност модела. На основу добијених резултата изведени су закључци о статистичкој значајности појединих фактора, њиховом правцу деловања и импликацијама на економску политику земаља региона.

Током израде докторске дисертације, аутор се руководио **главном хипотезом** истраживања, која гласи:

„Волумен и динамика јавног дуга детерминисани су бројним макроекономским варијаблама чији је утицај статистички мерљив и значајан.“

Поред главне, формулисане су и **помоћне хипотезе**:

- 1. Постоји позитивна повезаност између нивоа номиналног БДП-а и јавног дуга;*
- 2. Раст прилива страних директних инвестиција има позитивну статистичку корелацију са нивоом јавног дуга;*
- 3. Пораст каматних стопа на јавни дуг условљава смањење нивоа јавног дуга;*
- 4. Позитиван тренд кретања просечне годишње зараде условљава повећање нивоа јавног дуга;*
- 5. Отвореност економије има позитивну статистичку повезаност са нивоом јавног дуга;*
- 6. Узлазни тренд буџетског дефицита условљава повећање нивоа јавног дуга земаља;*
- 7. Ниво јавног дуга ће порасти уколико дође до повећања стопе инфлације.*

Приликом израде рада примењени су бројни **научни методи**: метод дескрипције, метод апстракције, анализа и синтеза, компаративни метод, као и методи индукције и дедукције. У емпиријском делу применом панел модела омогућено је квантитативно сагледавање узрочно-последичних односа између јавног дуга и макроекономских варијабли у просторно-временском контексту посматраних земаља.

Очекивани резултати истраживања односе се на идентификацију и квантификацију фактора који највише утичу на ниво јавног дуга у земљама Југоисточне Европе, као и на утврђивање њиховог правца деловања. Практични значај рада огледа се у могућности примене резултата за потребе креирања фискалних стратегија и политика

које би омогућиле очување дугорочне одрживости јавних финансија и смањење ризика прекомерног задуживања. У ширем смислу, очекује се да ова анализа допринесе бољем разумевању механизма јавног задуживања у земљама у развоју и послужи као полазиште за даља истраживања из области фискалне економије и јавних финансија.

I УЛОГА ЈАВНОГ ДУГА У ПРИВРЕДНИМ ТОКОВИМА САВРЕМЕНИХ ДРЖАВА – ТЕОРИЈСКИ АСПЕКТ

1.1. Дефиниција и класификација јавног дуга

Јавни дуг представља макроекономску варијаблу од кључног значаја у оквиру фискалне политике, чијим управљањем се усмеравају привредни процеси и остварују економски и друштвени циљеви. Улога јавног дуга као регулатора економских процеса, последњих деценија све више добија на значају услед интензивирања смена просперитетних и рецесионих фаза економских циклуса и све већег удела јавног дуга у глобалном бруто друштвеном производу (БДП). Савремена фискална политика се налази пред изазовом успостављања оптималног баланса између потреба за краткорочним фискалним подстицајем и дугорочне одрживости јавних финансија. Овај изазов подразумева пажљиво калибрисање обима и структуре јавног задуживања како би се очувала фискална стабилност, избегли макроекономски дисбаланси и осигурала интергенерацијска правичност у расподели терета дуга.

У економској теорији, јавни дуг се најчешће дефинише као историјски салдо буџетских прихода и расхода, при чему буџетски дефицити генеришу повећање јавног дуга, а буџетски суфицити редукују његов апсолутни износ. У том смислу, јавни дуг представља укупну задуженост државе у одређеном тренутку према домаћим и иностраним повериоцима. Он настаје као последица недостатка буџетских прихода да се покрије укупна државна потрошња, при чему држава прибавља недостајућа средства на финансијском тржишту или кроз аранжмане билатералног и мултилатералног типа (Ђуровић-Годоровић и Ђорђевић, 2010).

Упркос томе што је у већини савремених теоријских оквира појам јавног дуга јасно дефинисан, у значајном делу старије литературе из области јавних финансија долази до његовог поистовећивања са појмом јавног зајма. Међутим, ради терминолошке јасноће и аналитичке доследности, неопходно је направити јасну дистинкцију између ова два појма. Док јавни зајам представља конкретан правно-финансијски акт по основу кога фискалне власти обезбеђују средства за финансирање јавних расхода, јавни дуг представља стање укупних обавеза државе насталих посредством реализованих јавних зајмова. Другим речима, јавни зајмови представљају механизам кроз који се генеришу

дугови, док јавни дуг представља кумулативни ефекат свих претходних задуживања (Котлица и Буковић, 2021).

Међународни монетарни фонд (ММФ) дефинише јавни дуг у складу са методолошким оквиром *Government Finance Statistics Manual 2014* (GFSM 2014) и представља га као бруто финансијске обавезе сектора опште државе, са укљученим обавезама свих нетржишних субјеката који су под директном или индиректном контролом владе. Оваква дефиниција јавног дуга сугерише значај два кључна елемента: (1) начин евалуирања обавеза опште државе и (2) свеобухватност јавног дуга. Из наведене дефиниције јавног дуга може се закључити да ММФ прави разлику између бруто и нето обавеза опште државе, при чему нето обавезе представљају разлику између бруто обавеза и финансијске имовине државе у виду: девизних резерви, депозита, обвезница и акција које држава поседује, кредита државе према другима и сл. Са друге стране, ова дефиниција сугерише да дуг опште државе не чине само обавезе централног нивоа власти већ су ту укључене и обавезе нижих хијерархијских нивоа (локалне самоуправе), организација социјалног осигурања и јавних предузећа која су буџетски зависна (не послују по тржишним принципима) и немају могућност директног приступа тржишту капитала (ММФ, 2021).

За разлику од ММФ-а, Светска банка (СБ) у својим анализама користи шири институционални обухват код дефинисања јавног дуга, усклађен са методолошким оквиром *International Debt Statistics*. Наиме, СБ приликом дефинисања јавног дуга у обзир узима и дате гаранције од стране државе за обавезе приватног сектора, чиме се постиже свеобухватнији приступ спољној задужености. Оваквим приступом омогућава се препознавање потенцијалних фискалних обавеза које могу настати као последица датих гаранција од стране државе, чиме се додатно унапређује анализа фискалних ризика (СБ, 2024).

Еуростат дефинише јавни дуг у складу са стандардима Европског система националних и регионалних рачуна (*ESA 2010*). Према овом концепту, јавни дуг представља бруто обавезе сектора опште државе, изражене у номиналној вредности, и обухватају искључиво обавезе у следећим категоријама:

- готовина и депозити
- хартије од вредности (осим акција)

- државни зајмови

Ове обавезе се консолидују унутар сектора опште државе и представљају мерило за процену фискалне одрживости у складу са *Maastricht* критеријумима Европске уније (Еуростат, 2024).

Феноменолошко уопштавање јавног дуга и сагледавање његове улоге у фискалном систему захтева јасно структурно декомпоновање по различитим критеријумима његове сегментације. Класификација јавног дуга доприноси адекватнијем аналитичком потенцијалу како у погледу његове динамике, тако и у процесу евалуације одрживости јавних финансија и предикције будућих фискалних оптерећења. У складу са међународним статистичким стандардима које прописује *Government Finance Statistics Manual 2014*, јавни дуг се може класификовати према више критеријума, како је приказано у Табели 1 (ММФ, 2014).

Табела 1 – Критеријуми и облици класификације јавног дуга према ММФ-у

Критеријум	Врсте јавног дуга
Резидентност повериоца	<ul style="list-style-type: none"> • Интерни јавни дуг • Екстерни јавни дуг
Сектор	<ul style="list-style-type: none"> • Јавни дуг централног нивоа власти • Јавни дуг локалног нивоа власти • Јавни дуг социјалних фондова и јавних предузећа под контролом владе
Валутна структура	<ul style="list-style-type: none"> • Јавни дуг у домицијалној валути • Јавни дуг у страниј валути
Период доспећа	<ul style="list-style-type: none"> • Краткорочни јавни дуг • Дугорочни јавни дуг
Степен консолидације	<ul style="list-style-type: none"> • Бруто јавни дуг

	<ul style="list-style-type: none"> • Нето јавни дуг
Начин реализације	<ul style="list-style-type: none"> • Јавни дуг заснован на емисији хартија од вредности • Јавни дуг заснован на основу билатералних/мултилатералних зајмова • Јавни дуг заснован на државним гаранцијама
Сврха коришћења	<ul style="list-style-type: none"> • Јавни дуг за реализацију развојних и социјалних циљева • Јавни дуг за управљање ликвидношћу • Јавни дуг за рефинансирање постојећих обавеза

Извор: Аутор на основу GFSM 2014 (ММФ, 2014)

На основу Табеле 1, може се закључити да структурна разноликост јавног дуга произилази из његове правне, институционалне и функционалне комплексности. Са аспекта **резидентности повериоца**, интерни дуг се односи на задуживање унутар националне економије, док екстерни дуг подразумева обавезе према страним кредиторима, што повећава изложеност валутним и спољним ризицима. Овде треба нагласити да сервисирање обавеза по основу јавног дуга према домаћим резидентима доприноси јачању акумулационе базе за неке будуће зајмове, што представља кључну предност интерног задуживања. У погледу **институционалног нивоа власти**, дуг може бити резултат задуживања на централном, локалном или нивоу социјалних фондова и јавних предузећа, при чему централна власт најчешће преузима доминантну улогу у вођењу фискалне политике. **Валутна структура** дуга утиче на валутни ризик и стабилност буџетских обавеза – дуг номиниран у домаћој валути обезбеђује већу контролу, док дуг у иностраној валути може бити повољнији, али ризичнији у условима нестабилног курса. **Рочност дуга**, тј. краткорочне и дугорочне обавезе, одређује динамику сервисирања и зависност фискалне политике од рефинансирања. Бруто дуг изражава укупну обавезу државе, док нето дуг као индикатор узима у обзир и финансијску имовину, те даје прецизнију слику фискалне позиције. Са аспекта

инструмента реализације, дуг може настати емисијом хартија од вредности, склапањем билатералних или мултилатералних зајмова, или преузимањем гаранција, при чему сваки облик има специфичне трошкове и импликације по јавне финансије. Коначно, у складу са **сврхом коришћења** конкретног зајма, задуживање се може реализовати ради инвестиција у развој инфраструктуре, обезбеђивања ликвидности или ради рефинансирања доспелих обавеза, при чему сврха задуживања има кључну улогу у оцени дугорочне фискалне одрживости, јер задуживање које доприноси расту производног потенцијала може имати битно другачије последице од оног које се користи за покривање текуће потрошње или рефинансирање претходних обавеза (ММФ, 2014).

С обзиром на феноменолошку комплексност јавног дуга и разноврсност критеријума његове класификације, јасно је да његово сагледавање не може бити сведено искључиво на административне или статистичке потребе. Напротив, потпуно разумевање овог феномена захтева и теоријско промишљање о његовим узроцима, функцијама и последицама по економски развој и фискалну стабилност. У том контексту, следеће поглавље разматра кључне теоријске моделе задуживања који су обликовали савремене погледе на оправданост и границе јавног задуживања.

1.2. Историјски осврт и теоријски приступи задуживању: класични, Кејнзијански и Рикардијански приступ

Јавни дуг као инструмент фискалне политике има дугу историју еволутивних процеса и карактерише га постепена адаптација његове улоге као регулатора привредних токова. Иако су услови за настанак јавног дуга у форми коју данас познајемо (тржишно-институционални карактер, дугорочност доспећа и преносивост потраживања) настали тек крајем XVII и почетком XVIII века са оснивањем *Bank of England*, иницијални кораци његове имплементације сежу у античко доба. „Уобичајено је мишљење да античке државе нису имале буџете у савременом смислу. Међутим, грчки и римски државници имали су прилично добро емпиријско знање о годишњим приходима и расходима, и могли су једно да одузму од другог“ (Finley, 1973, стр. 174).

Према Ајхенгрину и осталима (2021), процес адаптације јавног дуга у фискалним системима може се сегментисати у четири фазе:

1. Почетна фаза – јавни дуг као ратни инструмент и средство очувања државног опстанка
2. Фаза институционализације – развој тржишта и смањење ризика
3. Фаза демократизације и глобализације дуга
4. Модерна фаза – јавни дуг као инструмент макроекономске стабилизације

Почетну фазу развоја јавног дуга карактерише задуживање државе првенствено као средство за финансирање ратова и обезбеђивање војне мобилизације. Задуживање у овој фази није имало институционализовану форму, већ се најчешће реализовало кроз привремене, често принудне зајмове од грађана или локалних трговаца, као што показују примери грчких градова-држава попут Сиракузе. Ограничен приступ капиталу, ниска предвидивост прихода и слаба институционална инфраструктура чинили су овакав облик задуживања високоризичним и нестабилним, што је дуг чинило краткорочним и реактивним инструментом преживљавања државе у кризним условима. **Фаза институционализације** повезана је са средњовековним италијанским градовима-државама попут Фиренце, Ђенове и Вероне, и успостављањем тржишних механизма за пласирање јавног дуга. Врхунац ове фазе везан је за 1694. годину и оснивање *Bank of England*, која представља претечу свих савремених централних банака. У овој фази, јавни дуг више није *ad hoc* механизам, већ постаје институционализовани инструмент државне политике. Такође, у оквиру ове фазе долази до развоја секундарних тржишта, стандардизованих инструмената и система контроле ризика. У исто време, појављују се и механизми међународне контроле над фискалним суверенитетом, што се може уочити на примеру Османског царства. Ова фаза омогућава држави јефтиније и стабилније финансирање, али повећава политичку зависност од домаћих и међународних поверилаца. **Фаза демократизације и глобализације дуга** односи се на период XIX и почетак XX века, када кроз парламентаризам грађани почињу да партиципирају у доношењу државних одлука. У овој фази јавни дуг добија на значају као средство за задовољавање општих друштвених потреба, што представља значајан искорак у односу на дотадашњу улогу механизма за ратно финансирање. Овај процес прати и формирање глобалног тржишта јавног дуга, што је довело до појачаног задуживања држава на нижем ступњу економског развоја код развијених европских земаља, чиме се могла надоместити недостајућа акумулација капитала за њихов развој. Ипак, ова фаза је покренула питање валутног ризика и екстерних шокова који могу угрозити одрживост јавног дуга.

Другим речима, јавни дуг више није био само механизам у рукама креатора фискалне политике за реализацију развојне политике, већ је постао потенцијални генератор финансијских и политичких нестабилности. **Модерна фаза** развоја јавног дуга укључује његову трансформацију у механизам контроле цикличних процеса. У послератном периоду, а нарочито након глобалне финансијске кризе 2008. и пандемије КОВИД-19, јавни дуг се етаблира као кључни инструмент за управљање макроекономским циклусима и одговор на системске кризе. Улога међународних финансијских институција, као што су ММФ и СБ, постаје пресудна у обликовању фискалних политика кроз правила о одрживости дуга и програме структурних прилагођавања. Коришћење диференцијала камате на јавни дуг и стопе економског раста ($r - g$ диференцијал) постаје доминантни оквир за анализу фискалне одрживости, у складу са савременим теоријама о динамици дуга. Ипак, ова фаза доноси и нове ризике, укључујући морални хазард, политичке отпоре фискалној консолидацији и растућу зависност од непрекидног задуживања (Eichengreen и остали, 2021).

У економској теорији не постоји јединствен став по питању улоге јавног дуга као инструмента фискалне политике. Такође, за стручну јавност је спорно и питање ефеката његове примене. Дивергентност ставова проистиче из различитих теоријских претпоставки укључених у модел антиципације функционисања привредних процеса, што ову тему чини предметом континуираних академских и стручних расправа. Ипак, у зависности од схватања мотива за задуживање, процене његових економских последица и приступа фискалним ограничењима, економска теорија разликује три доминантна правца: класични, кејнзијански и приступ рикардијанске еквиваленције.

Класични приступ заузима претежно негативан став према јавном дугу. Полазиште овог концепта заснива се на супремацији тржишних механизма у односу на државни интервенционизам у регулацији привредних токова, што сваку меру државе у старту дефинише као потенцијални извор тржишних дисторзија. Задуживање од стране државе у крајњој инстанци води ка истискивању инвестиција приватног сектора (*crowding out* ефекат) кроз пораст тражње за капиталом, што доводи до раста каматних стопа. У складу са тиме, задуживање државе има негативан утицај у дугом року на економски раст и запосленост, што имплицира уравнотежење буџетских прихода и расхода, а задуживање оправдава само у ванредним ситуацијама, као што су ратови, природне катастрофе или дубоке рецесије (Musgrave и Musgrave, 1989).

Буханан и Вагнер (1977) сагледавају улогу јавног дуга кроз призму политичког уређења и наглашавају да је у демократским системима јавна потрошња претежно вођена краткорочним политичким интересима носилаца фискалне политике, а не објективним макроекономским потребама. У таквом контексту, дефицит не представља привремени одговор на кризу (структурални дефицит), већ постаје структурно укорееен образац понашања, присутан чак и у условима економског раста. Под структурним дефицитом аутори подразумевају трајан вишак буџетских расхода над приходима, настао пре свега кроз реализацију политички атрактивних и видљивих пројеката, који служе за придобијање бирачког тела. Политичари се, према ауторима, понашају као рационални опортунисти, систематски фаворизујући дефицитно финансирање које им омогућава да одмах презентују резултате своје политике, док се стварни фискални трошкови у виду раста јавног дуга и будућих пореза одлажу за касније политичке циклусе. С обзиром на ту дисфункционалност демократских подстицаја, Buchanan и Wagner предлажу уставно и законско ограничавање могућности задуживања, допуштајући изузетке искључиво у ванредним околностима, као што су рат, тешке рецесије или природне катастрофе. На тај начин, према њиховом мишљењу, може се повратити фискална одговорност и очувати дугорочна одрживост јавних финансија.

Према Елмендорфу и Манкиву (1999), ауторима који заступају конвенционални приступ, буџетски дефицит може подстаћи раст агрегатне тражње, што се у кратком року одражава на повећање БДП-а и смањење незапослености. Другим речима, аутори признају стабилизационе ефекте јавног дуга, макар у кратком року. Ипак, дугорочно гледано, према овом приступу, дефицит води ка смањењу националне штедње, паду приватних инвестиција и успоравању економског раста, чиме се потврђују класичне забринутости у вези са дугорочним ефектима задуживања.

Кејнзијански приступ јавном дугу заузима афирмативан став, који је потпуно супротан класичном фискалном начелу уравнотеженог буџета. Овај правац економске мисли полази од тезе да у условима недовољне агрегатне тражње, држава треба да повећа јавну потрошњу, чак и по цену буџетског дефицита и акумулације јавног дуга, са циљем стабилизације привреде и повећања запослености. Другим речима, када приватни сектор не успева да обезбеди довољан ниво тражње, држава преузима активну улогу економског стабилизатора кроз јавне инвестиције и потрошњу

финансирану задуживањем. Кејнзијански модел експлицитно одбацује Сејев закон, према којем понуда аутоматски ствара сопствену тражњу, указујући на могућност дуготрајне незапослености и економског застоја без интервенције државе. Иако повећање јавне потрошње може довести до раста јавног дуга и трошкова камата, овај правац то оправдава мултипликаторским ефектом, којим се иницијална јавна потрошња вишеструко преноси на раст дохотка, потрошње и запослености, чиме се у дугом року смањује фискални притисак по основу задуживања (Keynes, 1936). Према Блиндеру (2004), ефекат јавног задуживања је од посебног значаја у условима када мере монетарне политике не дају жељене резултате (нулта каматна стопа), а успех спроведених мера је у корелацији са неутрализацијом кашњења у доношењу одлука.

Приступ рикардијанске еквиваленције, развијен од стране Роберта Ј. Бароа (1974), има неутралан став по питању финансирања државне потрошње кроз јавни дуг. Наиме, овај приступ полази од претпоставке рационалности економских субјеката, који перципирају будућа оптерећења по основу дуга и у складу са тим усклађују своје одлуке о потрошњи и штедњи. На тај начин изостају реални ефекти предузетих мера на ниво агрегатне тражње, а тржиште поново апроксимира ка равнотежном стању.

Табела 2 – Упоредна анализа класичног, кејнзијанског и рикардијанског приступа јавном дугу

Елементи анализе	Класични приступ	Кејнзијански приступ	Рикардијански приступ
Основни став према дугу	Негативан – штетан за привреду у дугом року	Позитиван – инструмент стабилизације у рецесији	Неутралан – нема реалних ефеката на привредне токове
Мотив задуживања	Само у ванредним ситуацијама	Повећање тражње и запослености у рецесији	Нема стварног ефекта на понашање потрошача и инвеститора
Механизам деловања	<i>Crowding out</i> ефекат: раст каматних стопа и смањење приватних инвестиција	Мултипликаторски ефекат: раст јавних расхода повећава доходак и запосленост	Повећано задуживање данас подразумева већа очекивања о будућим порезима
Фискална препорука	Уравнотежен буџет, минимално задуживање	Активна фискална политика, повећање потрошње у	Нема потребе за фаворизовањем пореза или дуга –

		кризама, дефицитно финансирање	ефекти су идентични
<i>Политичке импликације</i>	Ризик политичког опортунизма и трајног дефицита	Државна интервенција оправдана за стабилизацију привреде	Независност од политичких циклуса, јер рационални агенти унапред коригују своје понашање
<i>Дугорочни ефекти на привредни раст</i>	Негативни због смањених приватних инвестиција	Позитивни ако јавна потрошња покреће одржив раст	Нема дугорочног ефекта на раст
<i>Главни ризици</i>	Раст камата, смањење инвестиција, политичка злоупотреба	Раст дуга и камата, потенцијална инфлација	Занемаривање политичке реалности и ограничења рационалног понашања

Извор: приказ аутора на основу Musgrave & Musgrave (1989); Buchanan & Wagner (1977); Elmendorf & Mankiw (1999); Keynes (1936); Blinder (2004) и Barro (1974).

Анализа историјског развоја и кључних теоријских приступа јавном дугу указује на постојање дубоких разлика у тумачењу његове функције, оправданости и последица. Класични, кејнзијански и рикардијански правац нуде различите нормативне оквире за обликовање фискалне политике, при чему ниједан од њих не пружа универзално применљиво решење, већ њихова релевантност зависи од конкретних институционалних и макроекономских околности. Сходно томе, разумевање савремених изазова у погледу задуживања захтева надградњу ових теоријских основа анализом емпиријских околности, улоге јавног дуга у стабилизацији привреде и оценом његове одрживости у условима ниских каматних стопа и споријег раста. Овим се постављају темељи за даље разматрање јавног дуга као двосмерног економског феномена – истовремено потенцијалног стабилизатора и извора фискалних ризика – што ће бити детаљније разматрано у наредним поглављима.

1.3. Ефекти јавног дуга у макроекономији: стабилизатори или извори фискалних неравнотежа

Интензивирање екстерних шокова последњих деценија, укључујући Светску економску кризу из 2008., пандемију КОВИД-19 и кризу изазвану нарушеним ланцима

снабдевања, довело је до учесталијих и дубљих рецесионих фаза економских циклуса. У таквим условима, све више се афирмише улога фискалне политике као корективног фактора, односно јавног дуга као стабилизационог механизма. Из претходног дела се може закључити да чак и најжешћи критичари државне улоге у регулисању економских процеса – попут присталица класичног приступа – допуштају могућност краткорочне интервенције у циљу стабилизације и изласка из рецесије. Јавни дуг омогућава држави да брзо и одлучно реагује кроз повећање јавне потрошње или смањење пореза, чиме се директно подстиче агрегатна тражња и ублажавају последице рецесије. Овде је изузетно важна правилна селекција инвестиционих пројеката који обезбеђују стопу раста која ће надмашити трошкове задуживања, чиме се отвара простор за сервисирање дуга по питању камата и главнице. Другим речима, држава треба управљати јавним расходима на начин да генерише довољан реални раст из кога ће, у циклусним фазама опоравка и просперитета, издвојити део реалне вредности за отплату зајма, чиме се обезбеђује одрживост фискалног система. Алтернативно, фискални подстицај се може реализовати и кроз циљано смањење пореза, посебно када су еластичитети понуде и тражње повољни за мултипликативни ефекат (Heise, 2022).

Према Ђуровић-Тодоровић и Ђорђевић (2010), јавни дуг може остварити стабилизационе ефекте кроз два основна облика задуживања:

1. зајмове са дефлаторним ефектима, и
2. зајмове који генеришу инфлаторне притиске.

Уколико се задуживање државе ослања на постојећу штедњу, долази до апсорпције дела дохотка који би у супротном био усмерен ка тржишту путем потрошње, чиме се ублажавају инфлаторни притисци. Истовремено, овај механизам отвара простор за рефинансирање старијих, потенцијално неповољнијих зајмова, чиме се доприноси фискалној рационализацији. Насупрот томе, уколико се државно задуживање врши кроз претерану кредитну експанзију банкарског сектора ради куповине државних обвезница, то може створити реалне претпоставке за јачање инфлаторних тенденција, услед повећања новчане масе без одговарајућег реалног супстрата. Такође, ауторке сугеришу да јавни дуг може имати важну развојну улогу уколико средства прибављена емисијом обвезница усмере ка секторима који генеришу прогресивније стопе раста.

Улога јавног дуга као стабилизационог инструмента постаје нарочито изражена у условима када традиционални механизми монетарне политике губе ефикасност, што је карактеристично за ситуације у којима номиналне каматне стопе достигну своју доњу границу (*zero lower bound*). Према Блиндеру (2004), у таквом монетарном окружењу, централна банка више не располаже стандардним инструментима за подстицање агрегатне тражње, због чега фискална политика поново задобија кључну улогу у стабилизацији економске активности. Аутор указује да фискалне мере, чак и када су временски ограничене, могу имати значајне и трајне ефекте на привреду, посебно кроз мултипликативни утицај јавне потрошње у рецесионим условима. У том контексту, задуживање државе се не посматра као генератор макроекономских дисбаланса, већ као нужан механизам за покретање привредног опоравка. Сличног становишта су и Кристијано и остали (2011), који су у свом раду „*When is the Government Spending Multiplier Large?*“ закључили да у условима када номинална каматна стопа достигне своју доњу границу, експанзивна фискална политика посредством јавног дуга може имати изузетно јак стабилизациони ефекат. Према истраживању ових аутора, у таквим околностима, повећана јавна потрошња утиче на инфлаторна очекивања тржишних субјеката, што у крајњој инстанци узрокује додатни пад перципиране реалне каматне стопе и резултира већом агрегатном тражњом и инвестицијама.

У прилог тези да јавни дуг може представљати снажан стабилизациони механизам у условима рецесије говори и истраживање Бланшара и Леја (2013), које се фокусира на ефекте фискалне консолидације током посткризног периода након Светске економске кризе из 2008. године. Њихови налази указују на то да је политика штедње, спроведена у рецесионим условима, имала изразито негативне последице по привредну активност и успорила процес економског опоравка. Посебно је забрињавајуће што је спроведена консолидација диспропорционално погодила инвестиционе токове, при чему је пад инвестиција био готово три пута већи од пада личне потрошње, што значајно подрива претпоставку да фискална контракција може допринети успостављању макроекономске равнотеже у кризним фазама. Овакви резултати представљају снажан аргумент против рестриктивне фискалне политике у условима смањене агрегатне тражње.

Без обзира на позитивне ефекте експанзивне фискалне политике у рецесионим фазама и изразиту делотворност јавног дуга на привредни раст у кратком року, одговорно

управљање јавним финансијама захтева сагледавање и свих релевантних ризика који проистичу из прекомерне задужености. Висока задуженост може угрозити фискални капацитет земље кроз буџетска издвајања за отплату дугова и камата на постојећи јавни дуг, што државу чини мање отпорном на рецесионе фазе које могу уследити у будућности. Поред тога, висок удео јавног дуга у БДП-у негативно утиче на кредитни рејтинг земље, што може резултирати скупљим зајмовима у перспективи као последица већег перципираног ризика од стране потенцијалних кредитора. У пракси, нарочито у земљама са ниским фискалним правилима и слабијим институционалним капацитетима, експанзивна фискална политика утиче на смањење буџетске дисциплине, која води ка монетизацији дуга и стварању инфлаторног притиска. Такође, у земљама које се ослањају на иностране изворе финансирања, јавни дуг повећава изложеност валутним ризицима и екстерним шоковима, што његову имплементацију као механизма стабилизације чини још изазовнијом (ЕЦБ, 2020).

Према Елмендорфу и Манкиву (1999), експанзивна фискална политика утиче на реални раст само у кратком року. Дугорочно посматрано, дефицит ће генерисати потискивање домаћих инвестиција (*crowding out*), пораст каматних стопа и већу спољну задуженост, што у коначној инстанци води ка успоравању привредног раста. Анализирајући утицај јавног дуга Сједињених Америчких Држава на привредни раст током 90-их година, аутори су изнели процену да је јавни дуг (који је износио око 50% БДП-а) смањивао нето производњу за око 3,5%, а да је губитак по том основу само у 1997. години износио око 300 милијарди долара. Такође, аутори истичу да оваква фискална политика води ка двоструком дефициту (*twin deficits*), који истовремено укључује буџетски и трговински дефицит. Наиме, потискивање домаћих инвестиција утиче на смањење инвестиција домаћих резидената у иностранству, што у дугом року резултира смањењем акумулационе базе у земљи. Тиме се отвара простор да се недостатак домаћег капитала надомести страним инвестицијама или задуживањем у иностранству, а прилив страног капитала врши притисак на аперсијацију домаће валуте, што домаћу производњу чини мање конкурентном и води ка истовременом трговинском дефициту.

Рајнхарт и Рогоф (2010) су, анализирајући однос јавног дуга, привредног раста и инфлације, утврдили да прекомерна задуженост успорава економски раст без обзира на ниво развијености земље, нарочито када се пређе праг од 90% БДП-а. Притом, у земљама у развоју, висок јавни дуг додатно генерише инфлаторне притиске. Аутори

такође наглашавају да, у случају спољног дуга, прагови задужености у земљама у развоју морају бити још опрезније дефинисани. Када спољни дуг достигне 60% БДП-а, долази до успоравања реалног раста за око 2 процентна поена, док ниво изнад 90% БДП-а преполовљава стопу раста, што указује на озбиљне макроекономске последице високе екстерне задужености у слабије развијеним економијама.

До сличног закључка дошли су и Чечети и остали (2011), анализирајући 18 земаља чланица ОЕЦД-а током периода 1980–2010, с тим што праг прекомерне задужености према њиховом истраживању износи 85% удела јавног дуга у БДП-у. Они прихватају да јавни дуг као стабилизатор у условима рецесије може дати позитивне ефекте на привредни раст при умереним нивоима задужености, али да прекомерно задуживање узрокује негативне екстерналије које економску ситуацију додатно дестабилизују. У складу са тим, препоручују да креатори економских политика настоје да задрже ниво јавног дуга испод идентификованих прагова презадужености, како би очували фискалну одрживост и економски потенцијал на дужи рок.

Међутим, узроке успоравања раста не треба аутоматски приписивати само висини јавног дуга. Насупрот резултатима Рајнхарта и Рогофа (2010) и Чечетија и сарадника (2011), који сугеришу постојање прагова презадужености након којих дуг значајно негативно утиче на раст, Паница и Презбитеро (2014) оспоравају постојање узрочно-последичне везе између висине јавног дуга и привредног раста. Користећи инструменталне варијабле које изолују ефекат валутних промена на дуг, аутори показују да негативна корелација између дуга и раста нестаје када се контролише девизни ризик. Њихово истраживање на узорку земаља чланица Организација за економску сарадњу и развој (ОЕЦД) сугерише да високи јавни дуг не мора нужно узроковати успоравање раста, већ да ова корелација може бити производ заједничких шокова или обрнутог узрока. Другим речима, слабији реални раст производње повећава релативни ниво дуга, а не обрнуто.

У крајњој линији, утицај јавног дуга на макроекономске токове није универзалан нити строго детерминисан, већ зависи од контекста у којем се спроводи фискална политика. Овде се пре свега мисли на институционалне и фискалне капацитете, валутну структуру задужења и капацитет државе да правовремено одговори на унутрашње и спољне шокове. Због тога се закључци о улози јавног дуга морају доносити опрезно,

ослањајући се на конкретне околности, а не на универзалне прагове или поједностављене претпоставке.

1.4. Појам фискалне одрживости и фактори одрживог дуга

У овом делу првог поглавља разматраће се појмовно одређење фискалне одрживости, као и методолошки приступи њене квантификације. Посебан акценат биће стављен на идентификацију основних предуслова за имплементацију одрживе политике јавног дуга, уз анализу кључних економских и фискалних фактора који детерминишу дугорочну одрживост јавних финансија. Ова тема је од посебног значаја у савременом економском амбијенту који карактерише огроман фискални притисак и динамични геополитички односи који остављају последице на глобалну привреду. Наиме, према извештају ММФ-а из 2024. године, у 2023. години свет је достигао износ јавног дуга од 250 трилиона америчких долара, што је укупно износило 237% укупног БДП-а (ММФ, 2024). Ови подаци сугеришу да је постојећи концепт дефицитног одржавања привредног раста крајње угрожен, а да потреси на тржишту капитала услед немогућности сервисирања обавеза по основу јавног дуга могу проузроковати кризу далеко разорнију од оних из прошлости. Стога, за имплементацију одговорне економске политике која ће бити у стању да одговори фискалним изазовима у дугом року, изузетно је важно правилно теоријско уопштавање концепта фискалне одрживости јавног дуга и идентификовање кључних фактора његове динамике.

Јавни дуг неке државе се може сматрати одрживим уколико постоји реална могућност сервисирања обавеза по питању његове отплате (главница и камата) у средњем и дугом року. При томе, важно је да ниво дуга у односу на БДП апроксимира ка стабилном (равнотежном) нивоу, без превеликих осцилација и драстичних фискалних прилагођавања. Кључна улога фискалне политике у погледу одрживости јавног дуга огледа се у одговорном буџетском планирању, како буџетска неравнотежа, кроз суфиците и дефиците, не би угрозила њену одрживост (ЕК, 2019).

Економска теорија апострофира значај односа реалног раста (g) и камате (r) у контексту процене одрживости јавног дуга. Уколико привреда генерише довољан раст (g) да надомести камату (r) на јавни дуг ($r - g < 0$), чак и у условима одређеног буџетског дефицита, јавни дуг може бити одржив. Алтернативно, уколико је разлика реалне

камате и раста позитивна ($r-g > 0$), дуг може постати неодржив чак и у условима примарног суфицита (Croce и Juan-Ramón, 2003).

Питање одрживости јавног дуга додатно компликују и егзогени фактори који такође могу утицати на изгледе успешног сервисирања обавеза по питању јавног дуга. Ту се, пре свега, мисли на макроекономски амбијент, с обзиром на то да екстерни шокови могу угрозити одрживост јавног дуга неке државе, чак и у условима савршеног буџетског планирања и одговорне фискалне политике.

Према Ђуровић-Тодоровић и Ђорђевић (2010), проблем отежане одрживости јавног дуга у пракси је директно повезан са периодом доминације Кејнзијанских доктрина и појачаним државним интервенционизмом. Ауторке примећују да савремена држава злоупотребљава јавни дуг у циљу прикупљања вишег износа средстава и преузимања кључне иницијативе у привредним токовима. „Границе задуживања попуштају, па долази до огромног пораста јавног дуга и до пораста улоге јавног сектора, посебно у сектору инвестиција и запослености“ (Ђуровић-Тодоровић и Ђорђевић, 2010, стр. 341).

Старија литература из области јавних финансија питање одрживости јавног дуга сагледава са интертемпоралног аспекта, при чему одрживи јавни дуг подразумева усклађеност будућих буџетских прихода са расходима и трошковима сервисирања јавног дуга. Као кључни фактори одрживости јавног дуга, поред $r-g$ диференцијала и примарног биланса, идентификују се и истискивање приватних инвестиција, монетизација дуга и инфлација (Vuitier, 1985).

Есколано (2010) одрживост јавног дуга анализира са аспекта његове динамике. Према овом аутору, динамика јавног дуга је дефинисана релативним нивоом јавног дуга према БДП-у, ефективном разликом реалног привредног раста и реалне камате на јавни дуг и примарним буџетским салдом, а дуг је одржив уколико постоји баланс између ефективне разлике реалног раста и камата и буџетског салда, што омогућава одрживу фискалну политику у границама политички и економски могућег. Овај однос је формално изражен следећом математичком једначином:

$$d_t = (1 + \lambda_t)d_{t-1} - p_t$$

При чему је:

- d_t – удео јавног дуга у БДП-у за период t ,
- d_{t-1} – удео јавног дуга у БДП-у за период $t-1$,
- λ_t – ефективни диференцијал камате и раста,
- p_t – примарни буџетски салдо.

Према дефиницији ММФ-а (2013), јавни дуг је одржив уколико примарни буџетски салдо може адекватно стабилизовати дуг у перспективи на економски и политички прихватљив начин, како у основном тако и у шок сценарију. Под шок сценаријом обухваћене су нагле флукуације реалног привредног раста, каматних стопа, примарног буџетског биланса и депресијације домаће валуте. Дакле, за одрживи јавни дуг није довољна само избалансираност будућих фискалних прихода и расхода, већ мора постојати одређени профилактички потенцијал економије у погледу неочекиваних и непожељних тенденција. Такође, методологија ММФ-а има јасно дефинисане прагове ризика када постоји реална опасност да јавни дуг постане неодржив, при чему су ти прагови различито дефинисани у зависности од тога да ли се ради о развијеним земљама или земљама у развоју. Табела 3 илуструје прагове ризика одрживости дуга за развијене земље и земље у развоју:

Табела 3 – Прагови ризика одрживости јавног дуга према методологији ММФ-а

Класификација земаља	Удео јавног дуга у БДП-у	Бруто потребе за финансирањем
Развијене земље	85%	15%
Земље у развоју	70%	20%

Извор: приказ аутора на основу ММФ-а (2013). “*Staff Guidance Note for Public Debt Sustainability Analysis in Market-Access Countries.*” *International Monetary Fund.*

Прагови приказани у Табели 3 представљају референтне границе фискалног ризика које сигнализирају потенцијалну презадуженост земље. У случају да јавни дуг премаши одговарајући праг (85% БДП-а за развијене земље, односно 70% за земље у развоју), постоји повећана вероватноћа да фискална политика постане неодржива без значајног прилагођавања. Истовремено, бруто потребе за финансирањем изнад 20% БДП-а у развијеним економијама и 15% у земљама у развоју указују на високу изложеност рефинансијском ризику и зависност од тржишних услова. Ови прагови не

значе аутоматски губитак солвентности, већ служе као сигнал за појачани надзор и спровођење превентивних фискалних мера које би очувале стабилност јавних финансија у условима могућих шокова (ММФ,2013).

Рајнхарт и Рогоф (2010) прагове ризика дефинишу на нивоу од 90% удела јавног дуга у БДП-у, односно на нивоу 60% удела спољног дуга у БДП-у. Резултати њиховог истраживања показују да превазилажење прага од 60% удела спољног дуга у БДП-у успорава реални раст за 2%, док превазилажење прага од 90% удела јавног дуга у БДП-у преполовљава стопу раста. Такође, аутори упозоравају да прекомерна задуженост са собом носи опасност наглог пораста каматних стопа, што захтева веома брзе и болне фискалне резове.

Због свега наведеног, анализа фискалне одрживости не може се свести на једноставно праћење фискалних салда или релативног нивоа јавног дуга, већ мора укључивати разумевање његове динамике, узимајући у обзир међузависност реалне стопе раста, каматне стопе и примарног буџетског салда. Теоријска елаборација ових односа, као и математичко моделовање њиховог утицаја на кретање јавног дуга у дугом року, представљају основу за дубље сагледавање предуслова фискалне стабилности. У том контексту, наредно поглавље ће бити посвећено приказу кључних теоријских модела који квантитативно дефинишу услове фискалне одрживости и испитују понашање фискалне политике у зависности од нивоа задужености.

1.5. Теоријски оквири дугорочне фискалне одрживости: динамика дуга и одговорност фискалне политике

Кључни изазов савремене економске политике је обезбеђивање фискалне одрживости у дугом року. Дугорочна фискална одрживост омогућава адекватно сервисирање обавеза државе по питању јавног дуга у виду отплате његове главнице и пратећих камата, али и постизање развојних, политичких и социјалних циљева (ЕЦБ, 2020). У том контексту, разумевање динамике јавног дуга и начина на који фискална политика реагује на задуженост представља основу за анализу одрживости.

Два теоријска приступа из литературе пружају комплементарне увиде у ову проблематику. Први је детерминистички модел систематизован од стране Есколана (2010), који путем фискалне аритметике квантификује однос између каматне стопе,

стопе раста и примарног фискалног салда у формирању промене релативног удела јавног дуга у БДП-у. Други је реакциони оквир Бона (1998), који предлаже емпиријски критеријум фискалне одрживости заснован на позитивној реакцији примарног салда на раст јавног дуга. Ови модели, иако методолошки различити, нуде користан теоријски апарат за сагледавање структурних и институционалних предуслова фискалне одрживости.

У претходном делу ове дисертације приказан је агрегатни модел промене дуга према Есколану (2010), у облику $d_t = (1 + \lambda_t)d_{t-1} - p_t$, који представља упрошћену форму фискалне аритметике у којој је ефекат каматних стопа и раста имплицитно садржан у параметру λ_t , који означава ефективни диференцијал камате и раста. Међутим, ради експлицитнијег приказа утицаја кључних макроекономских варијабли на динамику јавног дуга, у овом делу анализе користиће се стандардизовани облик идентитета јавног дуга који експлицитно одваја ефекат каматне стопе (r), стопе раста БДП-а (g) и примарног буџетског салда (pb_t):

$$\Delta d_t = \frac{r-g}{1+g} d_{t-1} - pb_t$$

где је:

- Δd_t – промена удела јавног дуга у БДП-у,
- r – ефективна каматна стопа на јавни дуг,
- g – ефективна стопа раста,
- d_{t-1} – удео јавног дуга у БДП-у за период $t-1$,
- pb_t – примарни буџетски салдо.

На основу овог формулског облика, може се закључити да се дугорочна одрживост јавног дуга може постићи усклађивањем $r-g$ диференцијала и примарног буџетског салда. Наиме, уколико ефективни раст надмаши ефективну камату, јавни дуг као проценат удела у БДП-у може опадати чак и у условима дефицита примарног буџетског салда, ако тај дефицит није довољно велики да у потпуности апсорбује или премаши разлику камате и раста, што отвара већи фискални простор и смањује потребу за прилагођавањем. Супротно, уколико је $r-g$ диференцијал позитиван, удео јавног дуга у БДП-у ће порасти чак и у условима извесне фискалне консолидације.

Према Бланшару (2019), околности у којима је могуће постићи негативан $r-g$ диференцијал нису изузетак, већ представљају историјску норму. Анализирајући економску праксу Сједињених Америчких Држава и других развијених земаља након Другог светског рата, Бланшар је дошао до закључка да је током више деценија прошлог века номинална камата заостајала за номиналним растом. У таквим околностима, Бланшар сматра оправданим задуживање којим ће се стимулисати додатни реални раст, изузев у условима високе стопе приноса на капитал, јер ће у том случају задуживање произвести *crowding out* ефекат приватних инвестиција. Такође, Бланшар и Леј (2013) апострофирају значај предикције ефеката фискалне консолидације у погледу дугорочне одрживости јавног дуга, нарочито у кризним ситуацијама. Анализирајући спроведене мере фискалне консолидације за време Светске економске кризе из 2008. године, закључили су да су ефекти рестриктивне фискалне политике изостали услед потцењености утицаја мера штедње на успоравање раста, што је произвело супротне ефекте од очекиваних, нарочито у првим годинама кризе.

Иако ситуација у којој је стопа раста БДП-а виша од ефективне каматне стопе на јавни дуг ($g > r$) номинално делује повољно за одрживост дуга, она не елиминише све фискалне ризике. Услов $g > r$ није довољан уколико је ниво апсолутног дуга веома висок и ако инвеститори перципирају фискалну политику као неодговорну или политички неодрживу. У таквим околностима може доћи до наглог раста каматних премија, што поништава претходно повољан диференцијал између раста и трошка задуживања. Другим речима, перцепција ризика повезана с висином јавног дуга и будућом фискалном стабилношћу може довести до пораста каматне стопе без обзира на темељне макроекономске показатеље. Посебан ризик лежи у чињеници да се $r-g$ диференцијал може брзо преокренути у кризним околностима, када раст успорава, док камате расту услед нарушавања поверења на тржишту капитала. Таква динамика може произвести негативне повратне екстерналије и довести до изненадног погоршања фискалне одрживости, чак и у земљама које су претходно имале повољне индикаторе (ЕЦБ, 2020).

Један од најутицајнијих теоријских модела који се користи за емпиријску евалуацију фискалне одрживости јесте модел који је предложио Бон (1998). Полазећи од интертемпоралног буџетског ограничења, Бон уводи понашајни критеријум

одрживости, према којем се фискална политика сматра одрживом уколико постоји систематска, позитивна реакција примарног буџетског салда на промене у нивоу јавног дуга. Овај модел се у литератури често користи као основа за тестирање фискалне одговорности кроз временске и панел регресије. У оквиру ове дисертације, Бонов модел се не користи за квантитативну процену, али се користи као теоријски репер који осветљава значај фискалне корекције и понашајног аспекта политике задуживања. Формулски облик Боновог модела је следећи:

$$S_t = \rho d_t + \alpha Z_t + \varepsilon_t$$

при чему је:

- S_t - примарни буџетски биланс,
- d_t - јавни дуг (% БДП-а),
- Z_t - вектор контролних варијабли,
- ε_t - резидуал.

На основу формулског приказа Боновог модела може се закључити да аутор акценат ставља на одговорност фискалне политике у погледу одрживости јавног дуга. Другим речима, Бон жели испитати да ли владе предузимају корективне мере, кроз повећани примарни суфицит, у условима нарушавања релације јавног дуга и БДП-а или пуштају његову неконтролисану динамику. Како би се избегли погрешни закључци услед цикличних економских кретања или тренутних шокова, Бон у формули укључује и контролне варијабле и тиме постиже изоловану (чисту) повезаност фискалне политике и кретања јавног дуга.

Уколико коефицијент ρ има позитивну вредност ($\rho > 0$), то значи да су фискалне власти спроводиле одговорну буџетску политику у посматраном периоду, тј. да су у условима раста јавног дуга настојале остварити суфицит којим би релаксирале однос дуга и БДП-а. Супротно, уколико је коефицијент ρ негативан ($\rho < 0$), не може се тврдити да постоје докази за одговорну фискалну политику. Другим речима, фискална политика није била усклађена са динамиком јавног дуга, што угрожава његову дугорочну одрживост.

Анализирајући корелацију примарног суфицита и јавног дуга на примеру Сједињених Америчких Држава у временском интервалу од 1916. до 1995. године, аутор је утврдио да постоји усаглашеност динамике ове две варијабле, што упућује на закључак о спровођењу одговорне фискалне политике. Мауро и сарадници (2013) проширују Бонов приступ тестирања фискалне одрживости кроз примену модела на већи број земаља и дужи историјски оквир. Њихова анализа потврђује да фискална одрживост није статична категорија, већ зависи од промена у дугорочном расту и трошковима задуживања. Посебно наглашавају да чак и развијене земље, које су генерално показивале већу фискалну коректност, бележе периоде одступања од одговорности, нарочито у условима кризе или политичких притисака.

На основу представљених теоријских оквира може се закључити да дугорочна фискална одрживост не представља статичку компоненту, већ динамичку категорију која зависи од међусобне интеракције макроекономских варијабли, институционалних капацитета и фискалне одговорности. Док детерминистички модели, попут Есколановог, квантификују механизме који утичу на промену јавног дуга, понашајни приступи, као што је Бонов модел, омогућавају евалуацију фискалне политике у односу на ту динамику. У савременим околностима високог дуга и неизвесних макроекономских токова, кључна детерминанта одрживости остаје спремност државе да прилагоди фискалну политику како би се одговорило на растуће обавезе.

1.6. Улога институционалног оквира и политичких фактора у динамици јавног дуга

У претходном поглављу је у потпуности разрађен математички приступ дугорочне фискалне одрживости са аспекта $r-g$ диференцијала и примарног буџетског салда. Такође, приказан је концепт контроле емпиријске усклађености фискалне политике са реалним економским токовима. Међутим, да би се стекла права слика о динамици јавног дуга и улози фискалне политике у њеном обликовању, потребно је додатно размотрити и квалитативне факторе – пре свега институционални оквир и политичку детерминанту – који значајно условљавају фискалне исходе.

У домену економске теорије, институционални оквир буџетског процеса обухвата правну регулативу, расподелу надлежности између државних органа у области фискалне политике и механизме надзора и контроле над њеном применом. Државе са

јачим институционалним капацитетом имају далеко већи потенцијал у погледу фискалне одрживости, с обзиром на стандардизованост процеса буџетирања и устаљене механизме одговора на фискалне изазове. Према Ван Хагену и Хардену (1995), јасно дефинисана буџетска процедура доприноси фискалној одрживости кроз контролу афинитета ка потрошњи и разбијање фискалних илузија. Са друге стране, недовољно изграђен институционални оквир отвара простор за доношење *ad hoc* одлука о задуживању, без усклађености са принципом дугорочне одрживости. Сличног става су и Алесина и Пероти (1996), који излаз из проблема угрожене фискалне одрживости виде у успешној реформи институционалног оквира. Та реформа, према ауторима, мора да обухвати постављене нумеричке циљеве у погледу равнотеже буџетских прихода и расхода, јасно дефинисану процедуру буџетског процеса и имплементирана правила о транспарентности буџета. Такође, аутори заговарају значај хијерархијског устројства и потпуне независности министарства финансија у односу на законодавна тела и остатак владе, што треба да створи додатни притисак одговорности код носилаца фискалне политике.

Недостатак снажног институционалног оквира додатно отежава очување фискалне дисциплине у условима политичких притисака. Политичке елите често прибегавају повећању јавне потрошње у периодима изборних кампања, будући да позитивни ефекти фискалне експанзије непосредно утичу на перцепцију бирача, док се трошкови сервисирања дуга манифестују тек дугорочно. Према истраживању Брендера и Дразена (2005), овај феномен је посебно изражен у државама са демократским уређењем новијег датума, где недостатак институционалног наслеђа олакшава опортунистичко буџетско понашање. Наиме, бирачи у овим земљама немају довољно искуства када је изборна политика у питању, а уз то врло често не располажу адекватним информацијама да би проценили фискалну манипулацију, која би у демократијама са дужом традицијом далеко лакше била перципирана. У таквим околностима, раст јавног дуга и повећано фискално оптерећење могу се окарактерисати једино као екстерналија негативног утицаја политичког фактора, који није сузбијен изграђеним институционалним оквиром.

Ву (2001) је на примеру 57 земаља у временском опсегу од 1970. до 1990. године установио да утицај политичких фактора на дугорочну одрживост јавног дуга зависи од организационог система власти. Резултати његовог истраживања указују да су

председнички системи одговорнији по питању одрживости јавног дуга у односу на пропорционалне изборне системе. Проблем је нарочито изражен код влада базираних на широким коалицијама, где различите интересне групе настоје да своје партикуларне интересе имплементирају у расходној страни буџета. Такође, истраживање је утврдило значајан утицај политичких фактора на буџетски дефицит у условима нестабилности као што су промена власти, државни удари, политички атентати, промене у кабинетима министарстава и друштвене кризе у виду протеста.

За успешну имплементацију институционалног оквира и контролу утицаја политичког фактора на фискалну политику, изузетно је важно постојање независних тела која ће пратити реализацију буџетске политике и извештавати јавност о оствареним резултатима. Ове контролне институције морају бити ефикасне и потпуно аутономне у свом раду, чиме се избегава сценарио „креативног буџетског рачуноводства“ који служи прогресивном задуживању. С друге стране, уколико ове институције буду маргинализоване, најчешће под утицајем политичког фактора, то онда отвара простор за нарушавање фискалне дисциплине и неадекватно управљање јавним дугом (Алесина и Пероти, 1996).

На основу наведених налаза може се закључити да фискална одрживост не може бити посматрана искључиво кроз математичку динамику дуга, већ мора да укључи и анализу институционалних механизма и политичких утицаја који обликују буџетске исходе. Такав приступ омогућава схватање пуног контекста доношења фискалних одлука и олакшава предикцију динамике јавног дуга у средњем и дугом року.

1.7. Интергенерацијска правичност политике јавног дуга

Концепт одговорне фискалне политике се у економској теорији не своди искључиво на контролу волумена и динамике јавног дуга у смислу његове одрживости. Поред усклађености будућих фискалних прихода и расхода и очувања фискалног простора за одговор на будуће рецесионе тенденције, одговорна политика јавног дуга мора почивати и на интергенерацијској правичности у погледу користи и терета који проистичу из државне потрошње. Поље фискалног деловања носи посебан ризик у погледу нарушавања принципа интергенерацијске правичности, с обзиром на то да се користи од актуелне потрошње остварују у текућем времену, а да се обавезе по основу јавног дуга могу пренети на одређени интервал у будућности. Стога, за правилно

сагледавање дугорочних импликација јавног дуга, неопходно је у обзир узети и имплементираност овог принципа у фискалној пракси (Arévalo и остали, 2019).

Принцип интергенерацијске правичности, у најопштијем смислу, подразумева да свака генерација сноси терет сервисирања обавеза по питању јавног дуга у складу са користима које је имала од његове акумулације. У ситуацијама када се јавним дугом финансира текућа потрошња садашње генерације, а отплата се пребацује на будуће, долази до повреде овог принципа и фискалног оптерећења оних који нису учествовали у доношењу одлука (Catrina, 2013).

Према Масгрејву и Масгрејв (1989), интергенерацијска правичност захтева строго буџетско правило по којем се текућа потрошња мора финансирати искључиво из текућих буџетских прихода, док се капитални расходи могу оправдано финансирати задуживањем, јер стварају користи и за будуће генерације. На тај начин се постиже баланс између акумулираног јавног дуга и супстанце јавног капитала, на основу којег ће будуће генерације моћи ефикасно сервисирати фискалне обавезе, без нарушавања свог фискалног капацитета због одлука претходних генерација. Анализирајући интергенерацијску правичност јавног задуживања са аспекта извора финансирања – унутрашњи и спољни дуг – аутори закључују да је овај принцип нарочито угрожен у условима екстерног задуживања. Ово проистиче из природе сервисирања обавеза по питању спољног дуга и чињенице да ће будуће генерације један део ресурса морати да трансферишу ка иностраном повериоцу, а тај смањени капитал ће остварити повратни негативни утицај на будући привредни раст и благостање.

Ипак, економска теорија није јединствена по питању односа извора финансирања и принципа интергенерацијске правичности. Према Дајмонду (1965), који улогу јавног дуга посматра са аспекта неокласичног модела привредног раста, унутрашњи дуг има негативније последице по интергенерацијску правичност, с обзиром на то да се расположиви капитал замењује портфељом непроизводних обвезница, што ће се додатно одразити на нижи БДП и национални доходак, како у текућем периоду, тако и у будућности. У том контексту, спољни дуг може имати позитивнији ефекат, јер доприноси повећању расположивог капитала у текућем времену, чиме се омогућава већа производња и привремено побољшано благостање, што делимично ублажава неправичну међугенерацијску расподелу. Такође, аутор сугерише да правилно постављен концепт интергенерацијске правичности мора узети у обзир и

интервременску алокацију расположивих ресурса. У том контексту, поред међугенерацijske правичности са аспекта бенефита и обавеза по питању јавног дуга, неопходно је обезбедити усклађеност граничног приноса капитала и демографских тенденција. Другим речима, правичан концепт мора укључивати и адекватну меру капитала за сваку генерацију, чиме се елиминишу ситуације прекомерне штедне или недостатка капитала у интергенерацijsком односу.

Нарушавање концепта интергенерацijske правичности у великој мери је детерминисано утицајем политичких фактора на фискалне процесе. У циљу остваривања утицаја на индивидуалне перцепције актуелног бирачког тела о оствареним резултатима, носиоци политичке одговорности иницирају већу текућу потрошњу кроз јавно задуживање, чиме се терет отплате трансферише на будуће генерације. Овакви процеси су нарочито интензивни у периодима изборних циклуса и политичких кампања. Према Ауербаху и сарадницима (1994), такво понашање је омогућено управо због недостатака традиционалног буџетског рачуноводства, које игнорише имплицитне међугенерацijske обавезе и оставља простор за фискалну нетранспарентност и политички опортунизам. Као алтернативу, аутори предлажу генерацijsко буџетско рачуноводство, које евалуира нето порезе сваке генерације као разлику између уплаћених пореза и примљених трансфера у садашњој вредности. Интергенерацijsка правичност се у том оквиру постиже уравнотеженим нето салдима између генерација, што онемогућава да једна генерација систематски користи фискалну политику на штету друге.

Одржавање принципа интергенерацijske правичности у смислу пореза и остварених бенефита ће у будућности бити под снажним притиском феномена старења популације и појачаним потребама за фискалним издацима у виду пензија и социјалне заштите. С обзиром на то да пензиони системи функционишу на принципу међугенерацijske солидарности, старење популације нарушава баланс радно активног становништва и корисника пензионих система, што узрокује већа издвајања садашњих генерација радника у корист старијих. Процене ММФ-а (2011) такође констатују овај процес, указујући на промену постојеће перцепције одрживости јавног дуга у многим земљама услед импортовања ових дугорочних обавеза. Наиме, повећани фискални издаци у будућности, који нису адекватно укључени у петогодишње пројекције према методолошком оквиру ММФ-а, могу озбиљно угрозити стабилност финансијских

система многих држава. Међутим, у светлу аргументације коју износи Син (2000), овај процес може бити оцењен и као делимично праведан, уколико се посматра као компензациони механизам за претходно недовољно инвестирање у људски капитал, при чему се интергенерацијски терет редистрибуира не само фискално, већ и кроз друштвену корекцију претходних неједнакости у улагањима у образовање и демографске капацитете.

II ДУЖНИЧКА КРИЗА И ПРОБЛЕМ МЕЂУНАРОДНЕ ПРЕЗАДУЖЕНОСТИ

2.1. Историјски преглед глобалних дужничких криза

Од друге половине XX века па до данас, фискална политика је била суочена са бројним изазовима који су претили да наруше концепт буџетске равнотеже и генеришу дубоке дужничке кризе. Иако су конкретни узроци и механизми трансмисије дужничких процеса били различити, коначни епилог ових процеса се увек сводио на повећање ризика од пробијања граница фискалног капацитета. Ту се пре свега мисли на улазак у ситуацију отежаног сервисирања обавеза по питању јавног дуга без екстерне помоћи и ланчане реакције губитака поверења на тржишту капитала. Криза у земљама Латинске Америке, нафтни шокови 70-их година, азијска криза и Светска економска криза из 2008. године показале су да дужничка спирала може бити покренута под утицајем ендогених и егзогених фактора, а врло често и синергиски ефекат њиховог деловања отежава очување фискалне стабилности и чини га још захтевнијим изазовом. Док егзогене факторе чине изненадни шокови који су изван домена фискалне политике (попут нафтних шокова), ендогени фактори су последице неодрживе фискалне праксе или погрешних политичких перцепција и њима детерминисаних одлука. Стога, циљ ове секције у оквиру другог поглавља је да идентификује обрасце понашања, институционалне слабости и фискалне последице кључних криза из овог временског раздобља како би се створила основа за компарацију са актуелном фискалном ситуацијом (Baldacci и остали, 2011; Sachs, 1989; Krugman, 2012; Radelet и Sachs, 1998; Stiglitz, 2002).

2.1.1. Нафтни шокови 1970-их и њихови фискални ефекти

Нафтни шокови из 1973. и 1979. године представљају генераторе дужничке кризе 70-их и 80-их година прошлог века, која је истовремено изазвала монетарне, фискалне и реалне импликације на глобални економски систем. Драстичан скок цена нафте и нафтних деривата био је директна последица картеларног наступа и одлуке о значајном смањењу производње земаља извозница удружених у оквиру Организације земаља – извозница нафте (ОПЕК) – што је довело до трансмисије увозне инфлације, повећане незапослености и пада реалне производње у земљама увозницама. Ово је прва економска криза која је узроковала троструку макроекономску нестабилност, с обзиром на то да су ефекти њене ескалације истовремено угрозили ценовну, фискалну

и производну равнотежу, а сам феномен је у економској литератури означен као стагфлација (Blinder и Rudd, 2013).

Важну улогу у продубљивању ове кризе имала је и реакција креатора макроекономске политике у земљама увозницама кроз употребу експанзивне фискалне политике као механизма за ублажавање социјалних ефеката енергетског шока. Државе су преузимале на себе терет наглог скока цена нафте кроз субвенције увоза, што је условило повећан буџетски дефицит и акумулацију екстерног јавног дуга. Оваква пракса је нарочито била присутна у земљама у развоју, с обзиром на то да су оне имале ограничену акумулациону базу капитала и неразвијено домаће финансијско тржиште. Такође, недостатак строгог институционалног оквира и слаби механизми фискалне контроле отворили су простор за политички опортунизам и покушај превазилажења актуелне кризе на терет будућих генерација (ММФ, 1984).

Тренд повећаног задуживања пратили су и процеси на међународном тржишту капитала, са посебним акцентом на улогу рециклаже петродолара. Наиме, вишак капитала у земљама извозницама нафте, генерисан наглим скоком цена, створио је повољне услове за спољно задуживање посредством банкарског сектора. Доступност капитала и ниске камате подстакле су погрешну перцепцију код носилаца економско-политичке одговорности да се стабилизација може остварити повољним дефицитним финансирањем које ће бити одрживо у средњем и дугом року. У коначној инстанци, добар део земаља у развоју није схватио значај усаглашавања буџетске и енергетске политике, већ је наставио са праксом дефицитног финансирања, што је утицало на додатно продубљивање њихове фискалне рањивости (Cuddington, 1986).

У складу са наведеним, у стручној литератури преовлађује мишљење да су нафтни шокови директан узрок рецесионих процеса и дужничке кризе. Према Хамилтону (1983), највећи део рецесионих криза након Другог светског рата условљен је поремећајем на тржишту енергената. Проучавајући америчку рецесиону праксу и улогу *Texas Railroad Commission (TRC)* у картеларном наступу америчких произвођача нафте, аутор је закључио да је 7 од 8 рецесија у том периоду директно узроковано нафтним шокovima и да детерминисаност привредног раста поремећајима на тржишту енергената није упитна. Са друге стране, истраживање није утврдило статистички значајан утицај привредне активности на цену нафте. Такође, аутор тврди да рецесионе

фазе прате нафтне шокове са временским закашњењем између 9 и 12 месеци, док опоравак привредне активности отпочиње тек након 18 месеци.

Ипак, у обзир треба узети и опортуне ставове који негирају егзогени карактер нафтних шокова и рецесиону условљеност увозном трошковном инфлацијом. Насупрот Хамилтону, Барски и Килијан (2004) тврде да су управо нафтни шокови узроковани експанзивном монетарном политиком и растућом тражњом услед појачане привредне активности. У прилог овој тези, аутори износе аргумент да између стагфлације и нафтних шокова не постоји системска веза, већ да рецесиони процеси у неким случајевима претходе или теку паралелно са нафтним шоковима. Такође, аутори оспоравају доминантну улогу ОПЕК-а у генерисању дужничке кризе узроковане нафтним шоковима, истичући да је његова улога лимитирана ценом капитала и агрегатном тражњом за енергенатима. Другим речима, ОПЕК може утицати на пумпање цена енергената само у условима ниских каматних стопа и високе тражње за нафтом; у супротном, одлука о смањеној производњи не би увећала профит земаља извозница, па би самим тим изостала и дужничка криза.

Емпиријски примери појединих земаља недвосмислено су потврдили да ефекти екстерних шокова, попут нафтних криза из 70-их година, доминантно зависе од економских реакција на њихову ескалацију. Ту се пре свега мисли на примере земаља које су успешно изашле из ове кризе без драстичног нарушавања своје фискалне позиције. Највећа заслуга за такав успех припада планским и дугорочно оријентисаним реакцијама носилаца монетарне и фискалне одговорности, који су били спремни да се одрекну реактивног и политички опортуног понашања. Ова поука остаје актуелна и данас, јер се показало да шокови не узрокују кризе сами по себи, већ то чини неадекватан институционални одговор на шок (Balassa, 1981).

Према Робајсу (2012), ефекат екстерних шокова такође може бити детерминисан и степеном макроекономске неизвесности која има пресудан утицај на еластичност понуде и тражње. Уколико се екстерни шок догоди у околностима ниске неизвесности, тржиште има бољи адаптивни капацитет што доприноси ублажавању негативних последица. Алтернативно, екстерни шокови у условима високе макроекономске неизвесности додатно компликују стабилизационе процесе.

Треба посебно нагласити да је криза изазвана нафтним шоковима указала на значај координисаности монетарне и фискалне политике у процесу остваривања економских приоритета. Поједине земље су водиле парадоксалну политику монетарне рестриктивности и фискалне експанзије како би истовремено одговориле на оба негативна аспекта стагфлације. Коначни епилог такве праксе био је изостанак стабилизације привредног пада уз отежано управљање јавним дугом у правцу дугорочне одрживости (Blinder и Rudd, 2013).

На крају, нафтни шокови из 1970-их година не смеју се третирати само као енергетски или ценовни проблем, већ као тест укупног фискалног и политичког капацитета државе да управља кризом. Показало се да се отпорност на шокове не гради у тренутку када они наступе, већ у периодима стабилности кроз постепено јачање институционалних механизма и фискалних амортизера.

2.1.2. Дужничка криза Латинске Америке 1980-их: фискалне поуке и последице

У циљу феноменолошке диференцијације кризе из 1980-их година у односу на остале глобалне економске поремећаје, економска литература је продужено стање неравнотеже, узроковано нафтним шоковима, али и политичким опортунизмом и институционалном инертношћу, означила термином „дужничка криза Латинске Америке“. Због интензитета и трајања последица које су проистекле из овог економског слома, у широкој је употреби и израз „изгубљена декада“. Након фазе екстремног спољног задуживања током нафтних шокова 1970-их, бројне земље региона су већ почетком наредне деценије запале у озбиљне фискалне дисбалансе, инфлаторне спирале и растућу зависност од екстерног капитала. Одлука централних банака развијених земаља да сузбију инфлацију агресивним повећањем референтних каматних стопа довела је до драматичног пада цена сировина, које су чиниле основни извор девизних прихода за сервисирање јавног дуга латиноамеричких земаља. Тиме је фискална рањивост тих држава постала системска и очигледна (Edwards, 1995).

Табела 4 – Спољни дуг земаља Латинске Америке у милијардама долара у периоду 1979-1983.

Земља/Година	1979.	1980.	1981.	1982.	1983.
Аргентина	12,50	27,16	35,67	43,63	45,07

Бразил	53,61	70,96	80,37	92,81	98,27
Чиле	7,01	11,21	15,59	17,16	18,04
Уругвај	1,24	2,14	3,11	4,24	4,57
Колумбија	4,06	6,80	8,52	10,27	11,46
Мексико	33,95	50,70	74,90	87,60	93,80
Венецуела	16,57	29,61	32,10	32,05	34,71

Извор: аутор, на основу Devlin, R. & French-Davis, R. (1995). *The Great Latin America Debt Crisis: A Decade of Asymmetric Adjustment*. *Brazilian Journal of Political Economy*, 15(3), 418–445., (стр. 422).

Коначни ефекат ове дужничке кризе био је потпуни слом фискалног система. Владе ових земаља нису придавале значај успостављању биланса фискалних токова, већ су текуће обавезе финансирале кроз нова задужења. Уз то, највећи део фискалних прихода коришћен је за социјалну потрошњу и *ad hoc* политички мотивисане инвестиције. Тиме је створен зачарани круг у коме нова задужења утичу на све већу цену страног капитала, а сервисирање обавеза додатно смањује фискални капацитет. Додатни импулс за распламсавање дужничке кризе створила је координација монетарне и фискалне политике у правцу постизања погрешно постављених циљева. Наиме, експанзивну фискалну политику следила је и монетарна емисија, чиме је у већини латиноамеричких земаља покренута хиперинфлација, што је додатно угрозило макроекономску стабилност (Dornbusch и Edwards, 1991).

Према анализи Миљковића (2008), посебно упечатљив пример у контексту дужничке кризе Латинске Америке представља случај Мексика. Као земља извозник нафте, Мексико је током нафтних шокова 1970-их бележио позитивне помаке у трговинском билансу, захваљујући растућим приходима од извоза енергената. Ипак, повољни ефекти извозног бума нису искоришћени за структурно јачање економије. Према аутору, кризу су убрзали фактори попут прецењене националне валуте, раста плата који није био у складу с продуктивношћу и негативне реалне каматне стопе на кредите.

У табели која следи приказани су кључни макроекономски индикатори Мексика у периоду од 1979. до 1983. године:

Табела 5 – Економски показатељи Мексика (1979–1983.)

Промене у % на годишњем нивоу	1979.	1980.	1981.	1982.	1983.
Девизни курс	0,17	0,64	6,81	130,07	112,93
Каматна стопа	15,02	22,46	30,77	45,75	59,07
Раст цена	18,17	26,36	27,93	58,92	101,76
Раст надница	16,46	22,66	32,51	60,16	56,10

Извор: Миљковић, Д. (2008). Међународне финансије (2. издање), Центар за издавачку делатност Економског факултета у Београду, стр. 367.

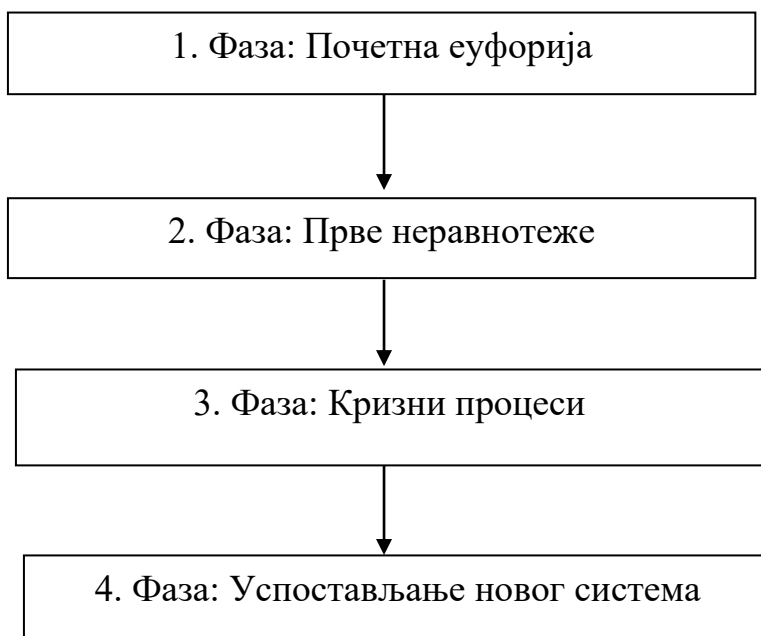
Успостављена експанзивна фискална политика, подстакнута растом извозних прихода и ниским трошковима задуживања, резултирала је снажним повећањем агрегатне тражње и општим растом цена. У таквом амбијенту, номинална каматна стопа је заостајала за инфлацијом, што је водило до негативне реалне каматне стопе. Уз то, монетарна политика била је усмерена на одржавање фиксног девизног курса, чиме су додатно продубљене макроекономске неравнотеже. Номинална корекција курса за око 6% у 1981. години није произвела реалне ефекте, будући да је инфлација и даље остала висока, близу 30%. Економија је постепено улазила у фазу дестабилизације, а 1982. година, која је уједно била и изборна, донела је кулминацију свих структурних слабости. Комбинација погрешних политика, изражене спољне неравнотеже, акумулираних ефеката валутне прецењености и пада девизних резерви довела је земљу на ивицу солвентности. У условима погоршања спољног окружења и слабљења фискалног капацитета, Мексико је исте године званично прогласио мораторијум на отплату спољног дуга, што је означило почетак ширења дужничке кризе широм Латинске Америке (Миљковић, 2008).

Дорнбуш и Едвардс (1991) протежирају политички популизам као кључни узрок распламсавања дужничке кризе у Латинској Америци. Овде се пре свега мисли на занемаривање фискалних и екстерних ограничења у процесу генерисања економске политике. Такође, парадигма популизма првенствено акценат ставља на раст и редистрибуцију друштвеног производа у корист ширих социјалних слојева, запостављајући концепт дугорочне одрживости. Аутори истичу да су популисти у економској политици врло често склони нереалним очекивањима у погледу

експанзивне праксе јер верују да ће активирањем неискоришћених капацитета у привреди неутралисати инфлаторни потенцијал, а депресијацију домаће валуте виде искључиво као удар на реалну куповну моћ становништва.

У складу са наведеним, аутори истичу да је дужничка криза у Латинској Америци прошла кроз све четири фазе парадигме популизма. Прву фазу чини почетна еуфорија због реалних позитивних ефеката експанзивне политике у виду привредног раста, повећане запослености и стабилности цена. Друга фаза настаје када почињу да се појављују прве неравнотеже у монетарном и фискалном систему у виду раста цена и отежаног прибављања капитала за финансирање јавног дуга. У овој фази раст плата још увек надмашује инфлаторни притисак. Трећа фаза укључује кризне процесе у виду бежања капитала из земље уз потпуни слом финансијског система, док у четвртој фази долази до успостављања потпуно новог система (најчешће уз сарадњу са ММФ-ом), при чему највећи терет погрешне политике сноси најугроженији слој друштва. На крају популистичког циклуса, почетни циљеви економске политике бивају озбиљно компромитовани, остављајући привреду и друштво у лошијем стању него пре спровођења мера.

Шема 1. Фазе дужничке кризе у Латинској Америци:



Извор: Аутор, на основу: Dornbusch, R., & Edwards, S. (1991).

Према Џефри Саксу (1989), пресудну улогу у дужничкој кризи Латинске Америке одиграла је политика прекомерног ослањања на комерцијалне кредите под условима варијабилних каматних стопа. Упоређујући ефекте дужничке кризе у земљама Латинске Америке и Источне Азије из 1980-их година, аутор долази до закључка да су азијске земље далеко успешније одговориле на изазов наглог раста каматних стопа на међународном тржишту капитала. Овакав исход тесно је повезан са изостанком фискалне ригидности и политичке неодлучности у источноазијским земљама.

Општи закључак у вези са дужничком кризом у земљама Латинске Америке јесте да способност земаља да одговоре на кризу у великој мери зависи од почетног фискалног положаја, институционалне стабилности и степена политичке воље за спровођење реформи, баш као и у случају нафтних шокова. Земље које су биле више изложене валутном ризику, са претежно екстерним и краткорочним дугом, биле су знатно подложније финансијским шоковима. У одсуству могућности за рефинансирање дугова, многе од њих биле су приморане да приступе реструктурирању обавеза и спровођењу болних мера фискалне консолидације (Bates и остали, 2007).

Дужничка криза Латинске Америке оставила је трајне последице на фискалну политику региона. Најважнија лекција из овог периода јесте да фискална политика мора бити проактивна, а не реактивна. У многим земљама дошло је до институционализације фискалних правила, креирања независних фискалних савета и постављања лимита на јавни дуг. Истовремено, ојачала је свест о важности диверсификације извора финансирања и смањења зависности од спољног капитала. Дужничка криза Латинске Америке тиме остаје поучан пример како неодрживи обрасци задуживања и политичка кратковидост могу довести до вишедеценијских фискалних последица.

2.1.3. Азијска криза и контагиозни ефекти

Азијску кризу из 1990-их година добар део економске јавности сматра најозбиљнијим потресом светске економије након Велике депресије. Ова криза настала је као последица синергетског ефекта екстерних утицаја, структурних ограничења и погрешно конципираних и недовољно усаглашених монетарно-фискалних стратегија опоравка. Потенцијал за развој дужничке кризе у овом региону произилазио је из прекомерне зависности од страног капитала и слабих институционалних капацитета у

погледу регулације банкарског сектора, док су спекулативни простор, изазван погрешном валутном политиком и нереална очекивања инвеститора, додатно убрзали и продубили економски слом. Криза је резултирала исцрпљивањем девизних резерви и сломом девизних курсева, најпре у Тајланду, а затим и у осталим земљама Источне Азије, укључујући Индонезију, Малезију, Јужну Кореју и Филипине. Овај контагиозни ефекат ескалације кризних процеса настао је као последица економске међузависности земаља региона, али и структурно сличних макроекономских слабости и хомогених образаца економских политика које су се показале неадекватним у условима ескалације кризе (Radelet и Sachs, 1998).

У економској теорији постоје два супротна приступа узроцима источноазијске дужничке кризе. Први приступ кризу види као психолошко-тржишни феномен, где су нагле промене у перцепцијама домаћих и страних инвеститора по питању стабилности економија овог региона узроковале бекство капитала, пад привредне активности и колапс финансијског тржишта. Економисти који припадају овом правцу сматрају да структурне слабости у економским системима погођених земаља нису биле довољне да оправдају размере и интензитет кризе која је уследила. У складу са тиме, кривица за кризу пребацује се са самих земаља региона на ММФ и Међународну заједницу, с обзиром да је координисана интервенција закаснила услед потцењености ризика, што је додатно утицало на панику и продубљивање кризе. Другачија интерпретација ове кризе полази од премисе фундаменталних неравнотежа у економским системима посматраних земаља. За разлику од првог приступа, овај правац кризу источноазијских земаља види као кулминацију акумулираних дисторзија у фискалној, монетарној и кредитној политици које су јој претходиле. Заговорници оваквог приступа не одбацују улогу бекства капитала у продубљивању кризних процеса, али наглашавају да су реакције инвеститора настале као последица реалних проблема и већ покренутих дестабилизација (Corsetti и остали, 1999).

Према Штиглицу (2002), азијска финансијска криза не може се посматрати изоловано од ширег контекста глобализације финансијских токова и институционалних пропуста у раним фазама њеног избијања. Аутор повезује ескалацију кризе са погрешним перцепцијама о њеним размерама које су биле присутне у оквиру међународних финансијских институција, нарочито Међународног монетарног фонда. Уверење да је реч о „мањој епизоди“ на путу дугорочног развоја довело је до одлагања одговора и

изостанка координисане помоћи у критичним тренуцима. Штиглиц посебно истиче да је либерализација тржишта капитала у одсуству чврстих регулаторних оквира створила простор за шпекулативне нападе и дестабилизацију читавих економија, чиме је криза добила системски карактер.

Сличан аналитички приступ заузима и Пол Кругман (1998), који азијску кризу интерпретира кроз призму шпекулативног удара треће генерације. За разлику од модела прве и друге генерације, који шпекулативне нападе објашњавају присуством макроекономских фундаменталних слабости и њиховим препознавањем од стране тржишних актера, приступ треће генерације акценат ставља на структурне слабости финансијског сектора, посебно на проблем моралног хазарда. У оквиру модела прве генерације, валутна криза се јавља као последица хроничних дефицита и монетизације дуга у условима фиксног девизног курса, што доводи до исцрпљивања девизних резерви и пада поверења у одрживост курса. Модели друге генерације, насупротив томе, истичу дилему креатора политике између краткорочне рецесије и дугорочне стабилности, при чему тржишни учесници антиципирају могуће напуштање фиксног курса и изазивају кризу путем самоостварујућих очекивања.

Кругман наглашава да уочи азијске кризе није било јасних индикатора макроекономске неравнотеже: фискални биланси су били релативно стабилни, инфлација ниска, а девизне резерве значајне. Он узроке кризе види пре свега у прекомерној финансијској експанзији и балону цена имовине, које су подстакле нерегулисане финансијске институције са имплицитним државним гаранцијама. Те институције су, користећи краткорочне зајмове – често у страној валути – финансирале ризичне и шпекулативне инвестиције, што је створило илузију стабилности. Условна очекивања да ће држава интервенисати у случају проблема додатно су подстакла хазардерско понашање. Када су цене имовине почеле да падају, проблеми неликвидности и несолвентности постали су очигледни, што је довело до урушавања финансијског система и валутних криза које, према аутору, представљају више симптом него узрок основног проблема.

Ипак, упркос томе што је развојна политика земаља Источне Азије након Другог светског рата резултирала изузетним економским успесима, због чега су ове земље у стручној литератури често описиване као „економско чудо“, одређене структурне слабости њихових привредних система остале су присутне и у каснијим фазама развоја. Према Миљковићу (2008), вишедеценијски економски просперитет читавог

региона у већој мери је био заснован на расту производних фактора у виду веће ангажованости радне снаге и капитала, док је у мањој мери зависио од раста продуктивности, што је земље региона чинило зависним од екстерног финансирања. Као додатну слабост, аутор истиче недовољну регулисаност банкарског сектора услед недостатка система ефективне контроле, што је створило простор за тржишну неизвесност и шпекулативне активности. Коначно, ефекти стабилизационих мера додатно су умањени због неусаглашености макроекономских политика међу земљама региона, што Миљковић илустративно приказује кроз пример девалвације јена у односу на амерички долар из 1992. године, којом је смањена извозна конкурентност и убрзана рецесија осталих земаља Источне Азије.

Поред претходно идентификованих структурних слабости, Корсети и сарадници (1999) посебно наглашавају значај дефицита текућих рачуна и неравнотежа између штедње и инвестиција као фактора кризе. Према њиховим налазима, већина земаља Источне Азије које су 1997. године доживеле колапс валута, бележиле су током 1990-их значајне и дуготрајне дефиците текућих рачуна. Као нарочито ризичне примере наводе Тајланд и Малезију, где су ти дефицити у појединим годинама износили и преко 9% БДП-а. Насупрот томе, земље са уравнотеженим спољним рачунима, попут Кине, нису искусиле сличне валутне поремећаје, што додатно потврђује повезаност између макроекономских неравнотежа и валутне рањивости. Кретање биланса текућих рачуна земаља Источне Азије у временском интервалу између 1990. и 1997. године приказано је у Табели 6.

Табела 6 – Текући рачун земаља Источне Азије у периоду 1990-1997. године

Земља	1990.	1991.	1992.	1993.	1994.	1995.	1996.	1997.
Кореја	-1,24	-3,16	-1,70	-0,16	-1,45	-1,91	-4,82	-1,90
Индонезија	-4,40	-4,40	-2,46	-0,82	-1,54	-4,27	-3,30	-3,62
Малезија	-2,27	-14,01	-3,39	-10,11	-6,60	-8,85	-3,73	-3,5
Филипини	-6,30	-2,46	-3,17	-6,69	-3,74	-5,06	-4,67	-6,07
Сингапур	9,45	12,36	12,38	8,48	18,12	17,93	16,26	13,90
Тајланд	-8,74	-8,01	-6,23	-5,68	-6,38	-8,35	-8,51	-2,35
Хонг Конг	8,40	6,58	5,26	8,14	1,98	-2,97	-2,43	-3,75
Кина	3,02	3,07	1,09	-2,19	1,16	0,03	0,52	3,61

Тајван	7,42	6,97	4,03	3,52	3,12	3,05	4,67	3,23
--------	------	------	------	------	------	------	------	------

Извор: аутор, на основу Corsetti и остали (1998)

Овакву динамику биланса текућих рачуна земаља региона аутори повезују са дисбалансом односа инвестиција и штедње. Наиме, поједине земље овог региона имале су веома високе стопе инвестиција, најчешће изнад 30% БДП-а, а у појединим годинама чак и изнад 40% БДП-а. Са друге стране, штедња није пратила такав ниво инвестиција, што најбоље осликава пример Филипина, где је штедња била јако ниска и износила око 17% БДП-а. С обзиром да су земље региона у овом периоду бележиле буџетске дефиците, може се закључити да је јавна штедња такође изостала, па је тиме отворен простор за екстерно финансирање. Оваква комбинација високих инвестиционих захтева и недовољних домаћих извора штедње довела је до прекомерног ослањања на краткорочне и нестабилне токове страног капитала, чиме су земље региона постале изузетно рањиве на промене инвестиционог сентимента и екстерних шокова.

Табела 7 – Кретање спољног дуга у земљама Источне Азије у периоду 1990-1996.

Земља	1990.	1991.	1992.	1993.	1994.	1995.	1996.
Кореја	13,79	13,51	14,34	14,18	14,32	23,80	28,40
Индонезија	65,89	68,21	68,74	56,44	60,96	61,54	56,74
Малезија	35,80	35,48	34,51	40,74	40,40	39,31	40,06
Филипини	69,02	71,45	62,29	66,09	62,42	53,21	49,75
Сингапур	11,23	11,07	9,47	9,45	10,79	9,84	10,74
Тајланд	32,80	38,38	37,51	34,10	33,31	33,78	50,05
Хонг Конг	16,80	14,84	14,99	14,35	18,38	16,60	15,44
Кина	14,26	14,84	14,99	14,35	18,38	16,60	15,44
Тајван	11,04	10,73	9,37	10,44	10,87	10,40	10,07

Извор: аутор, на основу Corsetti и остали (1998)

Анализа података из Табеле 7 указује на јасан тренд раста спољног дуга у већини земаља Источне Азије током прве половине деведесетих година, што потврђује њихову све већу зависност од екстерног финансирања. Нарочито су изражени скокови

задужености у Кореји и Тајланду, где је спољни дуг између 1990. и 1996. године готово удвостручен, што кореспондира са раније идентификованим дефицитима текућих рачуна и прекомерним приливима краткорочног капитала. Насупрот њима, земље попут Сингапура, Тајвана и Кине задржале су релативно стабилан однос спољног дуга према БДП-у, што је последица уравнотежених текућих рачуна и вишег нивоа домаће штедње. Таква хетерогеност потврђује став да је управо структура финансирања – а не апсолутни ниво дуга – представљала кључни фактор рањивости појединих економија, јер су краткорочне обавезе у страниј валути постале главни канал преноса кризе и катализатор њене ескалације у периоду 1997–1998. године.

Сумирајући различите теоријске приступе и емпиријска запажања, може се закључити да азијска криза представља комплексан феномен који је резултат комбинације структурних слабости, погрешних политика, неадекватне регулативе и прекомерне изложености екстерним финансијским токовима. Криза је показала да високе стопе раста, стабилни фискални показатељи и ниска инфлација нису довољни индикатори отпорности уколико су занемарени ризици везани за алокацију капитала, квалитет финансијског надзора и стабилност екстерног сектора. Такође, искуство земаља Источне Азије нагласило је значај координисаних међународних реакција у превенцији ескалације криза и указало на потребу за дубљим разумевањем канала контагиозности који превазилазе искључиво трговинске или финансијске везе. Азијска криза, као својеобразни прелазни тренутак у еволуцији теорија валутних и финансијских криза, отворила је простор за даљи развој модела треће генерације и наметнула питање ефикасности глобалног финансијског поретка у суочавању са кризама у доба убрзане глобализације и либерализације капитала.

2.1.4. Криза сувереног дуга у еврозони

Криза сувереног дуга у еврозони представљала је један од најозбиљнијих изазова са којима се Европска унија суочила од увођења заједничке валуте. Њен развој је разоткрио низ структурних недостатака у самом оквиру Европске монетарне уније (ЕМУ), укључујући непостојање фискалне уније, недовољну координацију економских политика међу чланицама и ограничене механизме за заједничко деловање у кризним ситуацијама (Debrun, 2010).

Концептуални основ ЕМУ базирао се на централизованом монетарној политици уз очување националног суверенитета у спровођењу фискалне политике. На тај начин, земље чланице еврозоне биле су лишене механизма антицикличне стабилизације кроз монетарну експанзију и девалвацију националних валута у рецесионим фазама. Као ограничавајући фактор фискалној политици постојао је „Пакт о стабилности и расту“ који је прописивао висину јавног дуга у БДП-у на 60% и буџетски дефицит на нивоу од 3% БДП-а, али механизми за строгу контролу његовог спровођења нису били адекватно имплементирани, што је отворило простор за експанзивну фискалну политику и појачано задуживање, нарочито у периферним земљама еврозоне (Грчка, Португал, Италија, Шпанија, Ирска). Иако синтетички приступ јавном дугу на нивоу читаве еврозоне у преткризном периоду није указивао на озбиљност проблема и потенцијалну ескалацију дужничке кризе – просечан удео јавног дуга у БДП-у износио је око 70% – поједине земље чланице су имале озбиљне фискалне дисбалансе и високо акумулиран јавни дуг. Уз то, већина тих држава чланица суочавала се истовремено и са дефицитом текућег биланса. Тржиште капитала је, међутим, насело на привидну стабилност еврозоне као монетарне уније. Инвеститори су веровали да заједничка валута подразумева и имплицитну фискалну солидарност, због чега су земље периферије годинама уживале готово идентичне каматне стопе као и фискално стабилне чланице попут Немачке. Оваква погрешна процена ризика омогућила је лак приступ јефтиним финансијским изворима, што је додатно подстакло прекомерни раст задужености и кредитну експанзију, нарочито у сектору некретнина. Колапс тржишта некретнина у Сједињеним Америчким Државама 2007–2008. покренуо је глобалну финансијску кризу, чије су се последице врло брзо прелиле на еврозону. Како су се улагачи повлачили из ризичних инструмената, а банкарски системи "периферних" земаља суочили са све већим губицима, макроекономски дисбаланси и претходна задуженост ових држава доспели су у први план. У том контексту, периферни део еврозоне је, под притиском растућих камата, буџетских дефицита и потребе за спасавањем банака, врло брзо из фазе финансијске нестабилности прешао у отворену кризу сувереног дуга (Lane, 2012).

Према Афонсу и сарадницима (2015), дужничка криза еврозоне настала је као последица закаснеле перцепције економских неравнотежа "периферних" земаља. У свом истраживачком раду аутори су доказали да спред на државне обвезнице у преткризном периоду није био усклађен са реалном динамиком макроекономских

показатеља "периферних" земаља. Тек са почетком глобалне финансијске кризе 2007/2008. и њеном трансформацијом у европску дужничку кризу од 2009. године, тржишни учесници су почели значајно да уграђују макроекономске ризике у цену задуживања ових земаља, што је довело до наглог ширења спредова и погоршања услова финансирања.

Табела 8 – Кретање јавног дуга као % БДП-а "периферних" земаља чланица еврозоне

Земља	2007.	2008.	2009.	2010.	2011.	2012.
Грчка	104,6	110,9	128,5	147,8	175,1	164,3
Шпанија	35,7	39,6	53,1	60,3	69,5	89,6
Италија	103,5	105,8	116,1	118,8	119,1	125,9
Португал	72,7	75,6	87,8	100,1	114	128,6
Ирска	23,9	42,5	61,8	86,2	109,6	118,9

Извор: Приказ аутора на основу сајта ММФ-а (2024), досупно на: https://www.imf.org/external/datamapper/GGXWDG_NGDP@WEO/OEMDC/ADVEC/WEOWORLD/GRC/ESP/ITA/PRT/IRL

Бхимци (2023) заговара примену иновативног облика Лаферове криве као теоријског оквира за анализу динамике и процену рањивости јавног дуга у еврозони. Овај концепт заснива се на нелинеарном односу нивоа задужености и потенцијала за сервисирање јавног дуга. Према аутору, нова задуживања могу стимулисати привредни раст само до одређеног нивоа, након чега акумулирани дугови угрожавају даљи прогрес кроз све веће фискалне терете, све до тачке потпуне неодрживости. Примена Лаферове криве јавног дуга на кризу сувереног дуга еврозоне показује да су многе земље чланице ЕМУ, нарочито периферне, премашиле оптималну тачку задужености, што је додатно погоршало њихов фискални и макроекономски положај, посебно у периоду између глобалне финансијске кризе и европске дужничке кризе.

Према извештају Европске централне банке (2020), један од кључних фактора који су допринели ескалацији дужничке кризе у еврозони била је тесна повезаност између националних банкарских система и јавних финансија држава чланица. Наиме, током периода фискалне експанзије, пословне банке су у значајној мери улагале у државне обвезнице, повећавајући тиме изложеност према сопственим владама. Истовремено,

влде су пружале подршку банкарском сектору кроз гаранције и друге облике помоћи. Ова међузависност створила је зачарани круг ризика, у којем су проблеми у једном сектору неизбежно угрожавали и други. Другим речима, финансијска нестабилност банака могла је дестабилизovati јавне финансије, док је раст јавног дуга могао поткопати поверење у банкарски систем. Таква структурна рањивост препозната је као озбиљна претња фискалној одрживости и финансијској стабилности целокупне еврозоне (Guergo и остали, 2020).

На основу анализе предуслова за дужничку кризу у еврозони, као и трансмисионих процеса њене ескалације, може се закључити да је криза сувереног дуга настала као последица структурних аномалија концептуалног оквира ЕМУ, погрешних перцепција хомогености фискалног ризика и прекомерне кохезије националних банкарских система са државним политикама земаља чланица. Децентрализованост фискалне политике уз одсуство заједничког приступа управљању кризним процесима и висок степен фискалне недисциплине створили су амбијент погодан за негативне екстерналије тржишних шокова у виду нарушеног поверења и стабилности.

У практичном смислу, ова криза указала је на потребу редефинисања концепта ЕМУ у правцу јачања координације економских политика и успостављања дубље фискалне интеграције међу државама чланицама. Такође, искуство дужничке кризе потврдило је потребу за јачањем улоге наднационалних институција, укључујући Европску комисију (ЕК) и Европску централну банку (ЕЦБ), у циљу обезбеђивања макроекономске стабилности и спречавања будућих фискалних дисбаланса.

2.2. Типологија дужничких криза

Секција типологије дужничких криза има за циљ концептуалну систематизацију кризних процеса кроз дефинисање врста дужничких криза и њихове класификације. На основу обрађених дужничких криза, почевши од нафтних шокова па до Светске економске кризе, биће мапиране кључне разлике међу кризама са аспекта њихових основних карактеристика, узрока, механизма трансмисије и утицаја на фискалну динамику. Оваква сегментација је значајна јер врста кризе детерминише конкретне мере које морају бити предузете како би се остварила стабилизација и фискална равнотежа, будући да сваки тип дужничке кризе подразумева различите узроке и механизме ескалације, што захтева диференциран приступ у дизајнирању мера

фискалне консолидације, модалитетима реструктурирања дуга, укључивању међународних финансијских институција и редефинисању институционалног оквира буџетске политике. Прецизна идентификација типа кризе омогућава правовремено препознавање фискалних и макроекономских слабости, те представља кључни предуслов за формулацију одрживих стратегија изласка из кризе које ће бити у складу са структуром задужења, институционалним капацитетима и спољним окружењем конкретне земље.

У економској теорији као кључни критеријуми класификације дужничких криза најчешће се наводе следеће димензије (Reinhart и Rogoff, 2009).:

1. Област иницијалних дисторзија
2. Извор проблема
3. Врста дуга
4. Природа кризе
5. Повезаност са банкарским сектором

Рајнхарт и Рогоф (2009) класификују дужничке кризе са аспекта узрока њихове ескалације, разграничујући кризе изазване пробијањем прагова фискалне одрживости од криза догађајног карактера. Према ауторима, прву групу чине кризе изазване ценовном коњунктуром, валутним поремећајима и колапсом тржишта некретнина, чији интензитет је квантитативно довољан да пробије прагове фискалне уравнотежености. Другу групу чине кризе засноване на конкретном догађају, у виду банкарског колапса или домаћег/спољног *default*-а, који узрокује фискалне дисторзије и дужничку кризу. Другим речима, аутори класификују дужничке кризе са аспекта области иницијалних дисторзија и извора кризних жаришта. У зависности од области кризних жаришта, Рајнхарт и Рогоф разграничавају следеће врсте дужничких криза:

- Инфлациона криза
- Валутна криза
- Криза изазвана колапсом на тржишту некретнина
- Криза изазвана колапсом банкарског сектора
- *Default* криза

Инфлаторне дужничке кризе најчешће су повезане са монетизацијом јавног дуга, чиме се кроз повећану оптицајну новчану масу генерише висока инфлација, довољна да пробије прагове кризне ескалације. Овакве кризе доводе до ерозије реалне вредности јавног дуга, чиме се терет фискалног притиска пребацује са државе на економске субјекте, што води ка повећаним друштвеним тензијама. Примери овакве кризе су мађарска инфлаторна криза из 1946. године и инфлаторна криза у Зимбабвеу из 2000-их година (Cagan, 1956; Hanke и Kwok, 2009).

Валутне кризе настају наглом номиналном депресијацијом националне валуте, као у случају земаља Латинске Америке и Источне Азије из 1980-их и 1990-их година. Оваква врста поремећаја девизног тржишта врши снажан притисак на номинални износ јавног дуга, продубљујући компоненту спољног дуга, али и повећавајући трошкове његовог финансирања кроз више каматне стопе (Kaminsky и Reinhart, 1999).

Кризе изазване колапсом тржишта некретнина односе се на оне дужничке кризе које настају као последица наглог пада цена стамбених и комерцијалних некретнина, што доводи до дестабилизације биланса у финансијском сектору и истовремено утиче на фискалну позицију државе. Кризе ове врсте представљају ценовне шокове чији интензитет пробија прагове фискалне одрживости – било кроз пад прихода од пореза на промет и имовину, било кроз директне фискалне интервенције у циљу спасавања угрожених сектора. Примери оваквих криза укључују Сједињене Америчке Државе током глобалне финансијске кризе из 2008. године, када је колапс на тржишту хипотекарних кредита створио услове за распламсавање Светске економске кризе (Shiller, 2008).

Кризе изазване колапсом банкарског сектора настају као последица погрешних перцепција тржишта капитала у погледу ризичности кредитирања одређених региона или моралног хазарда услед експлицитне или имплицитне гаранције за кредите од стране самих држава. Оваква врста кризних процеса може се повезати са праксом земаља Источне Азије, где је банкарски сектор, услед имплицитне гаранције државе и прекомерне експанзије кредитирања, постао изразито изложен системском ризику. У тим околностима, квалитативна ерозија кредитног портфолија доводи до гомилања ненаплативих потраживања, што дестабилизује билансе банака и захтева директну интервенцију државе кроз санацију, докапитализацију или национализацију финансијских институција. Кризе изазване колапсом банкарског сектора имају

изразито негативне фискалне последице – не само због директних буџетских трошкова помоћи банкама, већ и због пада пореских прихода и шире рецесионе трансмисије кроз смањење ликвидности, инвестиција и агрегатне тражње (Corsetti и остали, 1999).

Default дужничке кризе настају када држава формално не испуни обавезе по основу јавног дуга, било према домаћим или страним повериоцима. Економска теорија дефинише *default* као неизвршење отплате главнице или камате на доспеће, или репрограмирање дуга под неповољнијим условима за повериоце. У пракси, *default* обухвата и реструктурирање, мораторијуме, као и форсиране конверзије депозита (посебно у случају домаћег *default-a*) (Panizza и остали, 2009).

Default се може класификовати на основу правне јурисдикције и валуте:

- Спољни (екстерни) *default* – дуг је деноминован у страниј валути и под иностраном јурисдикцијом,
- Домаћи (интерни) *default* – дуг је издат у домаћој валути и под локалним законодавством.

Извор проблема као критеријум за класификацију дужничких криза почива на пореклу шока који је условио кризну тенденцију. У зависности од тога да ли је шок настао услед неравнотеже унутар самог економског система или је генерисан споља, дужничке кризе се могу сегментисати у две категорије (Reinhart и Rogoff 2009):

- Ендогене дужничке кризе,
- Егзогене дужничке кризе.

Ендогене дужничке кризе настају као резултат унутрашњих дисбаланса и структурних слабости економског система. Типично их карактеришу фактори као што су: фискална неодговорност, континуирани буџетски дефицити, раст јавне потрошње без одговарајућег покрића у приходима, прекомерно ослањање на краткорочно финансирање, као и политизација фискалне политике у контексту предизборних циклуса или популистичких економских мера. Такве кризе представљају акумулацију системских рањивости које се често занемарују у условима привидне макроекономске стабилности, а које ескалирају када дође до промене у перцепцији ризика или погоршања тржишних услова.

Егзогене дужничке кризе, за разлику од ендеогених, имају спољни узрок који ремети економски баланс земље и иницира дужничку нестабилност, независно од претходне фискалне политике. Уобичајени егзогени шокови обухватају: наглу промену глобалних каматних стопа, пад цена извозне робе (нпр. нафте или метала), геополитичке конфликте, пандемије, приступне шокове на међународним финансијским тржиштима или контагиозне ефекте других криза (Reinhart и Rogoff 2009).

У зависности од **врсте дуга** који иницира кризу, дужничке кризе се могу поделити на интерне и екстерне дужничке кризе. Оваква подела је у складу са разликом коју истичу Panizza и сарадници (2009), према којој се у класичној теорији дужничка криза везује за међународне обавезе и губитак поверења страних актера, док новији модели наглашавају последице унутрашњих дефолта и њихове импликације на домаћу економску стабилност. Интерна дужничка криза односи се на проблеме у сервисирању дуга који је емитован под домаћом јурисдикцијом, углавном у локалној валути, и чији су повериоци домаћи субјекти (грађани, банке или пензиони фондови). С друге стране, екстерна дужничка криза подразумева немогућност сервисирања обавеза према иностраним повериоцима, при чему је дуг најчешће деноминован у страниој валути и под страном правном јурисдикцијом. Овакве кризе су карактеристичне за земље у развоју и тржишта у успону, које се у већој мери ослањају на екстерно задуживање ради финансирања буџетског дефицита или платнобилансних неравнотежа.

На основу емпиријских примера из Украјине и Еквадора с краја 1990-их година, могуће је разграничити два различита облика дужничких криза – оне које произилазе из проблема краткорочне неликвидности и оне које одражавају дубљу фискалну неодрживост. У зависности од природе фискалне нестабилности која доводи до задуживачке кризе, разликују се кризе ликвидности и кризе солвентности. Ликвидносна криза настаје када држава привремено губи приступ изворима финансирања, иако је њен дугорочни фискални положај одржив. Оваква криза је у основи проблем краткорочне неликвидности, често изазване негативним тржишним сентиментом, изненадним одласком инвеститора, падом кредитног рејтинга или шоком у билансу плаћања. Украјина је, и поред умерене задужености, доспела под притисак због нагомиланих обавеза са кратким роковима доспећа и високим трошковима сервисирања спољног дуга, што указује на привремени ликвидносни проблем у условима ограниченог приступа новом финансирању. Солвентносна криза, насупрот

томе, представља структурни проблем фискалне одрживости, при чему држава више нема капацитет да сервисира постојећи дуг чак и када би јој се омогућио додатни временски оквир или повољнији услови финансирања. Дуг је суштински неодржив, што имплицира потребу за реструктурирањем, смањењем обавеза или чак потпуним *default*-ом. У случају Еквадора, високи износи јавног дуга у комбинацији са трошковима банкарске кризе и израженом девизном изложеношћу довели су до наглог раста сервисних обавеза, што је указивало на дубоку фискалну неодрживост и потребу за широком реструктуризацијом (ММФ, 2002).

Табела 9 – Типологија обрађених дужничких криза према узроцима и карактеристикама

Криза	Период	Узрок кризе	Природа кризе	Тип дуга	Специфичности
Нафтни шокови	1970-е	Раст цена нафте, петродолари	Егзогена, инфлаторна	Екстерни	Монетизација дуга и инфлација
Латино-америчка криза	1980-е	Раст камата, валутна изложеност	Егзогена, Солвентнос на	Екстерни	САД дуг и ММФ интервенције
Азијска финансиј. криза	1997.	Валутни напади, банкарска рањивост	Егзогена, валутна и банкарска	Екстерни	Контагиозни ефекти
Криза сувереног дуга у еврозони	2010-2012.	Фискална недисциплина и институционалне слабости	Ендогена, солвентнос на	Углавном интерни	Децентрализована фискална политика ЕМУ

Извор: Обрада и систематизација аутора на основу секундарних извора наведених у тексту

Систематска класификација дужничких криза омогућава прецизније разумевање сложених узрока и трансмисионих механизма који доводе до фискалне нестабилности. Кроз анализу различитих облика криза – инфлаторних, валутних,

банкарских, некретнинских и *default* криза – јасно се уочава да фискалне последице и модалитети одговора државе зависе не само од правне и валутне структуре дуга, већ и од природе иницијалног шока и институционалног капацитета за реакцију. Типологија такође указује на то да екстерни и ендогени фактори делују у спреси и често компликују фискалну консолидацију. Стога, идентификација доминантног типа кризе не представља само аналитички алат, већ и практичан инструмент за дизајнирање циљане макроекономске политике и одговарајућих мера управљања јавним дугом. Ова класификација чини основу за дубљу емпиријску анализу детерминанти јавног дуга у земљама Југоисточне Европе, чиме се отвара простор за проверу теоријских налаза у конкретном регионалном контексту.

2.3. Улога међународних финансијских институција у спречавању дужничких криза

У савременом систему фискалних политика међународне финансијске институције (МФИ) заузимају централно место у процесима управљања дужничким кризама и фискалним ризицима. Њихова улога је вишеструка – оне не само да пружају финансијску подршку државама суоченим са озбиљним макроекономским дисбалансима, већ и постављају институционални оквир унутар којег се обликују фискалне политике земаља чланица. Тиме МФИ не делују искључиво као финансијери последње инстанце, већ као нормативни ауторитети који кроз условљене аранжмане креирају правила фискалне дисциплине и економског понашања. У том контексту, њихова интервенција се сматра неопходним инструментом за очување стабилности међународног финансијског система, посебно у ситуацијама када државе губе приступ тржиштима капитала или када постоји реална претња ширења кризе на регионалном или глобалном нивоу (ММФ, 2025).

Улога МФИ у спречавању и решавању дужничких криза постајала је све израженија током последњих пет деценија. Од нафтних шокова седамдесетих година XX века, преко дужничке кризе Латинске Америке 1980-их, азијске финансијске кризе крајем 1990-их, па све до кризе сувереног дуга у еврозони и пандемије КОВИД-19, МФИ су се профилисале као кључни актери у међународној економској политици. У већини наведених случајева, државе погођене кризама суочавале су се са губитком поверења инвеститора, бекством капитала, валутним кризама и дубоким буџетским дефицитима, што их је приморавало да затраже ванредну помоћ од институција као што су ММФ и

СБ. Управо у тим моментима долази до изражаја функционална улога МФИ – да кроз инструменте кредитирања и саветодавну помоћ обезбеде механизам стабилизације који национални системи нису у стању да самостално реализују (ММФ, 2015).

Деловање међународних финансијских институција у основи се може поделити на две међусобно повезане функције – стабилизациону и структурну. Стабилизациона функција подразумева краткорочне аранжмане усмерене ка очувању ликвидности и отклањању тренутних платнобилансних неравнотежа. Ови инструменти су од пресудног значаја за превазилажење непосредне кризе и спречавање њеног преласка у фазу солвентносне кризе, када држава више није у стању да измирује своје обавезе чак ни уз помоћ финансијског реструктурирања. Са друге стране, структурна функција МФИ огледа се у спровођењу дубљих реформи усмерених на повећање ефикасности јавног сектора, унапређење пореске политике, либерализацију тржишта рада и капитала, јачање институционалних капацитета и повећање конкурентности економије. Ова двојност приступа често доводи до напетости између краткорочних циљева стабилизације и дугорочних развојних потреба, што додатно компликује процену успешности међународних интервенција (ММФ, 2004).

2.3.1. Инструменти међународних финансијских институција за санацију криза

Историја дужничких криза потврдила је да у околностима дубоких фискалних дисторзија, индивидуални напори земаља често нису довољни да би се створили услови за покретање стабилизационих процеса. Овде централну улогу преузимају Међународне финансијске институције (МФИ) у виду Међународног монетарног фонда (ММФ), Светске банке (СБ) и Европске комисије (ЕК), које кроз кредитне аранжмане, техничке инструменте и аналитичке оквире подстичу уравнотежење економија погођених дужничким или макроекономским кризама. Другим речима, улога МФИ је да обезбеде брзу и циљану међународну реакцију у правцу стабилизације финансијског система и успостављања контроле евентуалних контагиозних ефеката. Значај МФИ у кризним околностима огледа се у њиховој способности да истовремено делују на очување ликвидности и стабилности на тржишту капитала, као и на иницирање фискалне консолидације и спровођење структурних реформи које су кључне за дугорочну макроекономску одрживост. У ту сврху, МФИ су конципирале бројне инструменте за санацију криза, чија структура и интензитет варирају у зависности од конкретне институције и контекста њихове

примене. Ипак, њихов заједнички именилац јесте очување макроекономске равнотеже и постепена обнова поверења инвеститора у одрживост јавних финансија (ММФ, 2015).

ММФ располаже са три различита фонда за склапање стабилизационих аранжмана са својим чланицама, при чему опредељеност за одређени фонд зависи од степена развијености земље и конкретних циљева (ММФ, 2025):

- Општи фонд средстава (**GRA** - *General Resources Account*)
- Фонд за смањење сиромаштва и подстицање раста (**PRGT** - *Poverty Reduction and Growth Trust*)
- Поверенички фонд за отпорност и одрживост (**RST** - *Resilience and Sustainability Trust*)

Највећи део трансакција ММФ-а са земљама чланицама у циљу стабилизације реализује се посредством Општег фонда средстава (GRA – *General Resources Account*). Овај фонд је настао на основу уплата квота земаља чланица, при чему су квоте одређене степеном економске снаге. Такође, на основу квота се дистрибуирају и гласачка права појединих чланица унутар ММФ-а, као и специјална права вучења (*SDR* – *Special Drawing Rights*). Средства овог фонда намењена су отклањању платнобилансних неравнотежа, без обзира на њихов непосредни узрок, а карактеристике их фазично отпуштање средстава повезано са напретком у спровођењу реформи и позитивним оценама у извештајима ММФ-а. GRA аранжмани не почивају на концесионој компоненти и најчешће се реализују у складу са тржишним каматним стопама (ММФ, 2001).

Фонд за смањење сиромаштва и подстицање раста (**PRGT** - *Poverty Reduction and Growth Trust*) служи за склапање концесионих аранжмана ММФ-а са земљама са ниским дохотком, али и за пружање помоћи земљама у дубокој дужничкој кризи. Предуслов за склапање концесионих аранжмана из PRGT-а јесте конципирање адекватног економског програма који треба да допринесе привлачењу додатног капитала из донаторског, институционалног и приватног сектора. У ванредним околностима, фонд се користи и за отклањање неравнотежа насталих као последица екстерних шокова (нпр. COVID-19)(ММФ, 2025).

Поверенички фонд за отпорност и одрживост (**RST - Resilience and Sustainability Trust**) је намењен земљама са ниским и средњим нивоом дохотка које су посебно изложене ризицима екстерних шокова. Примарни циљ овог инструмента јесте да, кроз обезбеђивање финансијске подршке под повољним, нетржишним условима, омогући спровођење структурних реформи које доприносе дугорочној макроекономској стабилности. На тај начин се јачају институционални капацитети и повећава отпорност економског система на нагле и непредвидиве спољне флукуације, укључујући климатске промене, пандемије и глобалне финансијске поремећаје (ММФ, 2025).

Табела 10 – Инструменти кредитирања ММФ-а

Назив инструмента	Фонд	Трајање	Условљеност	Сврха
Stand-by аранжман	<i>GRA</i>	До 3 године (обично 12–18 месеци)	<i>Ex post</i> и <i>ex ante</i> (ако је потребно)	Тренутна или потенцијална платнобилансна потреба
Кредитни аранжман из предострожности	<i>PRGT</i>	1 до 3 године	<i>Ex post</i>	Дуготрајна платнобилансна потреба / средњорочна помоћ
Продужени фонд за подршку реформама	<i>GRA</i>	До 4 године	<i>Ex post</i> , фокус на структурне реформе; <i>ex ante</i> могуће	Дугорочнији проблеми / структурне реформе
Продужени кредитни аранжман	<i>PRGT</i>	3 до 4 године, уз могућност продужења на 5 година	<i>Ex post</i> и <i>ex ante</i>	Хитна платнобилансна потреба
Инструмент за брзо финансирање	<i>GRA</i>	Једнократна куповина	Нема ревизија; <i>ex post</i> , <i>ex ante</i> могуће	Хитна помоћ у случају шока
Инструмент за брзо кредитирање	<i>PRGT</i>	Једнократна исплата	<i>Ex post</i> (или без услова)	Хитна помоћ / шокови
Флексибилна кредитна линија	<i>GRA</i>	1 или 2 године	<i>Ex ante</i> (квалификациони критеријуми), годишње	Могуће краткорочне платнобилансне потребе (јак

			ревизије	макроекономски оквир)
Краткорочна линија ликвидности	<i>GRA</i>	12 месеци (уз могућност сукцесивног продужења)	<i>Ex ante</i> (квалификациони критеријуми)	Тренутна или потенцијална платнобилансна потреба (стабилни показатељи)
Превентивна и ликвидносна линија	<i>GRA</i>	6 месеци или 1–2 године	<i>Ex ante</i> и <i>ex post</i>	Дугорочнија или политиком изазвана неравнотежа
Инструмент за отпорност и одрживост	<i>RST</i>	Минимум 18 месеци	<i>Ex post</i>	Дугорочни изазови (нпр. климатске промене, пандемије)
Инструмент за координацију политика	N/A	6 месеци до 4 године	<i>Ex post</i> и <i>ex ante</i> (ако је потребно)	Инструмент сигнализације (без финансирања)

Извор: ММФ (2025), преузето са : <https://www.imf.org/en/About/Factsheets/IMF-Lending>

Stand-by аранжман представља најчешћи облик кредитирања земаља у развоју и развијених земаља у околностима постојећих или потенцијалних платнобилансних неравнотежа. Овај инструмент има дугу историју имплементације, што је кроз бројне модификације допринело његовој флексибилности у погледу примене на различите финансијске проблеме. У основи се ради о краткорочном облику финансирања који се реализује посредством јасно конципиране економске политике, усмерене на решавање узрока проблема који су довели до потребе за финансијском подршком. Средства по основу овог аранжмана могу се чувати у циљу одбране ликвидности или повлачити у траншама уз контролу ММФ-а по питању испуњених квантитативних критеријума перформанси (ММФ, 2025).

Кредитни аранжман из предострожности намењен је земљама чланицама ММФ-а са ниским дохотком које су достигле одрживу макроекономску позицију, али још увек постоји ризик од краткорочних дисторзија у билансу плаћања. Овај аранжман је најчешће условљен спровођењем економског програма заснованог на политици одрживог развоја и смањењу сиромаштва, као и успостављању равнотеже у платном билансу у кратком року. За реализацију овог аранжмана са периодом доспећа дужим од

две године, земља зајмопримац има обавезу достављања „*Стратегије смањења сиромаштва и раста*“ у којој ће јасно представити социјалне, структурне и макроекономске циљеве економске политике и дефинисати потребе за екстерним финансирањем са спецификацијом извора (ММФ, 2025).

Продужени фонд за подршку реформама представља инструмент ММФ-а намењен земљама високог и средњег дохотка које се суочавају са дубљим и дуготрајнијим платнобилансним дисбалансима, чији су узроци претежно структурне природе — попут ниског привредног раста, институционалних слабости или негативне позиције биланса плаћања. Коришћење средстава у оквиру овог аранжмана условљено је израдом и спровођењем свеобухватног програма економске политике који има за циљ да постепено отклони структурне слабости и обезбеди одрживост макроекономских показатеља на средњи и дуги рок. Током трајања аранжмана, реализација програма подложна је периодичним оценама извршног одбора ММФ-а, при чему је повлачење финансијских средстава дозвољено искључиво у случајевима задовољавајуће имплементације реформи и очувања фискалне дисциплине (ММФ, 2025).

Продужени кредитни аранжман представља инструмент подршке земљама са ниским дохотком које су суочене са дугорочном платнобилансном неравнотежом. Као и Продужени фонд за подршку реформама, Продужени кредитни аранжман обухвата дубље реформске процесе који треба да допринесу кредибилитету земље зајмопримца у погледу привлачења других кредитора и инвестиција. С обзиром на то да се ради о концесионом облику кредитирања, Продужени кредитни аранжман, за разлику од Продуженог фонда за подршку реформама, се реализује посредством нулте каматне стопе. Продужени кредитни аранжман аранжмани се најчешће закључују на период од три до четири године, уз могућност продужења до максимално пет година, чиме се омогућава временски простор за имплементацију свеобухватних реформи (ММФ, 2025).

Инструмент за брзо финансирање представља инструмент подршке земљама чланицама са средњим и високим дохотком у околностима када је неопходна хитна реакција ради очувања равнотеже платног биланса. Овај облик финансирања намењен је земљама са добром историјом макроекономских политика, чија је стабилност угрожена факторима изван домена њиховог деловања. Посредством овог аранжмана, ММФ пружа ограничену и брзу помоћ ради спречавања озбиљних економских

поремећаја и контангиозних ефеката. С обзиром на природу овог инструмента, Инструмент за брзо финансирање не прати потпуно разрађен и усвојен економски програм, чиме се заобилазе временска, институционална и капацитетна ограничења. Употреба инструмента RFI обично је ограничена на једнократну исплату; међутим, његова поновна активација може бити оправдана у случајевима када држава показује доследност у спровођењу одговорних макроекономских политика и суочава се са спољним шоком који озбиљно угрожава макроекономску стабилност и токове привредне активности (ММФ, 2025).

Инструмент за брзо кредитирање представља пандан Инструменту за брзо финансирање, намењен земљама са ниским дохотком. Овај инструмент садржи концесиону компоненту и финансира се из фонда *PRGT*, са циљем да обезбеди брзу и флексибилну подршку у ситуацијама када земља трпи хитне проблеме у платном билансу услед спољних шокова, природних непогода, унутрашње нестабилности или институционалне фрагилности. Инструмент за брзо кредитирање је посебно значајан у околностима када спровођење потпуног макроекономског програма није изводљиво, било због временских или институционалних ограничења, те не подразумева *ex post* програмску условљеност. Ипак, може обухватити одређене претходне мере (*prior actions*) које одражавају посвећеност земље спровођењу кључних политика (ММФ, 2025).

Флексибилна кредитна линија представља инструмент превентивне природе, намењен земљама чланицама које располажу веома снажним економским основама и кредибилним институционалним оквирима. Квалификациони критеријуми за коришћење Флексибилне кредитне линије у потпуности су усклађени са критеријумима који важе за краткорочну линију ликвидности, али се ови инструменти разликују према дужини трајања, режиму отплате, сврси и приступу средствима (ММФ, 2025).

Краткорочна линија ликвидности је специјално дизајнирана за обезбеђивање краткорочне, превентивне подршке земљама које се суочавају са умереним, потенцијалним шокovima ликвидности. За разлику од Флексибилне кредитне линије, Краткорочна линија ликвидности је временски строго ограничена, користи се по *revolving* принципу и не захтева формулисање стратегије изласка (ММФ, 2025).

Превентивна и ликвидносна линија представља инструмент подршке ММФ-а намењен одбрани стабилности платнобилансних позиција у земљама које не могу испунити критеријуме за Флексибилну кредитну линију, али имају релативно јаку економију и добру историју макроекономске политике. Овај инструмент је у пракси најчешће коришћен од стране земаља у прелазним фазама стабилизације. За разлику од Флексибилне кредитне линије, Превентивна и ликвидносна линија обухвата *ex post* услове за закључивање аранжмана, а повлачење средстава се реализује по фазама, у складу са оствареним напретком и резултатима спроведених ревизија (ММФ, 2025).

Инструмент за отпорност и одрживост пружа повољно дугорочно финансирање за подршку земљама са ниским приходима и рањивим средње развијеним земљама које спроводе макроекономски значајне реформе с циљем смањења дугорочних ризика по стабилност биланса плаћања, укључујући ризике повезане са климатским променама и припремљеношћу за пандемије (ММФ, 2025).

Инструмент за координацију политика представља нефинансијски облик подршке ММФ-а, доступан свим земљама чланицама које немају тренутне или непосредно очекиване потребе за финансирањем из аранжмана са ММФ-ом. Овај инструмент омогућава формално укључивање ММФ-а у процес обликовања и надзора над спровођењем економских политика, чиме се јача кредибилитет реформских напора владе и обезбеђује сигнал тржиштима и међународним партнерима о посвећености економској стабилности и структурним реформама. Примарна сврха овог аранжмана јесте да олакша приступ спољном финансирању из алтернативних извора кроз повећање поверења поверилаца и инвеститора, али и да послужи као платформа за дијалог са ММФ-ом без обавезе задуживања. Поред тога, активнање овог аранжмана може олакшати брз приступ финансијским инструментима ММФ-а у будућности, уколико дође до погоршања платнобилансне позиције и потребе за хитним финансирањем (ММФ, 2025).

Светска банка (СБ), за разлику од ММФ-а који има изражену стабилизациону улогу у условима дужничких криза, делује комплементарно и развојно оријентисано. Пакет подршке који пружа СБ обухвата директно финансирање развојних пројеката уз спровођење институционалних реформи, али и саветодавне и аналитичке активности које не подразумевају уступање финансијских средстава, већ доприносе креирању одрживих развојних политика (СБ, 2025).

Табела 11 – Финансијски и нефинансијски инструменти СБ

Врста инструмента	Назив инструмента	Опис
Финансијски инструмент	Финансирање инвестиционих пројеката	Финансирање јавних инвестиција зарад смањења сиромаштва
	Финансирање развојних политика	Буџетска подршка за спровођење реформи политике и институција у циљу фискалне консолидације и подстицања раста
	Програм заснован на резултатима	Повезује исплату средстава са постизањем јасно дефинисаних резултата, уз фокус на јачање система и институционалних капацитета
	Опције приватном сектору	Финансирање, директно инвестирање и гарантовање пројеката приватног сектора
Нефинансијски инструмент	Саветодавне услуге и анализе	Пружање аналитичких извештаја, предлога политика, конкретних савета, као и радионице за размену знања или програма обуке

Извор: СБ, (2025). Преузето са: <https://www.worldbank.org/en/what-we-do/products-and-services>.

Финансирање инвестиционих пројеката је инструмент Светске банке којим се обезбеђују средства за финансирање пројеката у области физичке и/или социјалне инфраструктуре који доприносе одрживом развоју и смањењу сиромаштва (СБ, 2025).

Финансирање развојних политика представља облик финансијске подршке владама или нижим нивоима власти за спровођење реформских процеса чија имплементација доприноси одрживом и инклузивном расту и смањењу сиромаштва (СБ, 2025).

Програм заснован на резултатима је инструмент помоћи Светске банке који повезује исплату новчаних средстава са оствареним резултатима у погледу прокламованих циљева и програма. Циљ овог инструмента је пружање подршке владама у процесу креирања и спровођења развојних политика, али и остваривање трајних резултата кроз реформу институција, јачање капацитета и унапређење система (СБ, 2025).

Опције приватном сектору укључују финансирање, директно инвестирање или пружање гаранција пројектима приватног сектора. Овим инструментом Светска банка настоји да подстакне приватне инвестиције у складу са агендом сузбијања сиромаштва и одрживог развоја, преузимајући политичке, кредитне и тржишне ризике (СБ, 2025).

Саветодавне услуге и анализе представљају нефинансијски инструмент Светске банке којим се пружа стручна и техничка подршка владама и институцијама ради унапређења јавних политика, јачања институционалних капацитета и осмишљавања одрживих развојних стратегија. Овај аранжман обухвата широк спектар активности, укључујући израду аналитичких извештаја, давање препорука за политике и организовање радионица и обука, при чему се не врши уступање финансијских средстава. Овај инструмент има превентивну и подржавајућу функцију у односу на потенцијалне развојне и фискалне изазове (СБ, 2025).

Поред ММФ-а и СБ, Европска Унија (ЕУ) пружа подршку при остваривању платнобилансне равнотеже посредством програма Макрофинансијске помоћи. Овај аранжман је намењен земљама кандидатима или потенцијалним кандидатима за пуноправно чланство у ЕУ, суседним земљама Уније, као и трећим земљама које су економски, политички и географски блиске Европској унији, а суочавају се са платнобилансном неравнотежом. Предуслов за аплицирање за овај програм подршке јесте постојање активног (непредострожног) аранжмана са ММФ-ом, уз задовољавајући степен имплементације претходних реформи. Помоћ се може остварити у виду средњорочних, дугорочних или бесповратних зајмова, који се исплаћују у траншама условљеним спровођењем структурних и фискалних реформи договорених у Меморандуму о разумевању. За разлику од редовних развојних фондова ЕУ, програм Макрофинансијске помоћи је инструмент изузетне природе, активира се *ad hoc* и има за циљ успостављање спољне макроекономске стабилности у кризним ситуацијама. Средства се обично исплаћују централној банци корисничке земље и могу се користити као девизне резерве, за интервенције на девизном тржишту или као

директна буџетска подршка. Одлуку о додели овог аранжмана доносе Европски парламент и Савет ЕУ на основу предлога Европске комисије (ЕК), што овом инструменту даје снажан политички легитимитет и стратешку улогу у спољнополитичкој и економској пројекцији Европске уније (ЕК, 2025).

2.3.2. Критике "*austerity*" приступа и ефекти на јавни дуг

Улога међународних финансијских институција (МФИ) у решавању глобалних дужничких криза предмет је интензивних расправа у стручној и академској јавности, нарочито након кризе сувереног дуга у еврозони. Најчешћи предмет критике односи се на тзв. "*austerity*" приступ који ове институције примењују у оквиру својих стабилизационих програма. Овај приступ заснива се на условљеној финансијској помоћи државама кроз спровођење фискалне консолидације, са циљем обнављања поверења на тржиштима капитала. Политика штедње коју промовишу МФИ подразумева значајно смањење буџетског дефицита, углавном кроз резање јавне потрошње и повећање пореског оптерећења. Циљ оваквих мера је брза фискална прилагодба која би довела до побољшања односа јавног дуга и БДП-а, повећања кредитног рејтинга и пада каматних стопа. Према заговорницима ове политике, тиме се стварају претпоставке за смањење фискалних притисака и дугорочно фискално уравнотежење (Batini и остали, 2012).

Са друге стране, део критичке јавности оспорава стабилизациони потенцијал "*austerity*" приступа, указујући на контрапродуктивне ефекте његове примене. Наиме, политика штедње често додатно дестабилизује тржишно поверење, будући да смањење државне потрошње доводи до контракције привредне активности и пораста незапослености, док повећање пореског оптерећења негативно утиче на инвестиционе подстицаје и агрегатну тражњу. Као емпиријску потврду својих теза, критичари "*austerity*" приступа наводе примере земаља еврозоне – пре свега Грчке, Португалије и Ирске – које су, упркос спроведеним мерама фискалне консолидације, забележиле раст удела јавног дуга у БДП-у и значајан пораст каматних стопа на државне обвезнице. Уместо да ојачају поверење инвеститора, рестриктивне мере су погоршале фискалне показатеље, јер је пад економске активности смањио пореске приходе и релативно повећао задуженост (ММФ, 2016; Blanchard и Leigh, 2013).

Према Блиту (2013), "*austerity*" приступ не може се универзално примењивати у свим случајевима дужничких криза, нарочито уколико су узроци кризе изван домена фискалне неодговорности. Са изузетком Грчке, аутор кризу еврозоне тумачи као последицу дестабилизујућих ризика проистеклих из банкарског сектора, а не прекомерне јавне потрошње. У том контексту, улогу међународних финансијских институција (МФИ) у спровођењу политика штедње оцењује изразито негативно, будући да су њихови ефекти управо супротни од декларисаних циљева — уместо стабилизације, изазвана је додатна фискална и социјална ерозија. Овакву позицију Блит аргументује емпиријским примерима земаља попут Грчке, Португалије, Шпаније и Ирске. Наиме, нето дуг Португалије у односу на БДП порастао је са 62% у 2006. на 108% у 2012. години, док је камата на десетогодишње државне обвезнице скочила са 4,5% у мају 2009. на 14,7% у јануару 2012. године. У Ирској је нето дуг у истом периоду повећан са 24,8% (2007) на 106,4% (2012), док је камата порасла са 4% на врхунац од 14% у 2011. години. Грчка, симбол политике штедње, забележила је раст дуга са 106% БДП-а у 2007. на 170% у 2012. години, упркос вишеструким рундама резова и отпису 75% вредности обвезница 2011. године. Камата на грчке обвезнице у новембру 2012. достигла је 18,5%, да би се потом спустила на 13%.

Кругманова (2012) анализа у књизи "*Прекинемо ову депресију одмах!*" ослања се на став да би, уместо мера фискалне штедње, државе требало да примене снажне стимулативне политике како би се превазишли ефекти глобалне рецесије изазване финансијском кризом 2008. године. Полазећи од кејнзијанске парадигме, аутор тумачи продужени економски пад као последицу недостатка укупне тражње, уз нагласак на улогу „замке ликвидности“ која је, према његовом мишљењу, непосредно повезана са сломом тржишта некретнина средином прве деценије XXI века. Управо одсуство адекватне тражње, како наводи, узрокује пад инвестиција и смањује замену дотрајале производне опреме, што дугорочно угрожава потенцијални *output* економије. Кругман посебно критикује стратегију преусмеравања пажње са проблема незапослености на буџетски дефицит, указујући да су страхови од инфлације у том контексту били преувеличани и емпиријски неутемељени.

Наративна критика улоге МФИ у решавању дужничких криза посебно је артикулисана у раду Штиглица (2010), који указује на искуства из источноазијске кризе као парадигматски пример негативног утицаја наметнутих политика. Аутор експлицитно

наводи да је интервенција ММФ-а допринела продубљивању рецесије и ограничавању економског суверенитета погођених земаља, што је, као одговор, довело до интензивне акумулације девизних резерви и оријентације ка штедњи. Поред тога, Штиглиц истиче изостанак правичне расподеле терета кризе, при чему су најтеже последице сносили најсиромашнији слојеви становништва, док су финансијске институције биле изузете од одговорности. Посебно се проблематизује стварање услова за морални хазард, јер су, како наводи, политичке администрације у Сједињеним Америчким Државама током кризе одлучиле да, поред заштите депонената, обезбеде и спасавање акционара и обвезника банака. У том контексту, аутор позива на рedefинисање улоге МФИ, с посебним нагласком на потребу за снажнијом регулацијом међународних токова капитала и успостављање механизма који би ублажили асиметричне ефекте будућих криза.

У прилог критикама улоге МФИ у решавању дужничких криза иду не само академски прилози, већ и поједини извештаји самог ММФ-а. Наиме, у извештајима се констатује да су се, упркос повлачењу појединих мера фискалне штедње, многе развијене економије и даље суочавале са високим потребама за финансирањем, док су демографски притисци, пре свега у виду раста издатака за пензије и здравствену заштиту, додатно оптерећивали дугорочне фискалне изгледе. У том контексту, признаје се да ће обнова фискалне одрживости бити дуг и захтеван процес који ће захтевати не само фискалне циљеве усклађене са економским циклусом, већ и пажљиво балансиране политике које ублажавају социјалне последице и подстичу тржиште рада (ММФ, 2012).

Додатну тежину овој рефлексiji даје и део из *World Economic Outlook*-а (октобар 2012.), у којем се износи да су мере фискалне консолидације вероватно имале јачи негативни ефекат на економски раст него што је првобитно процењено. Истраживања спроведена од стране самог ММФ-а сугеришу да су мултипликатори јавне потрошње у кризним годинама 2010–2011. били знатно потцењени, чиме се објашњава и део раста који је изостао у односу на очекивања. Такво признање, иако не директно интонирано као извињење, представља ретку форму институционалне самокритике у оквиру међународних финансијских организација (ММФ, 2012).

2.4. Специфичности презадужености у земљама у развоју

Проблем презадужености у земљама у развоју има бројне структурне, институционалне и економске специфичности које га јасно издвајају од аналогних појава у развијеним економијама (Mendoza и Oviedo, 2004). Иако се фискална одрживост уобичајено посматра кроз квантитативне показатеље као што су јавни дуг у односу на БДП, примарни буџетски салдо и диференцијал између стопе раста и каматне стопе ($r-g$) (Escolano, 2010), овакви индикатори често не одражавају суштинску фискалну рањивост транзиционих и мање развијених земаља.

Табела 12 – Компаративни приказ кретања јавног дуга као % БДП-а у земљама у развоју и развијеним земљама за период 2001-2024.

Година	Развијене земље	Земље у развоју
2001.	70,3	47,1
2002.	71,3	50,4
2003.	73,4	48,6
2004.	76,8	45,8
2005.	76,3	40,9
2006.	73,5	36,4
2007.	71,2	35,1
2008.	77,9	33,0
2009.	91,2	37,9
2010.	97,5	36,8
2011.	101,5	36,1
2012.	105,7	36,2
2013.	104,2	37,3
2014.	103,7	39,1
2015.	103,3	42,9
2016.	105,6	48,3
2017.	103,2	50,5
2018.	102,7	51,7
2019.	103,8	54,1
2020.	122,2	63,6

2021.	115,6	62,7
2022.	109,3	62,9
2023.	108,5	66,9
2024.	109,1	69

Извор: Сајт ММФ-а (2025), доступно на:

https://www.imf.org/external/datamapper/GGXWDG_NGDP@WEO/OEMDC/ADVEC

Подаци из Табеле 10 јасно указују на растућу дивергенцију у динамици јавног дуга између развијених земаља и земаља у развоју током последње две деценије. Док су развијене земље у посматраном периоду бележиле континуирани раст удела јавног дуга у БДП-у, посебно након глобалне финансијске кризе 2008. године и пандемије КОВИД-19, код земаља у развоју приметан је умеренији и постепенији раст, који је, међутим, од 2020. године значајно убрзан. Такво кретање последица је истовременог деловања више фактора – повећаних потреба за фискалном подршком током кризе, пораста трошкова финансирања и ограничених институционалних капацитета за управљање јавним дугом. Иако земље у развоју у просеку бележе ниже нивое јавног дуга, њихова релативна фискална рањивост је већа, јер је сваки додатни пораст задужености праћен растом премије ризика и смањењем приступа међународним тржиштима капитала. Стога се може закључити да ниво јавног дуга сам по себи није довољан показатељ фискалне одрживости.

Управо супротно – бројне анализе показују да земље у развоју могу доспети у стање дужничке кризе и при релативно ниским нивоима задужености, управо због системске слабости фискалних и монетарних институција, ниског кредибилитета јавне политике и ограниченог приступа тржиштима капитала. Уз то, фактори попут валутне изложености, ниског нивоа домаће штедње, политичке нестабилности и нетранспарентног буџетског система додатно умањују отпорност на екстерне шокове и онемогућавају спровођење делотворне контрацикличне политике (Mendoza и Oviedo, 2004).

Циљ овог поглавља је да идентификује и анализира кључне специфичности презадужености у земљама у развоју. У том контексту, разматрају се три међусобно повезана аспекта:

- утицај макроекономских шокова и процикличне фискалне политике у условима ниске фискалне отпорности,
- валутна изложеност и ограничења у погледу могућности задуживања у домаћој валути и
- фискална нетранспарентност и политички ризици, који прикривају стварно стање јавних финансија и доприносе дестабилизацији.

Разумевање ових специфичности кључно је за обликовање ефикасних јавних финансијских стратегија и за редефинисање међународних механизма подршке, који морају уважавати реалне могућности, институционалне капацитете и ограничења земаља у развоју.

2.4.1. Макроекономска нестабилност и фискални шокови

Стабилност фискалних система земаља у развоју је изузетно осетљива на макроекономске тенденције и фискалне шокове. Притом чак и неки повољан тренд или догађај на међународном плану, који у иницијалној фази доприноси фискалној релаксацији у овим земљама, врло често резултира фискалним падом на крају. Према Рајнхарту и Рогофу (2009), узрок оваквих дешавања тесно је повезан са институционалним недостацима и ниским прагом отпорности на јавни дуг. Аутори истичу да земље у развоју имају склоност да повољне трендове (нпр. нагли скок цена извозних сировина) интерпретирају као одрживо стање и потврду успешне економске политике, што отвара простор за опортунизам. У таквим околностима, владе ових земаља не користе прилику за фискалну консолидацију, већ напротив, улазе у процикличну потрошњу, излажући се вишем нивоу системског ризика у условима негативних екстерних шокова. Аутори посебно наглашавају да праг презадужености у овим земљама није упоредив са развијеним економијама – док се у развијеним земљама дуг од 60% БДП-а често сматра одрживим, код земаља у развоју дужничка криза може наступити и при знатно нижим нивоима задужености, управо због губитка поверења тржишта, раста каматних стопа и политичке аверзије према фискално рестриктивним мерама.

Репрезентативан пример процикличног понашања у просперитетним фазама привредних циклуса и потенцијалне фискалне угрожености у условима задужености испод 60% удела у БДП-у, када су у питању земље у развоју, јесте Србија у периоду

Светске економске кризе. Земља је пре почетка глобалног економског колапса бележила високе стопе реалног раста, а удео акумулираног јавног дуга у БДП-у износио је тек 33,7% у 2007. години. Оваква динамика развоја базирана је на експанзији домаће тражње и кредитном буму из иностранства. Додатни импулс потрошњи дала је и проциклична политика Владе, која је одлагала фискалне реформе. Све то, у крајњој инстанци, водило је ка агресивном расту спољног дефицита, високој спољној задужености приватног сектора и зависности од евра. Такође, Србија је недовољно реформисала привредни сектор у погледу јачања конкурентности и стварања потенцијала за извоз који би могао допринети уравнотежењу спољнотрговинског биланса. Када се Светска економска криза прелила на Србију, држава се суочила са драстичним падом тражње и страних инвестиција, а смањење фискалних прихода узроковало је нагли раст дефицита. Рецесија изазвана глобалном кризом у Србији формално је започела 2009. године, када је реални БДП опао за приближно 2,7%, док је пад домаће тражње био још израженији. У циљу стабилизације економије и очувања макроекономске равнотеже, Србија је приступила закључењу *stand by* аранжмана са Међународним монетарним фондом, који је укључивао програме за спровођење антикризних мера базираних на номиналном замрзавању плата и пензија, ограничавању јавне потрошње, као и повећању јавних инвестиција ради подстицања опоравка. Иако су мере фискалне консолидације биле нужне, њихово спровођење у условима економске контракције додатно је ограничило раст, указујући на структурне слабости које су претходиле кризи и потребу за реформом модела економског раста (ММФ, 2010).

Овакав образац фискалне реакције у земљама у развоју додатно је продубљен чињеницом да се њихова способност да приступе међународним тржиштима капитала често показује као ограничена управо у тренуцима када је финансирање најнеопходније. У ситуацијама негативних екстерних шокова – било да се ради о паду извоза, расту камата или глобалној кризи ликвидности – ове земље остају без фискалног простора и приморане су да спроводе контракционе мере, иако су истовремено погођене падом економске активности. На тај начин, фискална политика не делује стабилизирајуће, већ додатно појачава рецесионе притиске (Kaminsky и Reinhart, 2004).

У литератури се указује да је ова проциклична реакција земаља у развоју условљена и slabим пореским основама, ослањањем на волатилне приходе и ниским степеном фискалне аутоматизације. Уз то, саме макроекономске флукуације често подстичу сумњу у способност власти да спроведу неопходна прилагођавања, што за последицу има раст премије ризика, погоршање кредитног рејтинга и повлачење капитала. Таква динамика ствара зачарани круг у којем волатилност, фискална нестабилност и непоуздана кредитна позиција међусобно подстичу једна другу, чинећи систем изразито рањивим (Gavin и остали, 1996).

На крају, земље у развоју се у већини случајева не могу посматрати као узрочници макроекономских потреса, већ пре као пасивне жртве глобалних економских токова и екстерних шокова које не могу контролисати. Њихова рањивост проистиче не само из структурних слабости и ограничених фискалних капацитета, већ и из чињенице да немају развијено домаће тржиште капитала, нити довољно унутрашње штедње која би могла послужити као амортизер у кризним периодима. Одсуство дубоких финансијских тржишта и акумулираних фискалних резерви онемогућава спровођење самосталне антицикличне политике и повећава зависност од екстерног задуживања под неповољним условима. За разлику од развијених земаља које у тренуцима кризе могу мобилисати сопствене ресурсе, водити експанзивне политике и задржати поверење тржишта чак и при високим нивоима јавног дуга, земље у развоју бивају брзо кажњене губитком приступа финансирању, погоршањем рејтинга и повлачењем инвестиција. Стога се поставља потреба не само за бољим управљањем фискалном политиком у овим земљама, већ и за редефинисањем међународних механизма подршке који би узели у обзир њихову структурну позицију и ограничене могућности за самостално суочавање са кризама (Essers, 2013).

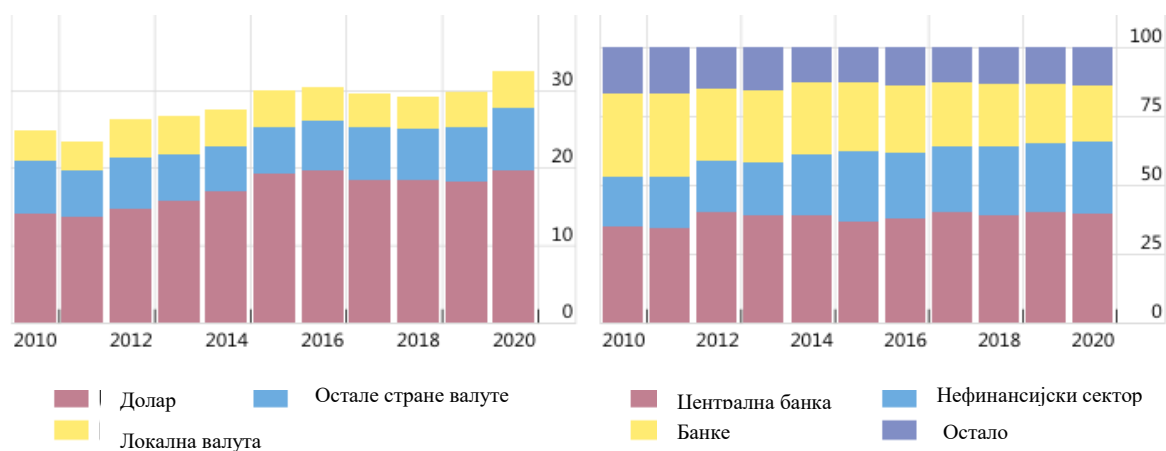
2.4.2. Проблем валутне изложености и "original sin" хипотеза

Специфичност земаља у развоју огледа се у високом уделу јавног дуга деноминованог у страном валути, што значајно повећава њихову фискалну рањивост у условима рецесије или наглих екстерних шокова. У таквим околностима, покушаји обнове фискалне равнотеже додатно се компликују услед реализације валутног ризика, који се манифестује кроз депресијацију домаће валуте. Депресијација не само што увећава номиналну вредност дуга израженог у домаћој валути, већ истовремено повећава терет каматних издатака, нарочито када су обавезе индексирани или директно везане за

стране валуте. Имајући у виду да су глобални економски потреси најчешће егзогеног карактера за земље у развоју, произилази да чак и у условима потпуне фискалне дисциплине и одговорности, ове земље могу бити изложене дубокој дужничкој кризи. Таква валутно-индукована динамика јавног дуга знатно умањује ефикасност фискалне политике, ограничава маневарски простор влада и дестабилизује процес макроекономска прилагођавања у кризним условима (ММФ, 2003).

У извештају *Financial Stability Board*-а (2022) наводи се да више од две трећине дуга економија у успону (*emerging market economies* – ЕМЕ) има номинализацију у америчком долару. С обзиром да ова категорија земаља у великој мери одговара групи земаља у развоју, наведени подаци указују на изражену валутну изложеност јавних финансија у овим економијама.

Слика 1 – Валутна и секторска структура дуга у ЕМЕ у % БДП-а и % укупног спољног дуга



Извор: FSB (2022). *US Dollar Funding and Emerging Market Economy Vulnerabilities*.
 Basel: FSB. Graph 2: *EME foreign currency debt remains significant, but varies by sector*.
 Адаптација аутора.

Разлоге високе деноминације јавног дуга у иностраној валути код земаља у развоју треба тражити у слабој акумулационој бази на домаћем тржишту капитала, али и неспремности страних инвеститора да структурирају портфолио у домицилним валутама. Према Ајхенгрину и осталима (2007), ово је директна последица "*original sin*"-а, односно структурне немогућности земаља у развоју да се задужеју у сопственој

валути на међународном тржишту. Таква ограничења произилазе како из интерних фактора – попут инфлаторне историје, институционалне слабости и недостатка кредибилитета монетарних и фискалних институција – тако и из екстерних фактора који укључују преференције глобалних инвеститора за валутама које уживају статус резервних средстава (као што су амерички долар и евро). Последично, и када постоји одређени степен макроекономске стабилности, земље остају „заробљене“ у валутно зависном моделу задуживања, што повећава њихову изложеност према шокovima из окружења и сужава простор за спровођење контрацикличне политике. Ова зависност додатно компликује управљање јавним дугом, јер фискални трошкови у кризним периодима расту не само услед пада прихода, већ и услед промене вредности валуте и пораста каматних стопа на екстерним тржиштима капитала. У одбрани своје тезе, аутори наводе примере Чилеа и Аустралије. Иако је Чиле током деведесетих година спровео свеобухватне институционалне и макроекономске реформе, укључујући јачање правне државе, транспарентности и регулаторног оквира, није успео да се ослободи ограничења „*original sin*“-а и приступи флексибилној политици. Када је 1998. године погођен неповољним трговинским шоком, Чиле није могао да користи екстерно задуживање у сопственој валути како би амортизовао последице кризе. Уместо тога, суочио се са наглим прекидом прилива капитала, што је довело до драстичног смањења увоза, пада БДП-а и опште макроекономске контракције.

Голдштајн и Гарнер (2004) имају знатно оптимистичнији став по питању смањења диспаритета земаља у развоју у односу на развијене земље у погледу валутне изложености. Аутори истичу да пораст дохотка по глави становника представља *sine qua non* за решавање проблема „*original sin*“. Такође, важну улогу у овом процесу имају и међународне финансијске институције и донаторске заједнице које, кроз техничку помоћ и саветодавну функцију, могу олакшати његову реализацију. Ипак, доминантну улогу у овом процесу задржавају носиоци одговорности економских политика у земаљама у развоју, с обзиром на то да су кредибилитет макроекономске политике и институционална стабилност превасходно под њиховим утицајем. У иницијалним фазама сузбијања валутне изложености, аутори сугеришу диверсификацију финансијских инструмената са аспекта рочности и структуре прихода, али и индексирање каматних стопа на домаће обвезнице у односу на инфлацију. Аутори упозоравају да, у одсуству стабилне и предвидиве макроекономске политике, укључујући фискалну дисциплину и монетарни кредибилитет, мере за

ублажавање валутног неподударања могу имати ограничен домет. Управо зато, реформе које подразумевају аутономију централне банке, јачање регулаторног оквира и транспарентност јавног сектора имају двоструки ефекат – стабилизују финансијски систем и отварају простор за дугорочно смањење валутне изложености.

На основу изложеног, може се закључити да валутна изложеност и „*original sin*“ представљају својеврсне ограничавајуће факторе аутономности фискалних политика земаља у развоју, што истовремено угрожава њихов економски просперитет и макроекономску стабилност у изазовним периодима. Разумевање природе ових феномена од посебног је значаја са аспекта оцене ефикасности фискалних политика у погледу отклањања негативних екстерналија њиховог деловања. Стога, кроз будуће реформе фискалних система, веома је важно да земље у развоју настоје да развију сопствена тржишта дуга и смање зависност од екстерног финансирања. На тај начин, стварањем предуслова за деноминацију дуга у домаћој валути и унапређењем унутрашње инвестиционе базе, омогућава се да се износи издвајани за камате и отплату јавног дуга задрже унутар националне економије, чиме се чува капитална супстанца потребна за развојне циљеве. Истовремено, смањење валутне изложености доприноси већој отпорности фискалног система на екстерно индуковане шокове, укључујући промене девизног курса, волатилност глобалних финансијских токова и пораст међународних каматних стопа. Оваква трансформација фискалне архитектуре не само што јача фискалну аутономију, већ и осигурава дугорочну одрживост јавних финансија у динамичном и неизвесном глобалном окружењу.

2.4.3. Фискална транспарентност и политички ризици

Недостатак фискалне транспарентности и политички ризици у земљама у развоју веома често делују као акцелератори дужничких криза, чак и у условима изостанка екстерних шокова. Реч је о институционалним и политичким слабостима које, у комбинацији са „креативним“ рачуноводственим извештавањем, генеришу потенцијалне кризне процесе у околностима када макроекономски индикатори репрезентују контролисану фискалну позицију. Ове слабости, својствене транзиционим економијама, доприносе стварању фискалних илузија у погледу дугорочне одрживости, стварајући краткорочне политичке беневите. На тај начин се одлажу неопходни реформски процеси за нека будућа времена, а проблем фискалне неравнотеже се додатно продубљује. Ипак, у коначној инстанци колапс фискалног система је неизбежан, праћен бекством капитала

и знатно тежим реперкусијама по привредни систем и животни стандард грађана (Korits и Craig, 1998).

Фискална транспарентност представља кључни елемент ефикасног управљања јавним финансијама. Имплементација фискалне транспарентности је предуслов за усклађивање фискалних политика са реалном фискалном позицијом, али и правилну евалуацију потенцијалних ризика. С једне стране, њена улога је да створи одговарајућу платформу за доношење ефикасних финансијских одлука законодавних, тржишних и грађанских субјеката, док са друге стране, фискална транспарентност треба да пружи основу за позивање на одговорност носилаца одлука у погледу фискалних резултата и управљања заједничким ресурсима. У складу с тим, фискална транспарентност се може дефинисати као јасно, поуздано, учестало, правовремено и релевантно информисање јавности о процесима фискалне политике влада (ММФ, 2018). ОЕЦД (2002) додатно наглашава да се буџетска транспарентност мора остваривати кроз систематично и свеобухватно извештавање које обухвата како финансијске, тако и нефинансијске показатеље учинка, укључујући циљеве политика, резултате, процене ризика и алтернативне сценарије. Ове праксе имају кључну улогу у сузбијању политичких притисака за фискално шминкање, јер подстичу *ex ante* и *ex post* контролу, а истовремено повећавају поверење инвеститора и рејтинг агенција у фискални оквир земље.

Један од најочигледнијих примера деструктивног ефекта фискалне нетранспарентности у савременој економској историји представља случај Грчке из 2009. године. У том периоду, грчка влада је годинама приказивала знатно ниже фискалне дефиците него што је био стварни обим буџетског несклада. Тек након интервенције Евростата, јавности је предочено да је дефицит опште државе за 2009. годину износио чак 15,4% БДП-а, што је представљало вишеструко одступање у односу на претходно објављене податке. Ревизија фискалних података обухватила је накнадно укључивање ванбуџетских обавеза, преквалификацију јавних предузећа у сектор опште државе, корекције у извештавању фондова социјалног осигурања и локалних јединица власти, као и методолошке измене у вези са заменским финансијским инструментима. Ове манипулације указале су на озбиљне институционалне слабости у погледу поузданости и интегритета фискалне статистике. Фискална илузија коју су производиле прикривене обавезе одложила је нужне реформе и допринела дестабилизацији тржишног поверења,

што се манифестовало кроз раст приноса на државне обвезнице и покретање механизма међународне помоћи. Овај случај представља класичан пример у којем је дефицит демократског и статистичког надзора био основни окидач дужничке кризе, чиме је фискална нетранспарентност постала не само технички, већ и системски ризик (Ministry of Finance, Hellenic Republic, 2010).

Сличан образац може се идентификовати и у случају Аргентине током деведесетих година, када су, упркос привидном јачању фискалне дисциплине и расту пореских прихода, постојали озбиљни структурни проблеми у приказу јавних финансија. Према Дејскинг и осталима (2004), стварни фискални резултати били су лошији него што су изгледали због методолошких недостатака у фискалним извештајима и прикривања обавеза кроз ванбуџетске канале. Иако су формални фискални показатељи приказивали стабилну слику, инвеститори су временом препознали недоследности у рачуноводственим праксама, што је довело до кризе поверења. Уз раст политичке неизвесности и недостатак координације између централне и покрајинских влада, Аргентина је 2001. године доживела колапс јавних финансија. Овај случај додатно потврђује да је транспарентност у фискалном извештавању кључна не само за домаћу фискалну одговорност, већ и за очување репутације земље на међународним финансијским тржиштима.

2.5. Фискална ограничења и задуженост у Југоисточној Европи

Фискална ограничења већине земаља Југоисточне Европе проистичу из комбинације структурних, институционалних и финансијских фактора који утичу на могућност очувања стабилности јавних финансија и одрживог нивоа задужености (Koczan, 2015). У посматраном периоду од 2008. до 2024. године регион карактерише континуиран раст јавног дуга у апсолутном износу, нарочито након глобалне финансијске кризе и пандемије, када су мере фискалне подршке и пад привредне активности довели до наглог повећања задужености. Према подацима ММФ-а (2025), у свим земаљама региона ниво јавног дуга у 2024. години премашује вредности из периода пре кризе, при чему је у Србији достигао 39,6 милијарди долара, у Румунији преко 200 милијарди, док Хрватска, Бугарска и Албанија бележе умереније, али стабилне растуће трендове.

Табела 14 – Збирни приказ кретања номиналног јавног дуга земаља Југоисточне Европе изражен у милијардама америчких долара¹

Година/ Земља	СРБ	ЦГ	СМКД	БИХ	АЛБ	ХРВ	БУГ	РУМ
2008.	15,91	1,56	2,04	5,81	7,02	26,63	6,69	28,02
2009.	15,31	1,82	2,23	6,43	7,10	29,82	7,54	39,28
2010.	16,45	1,86	2,29	7,26	6,81	33,53	7,15	51,44
2011.	21,53	2,19	2,91	7,64	7,57	39,68	8,25	62,87
2012.	23,32	2,32	3,29	7,52	7,56	39,68	8,96	64,88
2013.	27,30	2,59	3,68	7,96	8,89	47,58	9,60	74,61
2014.	31,18	2,90	4,32	8,76	9,42	49,61	15,01	80,63
2015.	27,71	2,76	3,83	7,61	8,29	42,24	12,90	70,08
2016.	27,45	2,90	4,24	7,69	8,60	41,74	14,56	73,21
2017.	25,42	3,18	4,47	7,09	9,27	42,80	13,58	78,11
2018.	26,98	3,91	5,13	7,15	10,57	44,91	13,33	88,20
2019.	26,67	4,32	5,09	6,80	10,38	43,58	12,63	91,85
2020.	30,34	5,08	6,29	7,52	11,51	50,10	16,04	124,42
2021.	35,28	4,99	7,38	8,43	13,46	54,00	18,92	147,69
2022.	34,00	4,43	7,04	7,62	12,51	48,81	19,50	153,51
2023.	37,17	4,63	8,01	8,72	13,80	52,18	22,43	182,79
2024.	39,62	5,18	9,15	9,70	15,07	53,41	27,02	208,96

Извор: Прорачун аутора на основу података ММФ-а (2025), *World Economic Outlook Database – DataMapper*, 2024. Доступно на:

<https://www.imf.org/external/datamapper/NGDPD@WEO/OEMDC/ADVEC/WEOWORLD/SRB/MNE/MKD/BIH/ALB/HRV/BGR/ROU>;

https://www.imf.org/external/datamapper/GGXWDG_NGDP@WEO/SRB/MNE/MKD/BIH/ALB/HRV/BGR/ROU.

Иако апсолутни износи јавног дуга омогућавају увид у динамику задуживања, они не пружају потпуну слику о стварном фискалном оптерећењу појединих економија. Ради

¹Номинални износи јавног дуга израчунати су на основу вредности БДП-а у текућим ценама (у милијардама америчких долара) и удела јавног дуга у БДП-у (%).

објективнијег поређења, неопходно је посматрати дуг у односу на величину економије, тј. у односу на БДП. Однос јавног дуга и БДП-а представља кључни индикатор фискалне одрживости и показатељ способности државе да сервисира обавезе без угрожавања макроекономске стабилности. У наставку је дијаграмски приказано учешће јавног дуга у БДП-у земаља Југоисточне Европе у 2024. години, што омогућава реалније сагледавање нивоа фискалне изложености региона.

Табела 15 – Процентуални удео јавног дуга у БДП-у земаља Југоисточне Европе у 2024. години

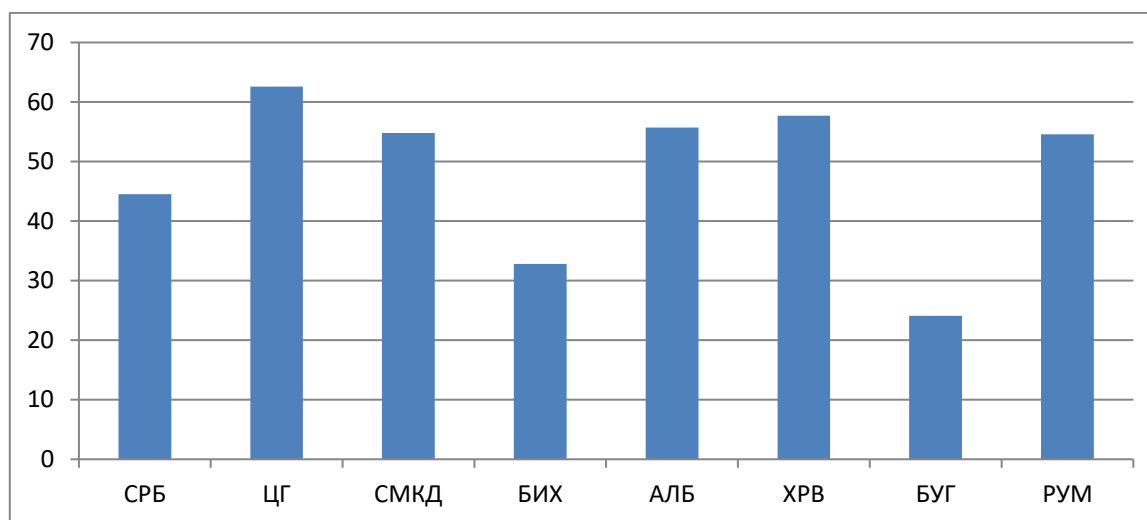
Година/Земља	СРБ	ЦГ	СМКД	БИХ	АЛБ	ХРВ	БУГ	РУМ
2024.	44,50	62,60	54,80	32,80	55,70	57,70	24,10	54,60

Извор: Преузето из базе података ММФ-а (2025), *World Economic Outlook Database – DataMapper*. Доступно на:

https://www.imf.org/external/datamapper/GGXWDG_NGDP@WEO/SRB/MNE/MKD/BIH/ALB/HRV/BGR/ROU

На основу података приказаних у Табели 15 уочава се да већина земаља Југоисточне Европе у 2024. години има ниво јавног дуга изнад 50% БДП-а, што указује на ограничен фискални простор и повећану осетљивост на промене каматних стопа и спољне шокове. Посебно се издвајају Црна Гора и Хрватска, са највишим уделом дуга у БДП-у, док Бугарска и Босна и Херцеговина бележе најнижи степен задужености у региону. Ради прегледнијег сагледавања ових разлика између земаља, у наставку је графички приказан однос јавног дуга и БДП-а у земљама Југоисточне Европе за 2024. годину.

Графикон 1 – Графички приказ процентуалног удела јавног дуга у БДП-у земаља Југоисточне Европе у 2024. години



Извор: Приказ аутора на основу Табеле 15.

Посматрано у целини, задуженост региона представља одраз ограниченог простора за контрациклично деловање и потребе за структурним унапређењем фискалне и монетарне координације. Управо због тога се одрживост јавног дуга у земљама Југоисточне Европе мора посматрати кроз призму три међусобно повезана аспекта – степена евроизације и монетарног суверенитета, фискалног капацитета и структуре прихода, те дубине домаћих тржишта капитала – који у значајној мери одређују способност држава да обезбеде дугорочну фискалну стабилност и отпорност на екстерне шокове.

2.5.1. Евроизација и недостатак монетарног суверенитета

Једна од кључних карактеристика економија Југоисточне Европе је тесна повезаност са Европском унијом (ЕУ), с обзиром на то да се ова групација земаља састоји од пуноправних чланица и кандидата за пуноправно чланство у ЕУ. Реч је о економској, политичкој и институционалној кохезији која у великој мери детерминише процесе економске транзиције, регулаторног усклађивања и макроекономске стабилизације. Због неповољних историјских искустава са високом инфлацијом, изражене извозне оријентације ка ЕУ и структурних недостатака у развоју домаћих финансијских тржишта, земље Југоисточне Европе су, у већој или мањој мери, усмерене ка

евроизацији као облику монетарне стабилизације и интеграције са еврозоном (ЕЦБ, 2018).

Неке од земаља региона, попут Хрватске, Црне Горе и Босне и Херцеговине, оствариле су висок степен формалне евроизације приступањем Европској монетарној унији (ЕМУ) или строгим везивањем домицилне валуте за евро, чиме су ефективно ограничиле аутономност своје монетарне политике. Са друге стране, државе попут Србије, Албаније, Бугарске, Румуније и Северне Македоније задржале су формалну монетарну сувереност, али показују висок степен *de facto* евроизације – нарочито у домену депозитних штедних инструмената, кредитних пласмана и девизних трансакција. Овај асиметрични монетарни режим, у којем номинално постоји национална валута, али је евро доминантан у финансијским токовима, ствара додатне изазове за спровођење аутономне монетарне политике, контролу инфлације и очување стабилности јавних финансија.

Према извештају Европске централне банке (ЕЦБ, 2004), евроизација у земљама у развоју, укључујући и регион Југоисточне Европе, са собом носи бројне користи, али и одређене изазове. Као кључне бенефите евроизације, ЕЦБ истиче перцептивну макроекономску стабилност, нижу премију ризика на кредитне аранжмане, елиминацију трансакционих трошкова, стварање основа за развој домаћег тржишта капитала и виши степен економске и финансијске интегрисаности са ЕУ. Перцептивна макроекономска стабилност у контексту евроизације заснива се на повећаној перцепцији кредибилитета монетарне политике од стране инвеститора и међународних кредитора, што доприноси јачању поверења у капацитете земље да очува стабилност цена и монетарну дисциплину.

У складу с тим, надовезује се и бенефит у виду ниже премије ризика на кредитне аранжмане, с обзиром на то да пасивизација монетарне политике од стране земље са ниским кредибилитетом доприноси редукцији инфлаторног и валутног ризика. Такође, потпуна формална евроизација доприноси елиминацији трансакционих трошкова конверзије домицијалне валуте у евро, а кредибилитет емитента евра у виду ЕЦБ стимулише штедњу и на тај начин доприноси стварању амбијента за развој домаћег тржишта капитала. Коначно, евроизација олакшава дубљу економску и финансијску интеграцију са Европском унијом, с обзиром на то да доприноси хармонизацији финансијских правила, смањењу валутних баријера у трговини и већој синхронизацији

пословних циклуса са земљама еврозоне. Ова интеграција може додатно стимулисати трговину, инвестиције и приступ финансијским токовима унутар Уније, убрзавајући тиме процесе реалне конвергенције и институционалног усклађивања. Ипак, ЕЦБ истиче и негативне стране овог процеса, сугеришући да евроизација смањује флексибилност економије у погледу шокова и циклусних кретања, неутралише улогу државе као кредитора у последњој инстанци и елиминише простор за сењоражу (ЕЦБ, 2017).

Дворски и сарадници (2008) на основу истраживања спроведеног у једанаест земаља Централне, Источне и Југоисточне Европе указују на чињеницу да су мотиви за евроизацију динамични и зависе од степена макроекономске стабилности и привредне развијености посматраних земаља. Док је у земљама Централне и Источне Европе доминантан мотив за држање готовине у еврима постала реализација међународних плаћања и путовања, претходна истраживања су указивала да је и у тим земљама, као што је то данас случај у Југоисточној Европи, евро примарно коришћен као средство очувања вредности услед неповерења у домаћу валуту и сећања на епизоде високе инфлације. Резултати студије сугеришу да могући напредак у економском развоју земаља Југоисточне Европе не мора нужно довести до смањења нивоа евроизације, али би могао довести до промене њених доминантних мотива – са заштите од валутног ризика ка функционалној употреби у међународним трансакцијама.

Стикс (2012) напомиње да монетарна пасивност повезана са евроизацијом у транзиционим економијама представља директну фискалну последицу историјских институционалних слабости и њима изазваних дубоко укореењених реакција у секторима привреде и становништва. Другим речима, евроизација у овим земљама не настаје као последица техничке одлуке по питању курсног режима домицијалне валуте, већ ту постоји дубља објективна основа.

Према анализи Генга и осталих (2018), евроизација у транзиционим земљама може се класификовати у два дистинктивна облика: евроизацију засновану на депозитима (*deposit-driven euroization*) и евроизацију засновану на *carry trade* механизмима (*carry trade euroization*). Први облик је укореењен у неповерењу у домаћу валуту као средство штедње, а претежно се јавља у државама које су током транзиције из социјализма искусиле хиперинфлацију, као што су бивше југословенске републике, Бугарска и делимично балтичке земље. Овај облик евроизације се показао као изузетно постојан, а

једини ефективан излаз до сада било је пуноправно чланство у еврозони, чиме се евро формално конвертује у домаћу валуту. С друге стране, *carry trade* евроизација јавља се када су кредити деноминирани у инострану, а штедња у домаћој валути. Овај облик био је присутан у државама попут Мађарске, Словеније, Румуније, Албаније и балтичких земаља, а настајао је када су домаћинства и предузећа искоришћавала каматне разлике између кредита у еврима и депозита у локалној валути. Аутори указују да су политике одговора различите за сваки тип: док је евроизацију засновану на депозитима тешко сузбити регулаторним мерама, јер оне не могу саме по себи обновити поверење, *carry trade* евроизација је подложнија корективним мерама, попут веће флексибилности девизног курса и регулација које обесхрабрују девизно задуживање. Глобална финансијска криза је готово потпуно елиминисала *carry trade* евроизацију, док је депозитна форма истрајала и остаје главни изазов за монетарне власти у региону.

2.5.2. Фискални капацитет и структура прихода

Фискални капацитет представља способност једне државе да кроз фискалну политику генерише довољно пореских и непореских прихода за финансирање буџетске потрошње и адекватно сервисирање обавеза које проистичу по основу јавног дуга. Ово имплицира да политика управљања јавним дугом мора бити усклађена са потенцијалом фискалне акумулације, што је предуслов одрживости фискалне политике. Већи фискални капацитет отвара простор за контрациклично деловање у кризним фазама, док лимитираност фискалног капацитета угрожава потенцијал државне интервенције кроз јавне инвестиције и потрошњу. Такође, важну улогу у дефинисању фискалног капацитета има и структура буџетских прихода детерминисана квалитетом и стабилношћу самих буџетских позиција (Besley и Persson, 2013).

Фискални капацитет у литератури се дефинише као максималан ниво пореских прихода који држава може мобилисати на основу своје економске и институционалне структуре. Лоц и Морс (1967) међу првима уводе овај концепт, разликујући га од остварених пореских прихода. Они показују да се једноставно поређење пореског оптерећења (однос пореза према БДП-у) не може сматрати адекватном мером пореског напора, јер занемарује међудржавне разлике у величини пореских база и способности администрације да убира порезе. Уместо тога, они дефинишу фискални капацитет као износ пореских прихода који би земља могла остварити када би на своје пореске базе применила просечне ефективне стопе опорезивања. На тој основи порески напор мери

се као однос између стварно остварених и потенцијалних прихода. На овај начин могуће је разликовати земље које имају низак ниво прихода због структурно ограниченог фискалног капацитета од оних које располажу довољним капацитетом, али не остварују приходе због неефикасне пореске администрације или политичких фактора. Оваква дистинкција је посебно важна у анализи земаља Југоисточне Европе, где је фискални капацитет често ограничен високом улогом сиве економије и доминацијом индиректних пореза, што додатно условљава одрживост јавног дуга.

Карактеристично као и за остале земље у развоју, земље Југоисточне Европе се претежно ослањају на индиректне облике опорезивања, са посебним нагласком на порезу на додату вредност (ПДВ) и акцизама, што за последицу има позитивну корелацију номиналних пореских прихода и инфлаторних тенденција (ММФ, 2015). У просеку, две трећине пореских прихода земље Југоисточне Европе остварују по основу индиректних пореза, док у земљама чланицама ОЕЦД-а просек индиректних пореза износи 32,1%. Такође, земље из ове регије у структури пореских прихода имају прилично заступљене социјалне доприносе, што оставља нежељене реперкусије на тржишту рада, док су непорески приходи и трансфери врло често волатилни и детерминисани екстерним шоковима. У компарацији са праксом развијених земаља, земље ове регије имају нижи степен уравнотежености буџетских прихода и расхода, што проистиче из већег нивоа ослањања на порезе на потрошњу и директно угрожава стабилност јавних финансија ових земаља у рецесионим фазама привредних циклуса (ММФ, 2015; ОЕЦД, 2022). У том смислу, ограничен фискални капацитет и доминација потрошних пореза представљају не само фискални изазов, већ и дугорочно ограничење економског развоја, јер умањују отпорност јавних финансија и повећавају рањивост региона на макроекономске и политичке шокове.

2.5.3. Структура домаћих тржишта капитала

Структура домаћих тржишта капитала представља кључан сегмент фискалног капацитета и одрживости јавних финансија, јер одређује у којој мери држава може да се ослања на унутрашње изворе финансирања буџетског дефицита и јавног дуга. Развијена и ликвидна домаћа тржишта капитала смањују зависност од екстерног задуживања, диверсификују базу инвеститора и омогућавају ефикасније управљање ризицима рефинансирања. Такође, у обзир треба узети и камату на јавни дуг, која код интерног финансирања остаје у земљи и представља акумулациону базу капитала за

будућност. Насупрот томе, плитка и неликвидна тржишта, карактеристична и за земље Југоисточне Европе, ограничавају могућности самосталног сервисирања јавног дуга и повећавају изложеност екстерним шоковима. Улога домаћих тржишта капитала посебно је важна у кризним фазама, када способност државе да мобилише домаће штедне ресурсе директно утиче на фискалну стабилност и макроекономску отпорност (Jiménez-Sotelo, 2023).

Постоје бројна истраживања која су потврдила повезаност развоја финансијског сектора са дугорочним стопама привредног раста и фискалне одрживости. Према Левину (1997), улога финансијског система је вишедимензионална и обухвата: мобилизацију капитала, диверсификацију ризика, имплементацију корпоративног управљања, унапређење акумулације ресурса и смањење трансакционих трошкова. Аутор сугерише комплементарност банкарског сектора и тржишта хартија од вредности као фактора стабилног дугорочног раста, и то не само кроз стварање акумулационе базе капитала, већ и кроз интензивирање технолошких иновација и привредну трансформацију. У овом контексту, земље Југоисточне Европе заостају за развијеним земљама када је капацитет банкарског система и дубина домаћег тржишта капитала у питању, што сугерише нижу ефикасност алокације ресурса и повећану премију ризика, а то синергетски утиче на редуковање простора за спровођење одрживе политике јавног дуга, нарочито у околностима екстерних шокова и рецесионих фаза привредних циклуса.

Извештај Светске банке из 2022. године потврђује недовољну развијеност домаћег финансијског тржишта већине земаља региона Југоисточне Европе, користећи се чињеницом да су Србија, Албанија, Северна Македонија и Црна Гора само у 2020. години прикупиле 5,1 милијарду евра кроз емисију еврообвезница које су искоришћене за рефинансирање доспелих дуговања и финансирање растућих дефицита. Такође, посебан проблем за очување фискалне стабилности земаља региона је краткорочност доспећа спољног задуживања које износи 6,3 године, док је просек земаља ОЕЦД-а 7,7 година. Извештај указује и да амортизација спољног дуга у региону захвата приближно 2% БДП-а, уз извесна одступања међу земљама. Из свега наведеног може се закључити да земље региона карактерише недовољна дубина домаћег финансијског тржишта као последица недовољне акумулације и упитна ликвидност услед ризика рефинансирања.

Поред ослањања на спољно финансирање, земље Југоисточне Европе се на домаћем плану претежно ослањају на банкарски сектор, који је главни купац државних хартија од вредности. Оваква структура финансирања ограничава развој институционалних инвеститора, попут пензионих и инвестиционих фондова, чија је улога у земљама Европске уније далеко значајнија. Последично, приватни сектор и домаћа привреда остају делимично *crowded out*, будући да држава усмерава расположиви кредитни капацитет банака ка сопственим потребама. Извештаји међународних институција указују да је небанкарски финансијски сектор у земљама региона готово непостојећи ван тржишта државних обвезница (ЕБРД, 2023; СБ, 2016), што додатно потврђује централну улогу банака у финансирању јавног дуга.

III ДЕСКРИПЦИЈА МЕТОДОЛОГИЈЕ ЕВАЛУИРАЊА ПОДАТАКА И ПРИКАЗ КРЕТАЊА ЈАВНОГ ДУГА ПО КАТЕГОРИЈАМА ЗЕМАЉА

3.1. Избор земаља посматрања: Југоисточна Европа као институционално повезан регион

У истраживању су обухваћене земље које према класификацији ОЕЦД-а (2025) припадају региону Југоисточне Европе, и то: Србија, Црна Гора, Босна и Херцеговина, Северна Македонија, Албанија, Бугарска, Румунија и Хрватска. Реч је о земљама које су географски, историјски и економски повезане, али се налазе у различитим фазама процеса европских интеграција. Три од њих – Бугарска, Румунија и Хрватска – данас су пуноправне чланице Европске уније, док преосталих пет (Србија, Црна Гора, Албанија, Северна Македонија и Босна и Херцеговина) имају статус кандидата за пуноправно чланство.

Заједничка историјска и институционална позадина ових земаља пружа релевантан основ за истраживање динамике јавног дуга, јер фискалне политике држава региона и даље одражавају последице транзиционих ограничења, институционалне слабости и ограниченог фискалног капацитета. Наслеђе централно-планског система, спора институционална конвергенција и постконфликтне околности обликовале су савремене фискалне структуре и дефинисале границе фискалне одрживости. Оваква селекција земаља је адекватна са аспекта сличних институционалних оквира и економских карактеристика, што их чини погодним за панел анализу и економетријску компарацију кроз временске и просторне димензије (Baltagi, 2021).

Управо та институционална и развојна повезаност чини регион аналитички хомогеним простором. Све посматране земље деле заједнички европски фискални оквир и макроекономске стандарде које поставља Европска унија кроз механизме попут *Stability and Growth Pact*, *European Semester* и *Economic Reform Programme*. Иако се разликују по степену конвергенције, све земље региона теже усклађивању са правилима фискалне дисциплине, транспарентности и одрживости јавних финансија прописаним европским критеријумима (ЕК, 2025).

Захваљујући таквој заједничкој оријентацији према европским стандардима, регион Југоисточне Европе може се посматрати као фискално и институционално компатибилна целина погодна за компаративну анализу. Тиме се оправдава избор

земаља посматрања, јер оне представљају репрезентативан узорак постсоцијалистичких економија у процесу европских интеграција. Овакав приступ у потпуности је у складу са аналитичким оквиром који ОЕЦД примењује у својим програмима за земље Југоисточне Европе, где се ове економије посматрају као јединствен истраживачки простор за испитивање одрживости јавног дуга и фискалне консолидације.

Додатно, регион Југоисточне Европе представља емпиријски недовољно истражено подручје у савременој економској литератури. Док су земље еврозоне и развијених ОЕЦД економија предмет бројних квантитативних анализа о динамици јавног дуга, слична истраживања у земљама овог региона су ретка и фрагментарна. Управо зато, спровођење емпиријског истраживања које обухвата осам земаља Југоисточне Европе у периоду 2008–2024. доприноси попуњавању постојећег истраживачког јаза и омогућава формулисање закључака релевантних не само за посматране земље, већ и за шири скуп малих и отворених економија у процесу конвергенције ка Европској унији.

3.2. Оправдање временског оквира анализе (2008–2024.)

Временски оквир од 2008. до 2024. године изабран је с циљем да се обухвати динамичан и вишефазни период у развоју глобалне и регионалне макроекономске климе, који је снажно утицао на динамику јавног дуга у анализираним земљама. Период се одликује структуром која укључује три глобалне кризе, две фазе фискалне консолидације и један интензиван циклус монетарне експанзије у развијеним економијама. Све то ствара аналитички богат контекст за истраживање детерминанти јавног дуга.

- Глобална финансијска криза (2008–2009.): Почетак системске фискалне нестабилности

Финансијска криза из 2008. представља почетну тачку анализе, јер је имала дубоке последице на фискалне билансе широм света, укључујући и Југоисточну Европу. Драстичан пад економских активности и смањење пореских прихода довели су до повећане буџетске потрошње, фискалних дефицита и скока јавног дуга у готово свим анализираним земљама (Holzner, 2022).

- Период фискалне консолидације и стабилизације (2010–2013.)

Услед повећаног фискалног притиска, бројне земље региона биле су принуђене да спроведу политике фискалне консолидације, често под надзором међународних финансијских институција (ММФ, СБ). Ове мере укључивале су смањење јавне потрошње, замрзавање плата у јавном сектору и пореске реформе. Управо овај период је од кључног значаја за тестирање политичких и институционалних детерминанти успеха фискалне консолидације (Abbas и остали, 2010).

- Европска дужничка криза (2011–2012.): Ефекти екстерних шокова

Иако нису биле директно погођене као чланице еврозоне, земље Југоисточне Европе су трпеле негативне споредне ефекте европске дужничке кризе: пад инвестиционог поверења, затезање екстерног финансирања, повећане премије ризика и општи фискални притисак. Ова фаза тестира отпорност фискалних система на спољне шокове (ММФ, 2012).

- Период стабилизације и раста (2014–2019.): Консолидација јавних финансија

Током овог периода већина посматраних земаља је остварила позитивне макроекономске показатеље, укључујући раст БДП-а, смањење дефицита и делимично смањење јавног дуга. Овај „мировни“ период омогућава анализу фактора који утичу на смањење дуга у одсуству кризних притисака – као што су фискална правила, институционална реформа или политичка стабилност (ЕК, 2020).

- Пандемијска криза КОВИД-19 (2020–2021.): Невиђени фискални шок

Пандемија коронавируса створила је глобални фискални шок без преседана у последњих неколико деценија. Све посматране земље биле су принуђене на нагло повећање буџетске потрошње (субвенције, здравствена заштита, социјални трансфери), што је резултирало скоком јавног дуга, посебно у државама са слабијим фискалним капацитетима (Auerbach и остали, 2020). Ово је кључни део анализе јер се јавни дуг мења и квалитативно (нпр. структура доспећа, валутна изложеност), а не само квантитативно.

- Постпандемијски опоравак и геополитичке тензије (2022–2024.)

Период након пандемије обележен је поремећајима у ланцима снабдевања, растућом инфлацијом, енергетском кризом и сукобом у Украјини. Ове околности доводе до нових фискалних оптерећења (субвенције за енергенте, заштита рањивих слојева становништва), али и тестирају отпорност јавних финансија (ОЕЦД, 2022).

Закључно, временски оквир од 2008. до 2024. године омогућава свеобухватну анализу различитих фаза фискалне политике – од кризе и консолидације, преко стабилизације, до поновне дестабилизације изазване глобалним поремећајима. Тиме се обезбеђује дугорочна перспектива неопходна за процену одрживости јавног дуга и идентификацију његових кључних детерминанти у земљама Југоисточне Европе.

3.3. Одабир детерминанти јавног дуга

У емпиријској анализи динамике јавног дуга у земљама Југоисточне Европе, избор макроекономских детерминанти заснива се на теоријским поставкама фискалне одрживости и досадашњим емпиријским истраживањима спроведеним у оквиру међународне литературе. Полазна претпоставка је да кретање јавног дуга није резултат једног изолованог фактора, већ комбинације фискалних, реалних и спољних показатеља који заједнички обликују дугорочну одрживост јавних финансија. У складу са тим, у анализу су укључене следеће променљиве: реални раст БДП-а, стране директне инвестиције, каматна стопа, инфлација, раст просечних годишњих зарада у доларима, отвореност економије и промена буџетског биланса. Свака од наведених детерминанти има своју теоријску основу и емпиријску потврду у претходним студијама, што омогућава свеобухватан приступ анализи фактора који утичу на јавни дуг и његову одрживост у условима специфичним за земље Југоисточне Европе.

Реални раст БДП-а представља један од кључних фактора фискалне одрживости, јер непосредно утиче на однос јавног дуга и БДП-а. Виши економски раст повећава фискалне приходе и смањује релативно оптерећење дуга, док спорији раст делује у супротном смеру. Есколано (2010) показује да кретање јавног дуга зависи управо од релације између реалног раста и каматне стопе, док Бланшар и Леиг (2013) указују да нижи раст након фискалне консолидације доводи до повећања дуга, чак и уз дисциплиновану фискалну политику. Сличне налазе потврђују Рајнхарт и Рогоф (2010), према којима периоди ниског раста карактеришу растуће задуживање и спорија фискална прилагодљивост.

Стране директне инвестиције представљају важан канал путем којег међународни капитал доприноси економском расту, јачању продуктивности и повећању буџетских прихода, чиме посредно утиче на смањење јавног дуга. Емпиријска истраживања потврђују ову везу. На основу анализе земаља јужног Медитерана, Оухиби и сарадници (2017) су утврдили постојање узрочности између јавног дуга и страних директних инвестиција, при чему раст јавног дуга негативно делује на прилив страних инвестиција, док економски раст посредује у њиховом међусобном односу. Ови налази указују да стабилно фискално окружење и умерени ниво задужености доприносе већем приливу СДИ, што дугорочно може олакшати сервисирање дуга кроз раст пореских прихода и смањење ризика финансирања. Сличне резултате дају и Фелд и Фојхт (2003), који истичу да институционална стабилност и правна сигурност, кроз повећано поверење инвеститора, подстичу економски раст и стварају услове за стабилније јавне финансије. У складу са наведеним налазима, већи прилив страних директних инвестиција у земљама Југоисточне Европе може допринети фискалној одрживости кроз јачање производних и извозних капацитета, повећање буџетских прихода и смањење потребе за екстерним задуживањем.

Каматна стопа на јавни дуг представља једну од централних детерминанти фискалне одрживости, јер одражава цену задуживања државе и непосредно утиче на динамику дуга и буџетску стабилност. За разлику од трошкова камата изражених као удео у БДП-у, који показују фискално оптерећење у текућој години, каматна стопа на јавни дуг указује на ефикасност управљања дугом и услове под којима се држава финансира на домаћем и међународном тржишту. Према Есколану (2010), пораст просечне каматне стопе сигнализира погоршање фискалних услова, јер повећава трошкове сервисирања постојећег дуга и ограничава простор за дискрециону буџетску политику. Истовремено, више камате одражавају и пораст премије ризика, што је посебно изражено у економијама које су високо евроизоване и зависне од спољног финансирања, где је дуг осетљив на промене тржишних услова и каматних стопа. Насупрот томе, смањење ефективне каматне стопе на јавни дуг указује на побољшање кредитног положаја државе, повољније услове задуживања и смањење динамичког притиска на јавне финансије, што представља један од предуслова дугорочне фискалне стабилности.

Инфлација представља једну од основних макроекономских детерминанти која непосредно утиче на кретање и одрживост јавног дуга. Са теоријског становишта, умерена инфлација може допринети смањењу реалне вредности дуга кроз такозвани ефекат „инфлационог пореза“, јер повећањем номиналног БДП-а смањује однос јавног дуга према економском учинку земље (Reinhart & Rogoff, 2010). Међутим, уколико инфлација постане висока или нестабилна, њен утицај постаје контрапродуктиван, будући да доводи до повећања каматних премија ризика, ерозије поверења инвеститора и раста трошкова сервисирања дуга, нарочито у државама са израженом евроизацијом и задуженошћу у иностраној валути (Escolano, 2010). Бланшар (2019) истиче да у условима ниских каматних стопа инфлација може привремено олакшати фискални терет, али без структурних реформи не може трајно побољшати фискалну позицију. У контексту земаља Југоисточне Европе, инфлација има двојак ефекат – у кратком року може смањити удео дуга у БДП-у, док у дужем периоду, због структурних ограничења и зависности од увоза, доприноси расту јавних расхода и каматних издатака. У оквиру овог истраживања коришћена је просечна годишња стопа инфлације, што омогућава да се обухвати кумулативни ефекат промена ценовног нивоа на јавни дуг током фискалне године, без краткорочних волатилности које би могле искривити резултате регресионе анализе.

Просечна зарада, као индикатор дохотка становништва и нивоа економске развијености, има значајан утицај на динамику јавног дуга преко фискалних и структурних канала. Виши ниво зарада повећава пореску основу, подстиче потрошњу и ствара простор за веће јавне приходе без потребе за додатним пореским оптерећењем. На тај начин раст зарада јача капацитет државе да финансира јавне расходе из текућих извора, што дугорочно смањује потребу за новим задуживањем. Према налазима Алесине и Ардање (2010), успешне фискалне консолидације заснивају се на политикама које стимулишу раст дохотка и продуктивности, док се ослањање искључиво на повећање јавне потрошње или пореског оптерећења показује као неефикасно у стабилизацији дуга. Њихови резултати показују да је повећање дохотка у привреди један од кључних предуслова за смањење буџетског дефицита и односа јавног дуга према БДП-у. У том контексту, раст просечних зарада у доларима може се посматрати као индиректна мера фискалног потенцијала и способности економије да генерише довољне приходе за одрживо финансирање јавног сектора без повећања задужености.

Отвореност економије представља једну од значајних детерминанти јавног дуга, јер одражава степен интегрисаности националне привреде у међународне токове робе, капитала и услуга. Виши степен отворености може имати двоструки ефекат на динамику јавног дуга. С једне стране, отвореније економије имају веће могућности за раст извоза, привлачење страних инвестиција и приступ повољнијим изворима финансирања, што може допринети стабилнијим фискалним позицијама и смањењу потребе за јавним задуживањем. С друге стране, висока отвореност истовремено повећава изложеност спољним шоковима, променама услова трговине и финансијским кризама, што може довести до раста буџетских дефицита и дугорочног повећања јавног дуга. Према теоријском приступу који износе Лејн и Мајлс-Ферети (2001), степен отворености економије представља важан фактор њене макроекономске стабилности. Већа интегрисаност у међународне токове робе и капитала доноси користи у виду већег приступа тржиштима и изворима финансирања, али истовремено повећава изложеност спољним шоковима и променама глобалних услова. У том смислу, отвореност економије може истовремено деловати као извор раста и као канал кроз који се ризици са светског тржишта преносе на домаћу економију и јавне финансије. Према Родрику (1998), већа трговинска отвореност може подстаћи раст јавне потрошње као механизма за ублажавање спољних ризика. У економијама које су снажно интегрисане у међународну трговину и изложене флукуацијама услова размене, држава често преузима активнију улогу у стабилизацији дохотка и заштити домаће привреде од неповољних спољних утицаја. На тај начин, јавни сектор делује као амортизер екстерних шокова, што може довести до повећања јавних расхода и, посредно, до већег нивоа јавног дуга у условима продужене нестабилности међународног окружења.

Буџетски биланс представља једну од најважнијих детерминанти одрживости јавног дуга, јер одражава способност државе да одржава равнотежу између јавних прихода и расхода без потребе за прекомерним задуживањем. Одржив буџетски биланс омогућава постепено смањење нивоа дуга у односу на БДП, док хронични дефицити указују на структурне фискалне неравнотеже које повећавају потребу за финансирањем и доводе до раста јавног дуга. У том контексту, стабилан и контролисан буџетски салдо представља предуслов за дугорочну фискалну одрживост и кредибилитет економске политике државе. Према Бону (1998), буџетски биланс коригован за отплату камате на јавни дуг, представља кључни инструмент фискалне прилагодљивости кроз

тзв. фискалну реакциону функцију (*Fiscal Reaction Function*). Бон показује да је јавни дуг одржив уколико влада на његов раст реагује повећањем примарног суфицита (буџетски биланс коригован за камату на јавни дуг), односно смањењем дефицита. Такво понашање указује на фискалну одговорност државе и спречава експоненцијални раст дуга. Насупрот томе, уколико не постоји позитивна реакција, фискална политика постаје неодржива и доводи до акумулације обавеза које премашују фискални капацитет земље.

3.4. Извори података

У овом делу дисертације детаљно су представљени извори података и методологија прикупљања емпиријског материјала који су коришћени у циљу испитивања детерминанти јавног дуга у земљама Југоисточне Европе. Имајући у виду комплексност саме теме, али и разлике у економским, институционалним и статистичким капацитетима анализираних земаља, неопходно је пружити јасан, транспарентан и конзистентан приказ извора, временског обухвата и методолошких претпоставки коришћених у овом истраживању, како би се осигурала валидност резултата.

Емпиријска анализа обухвата осам земаља Југоисточне Европе: Србију, Црну Гору, Северну Македонију, Босну и Херцеговину, Албанију, Хрватску, Бугарску и Румунију. Посматрани период протеже се од 2008. до 2024. године, чиме се обухватају године глобалне финансијске кризе, европске дужничке кризе, пандемије КОВИД-19, као и постпандемијског опоравка. Такав временски обухват омогућава свеобухватно сагледавање фактора који утичу на динамику јавног дуга у посматраним земљама и идентификовање структурних промена у фискалним политикама током различитих фаза економског циклуса.

У фокусу овог истраживања налази се испитивање утицаја одабраних детерминанти на промену јавног дуга у земљама Југоисточне Европе. У складу са дефинисаним циљем, у модел су укључене следеће независне променљиве: реални раст БДП-а, стране директне инвестиције, каматна стопа, инфлација, раст просечних годишњих зарада изражених у америчким доларима, отвореност економије и промена буџетског биланса. Зависна променљива у оквиру панел анализе представља промена удела јавног дуга у БДП-у у текућој години у односу на претходну, изражена у процентима БДП-а. Овакво

дефинисање зависне променљиве омогућава да се фокус истраживања усмери на динамику задуживања, односно на годишње варијације у нивоу јавног дуга, а не на његову апсолутну вредност или релативни ниво у појединачној години. На тај начин се обезбеђује прецизнија идентификација фактора који узрокују промене у фискалној позицији земаља током времена и омогућава анализирање краткорочних флукуација у процесу задуживања.

Подаци о висини удела јавног дуга у БДП-у по земљама и по годинама преузети су из званичне базе ММФ-а, при чему су све вредности изражене у проценту БДП-а, како би се омогућило поређење између земаља. Промена јавног дуга израчуната је као разлика између нивоа јавног дуга у БДП-у у текућој и претходној години.

Подаци за независне варијабле који су коришћени у овом истраживању преузети су из релевантних међународних извора који обезбеђују упоредивост макроекономских показатеља за земље Југоисточне Европе у периоду 2008–2024. године.

Подаци о реалном расту бруто домаћег производа, инфлацији и промени буџетског биланса преузети су са званичног сајта Међународног монетарног фонда – *World Economic Outlook Database* и базе података *IMF Data Explorer*.

Подаци о страним директним инвестицијама (нето прилив) и отворености економије (мерена као збир извоза и увоза у проценту БДП-а) преузети су са званичног сајта Светске банке из *World Development Indicators базе*. Изузетак представља податак везан за стране директне инвестиције за Србију за 2024. годину, који у тренутку обраде није био доступан у бази Светске банке. Та вредност је преузета и обрачуната са званичног сајта Народне банке Србије (НБС) (https://www.nbs.rs/sr_RS/drugi-nivo-navigacije/statistika/platni_bilans/; приступљено: 19.01.2025.) из прелиминарног извештаја.

Каматна стопа на јавни дуг није директно преузета из једног извора, већ је обрачуната на основу података ММФ-а о примарном билансу и укупном буџетском билансу, при чему је разлика између ова два показатеља третирана као издатак за камате. Тако добијена камата изражена је у проценту БДП-а, а потом нормализована композитним приступом – као каматна стопа која би одговарала ситуацији у којој је јавни дуг једнак

100% БДП-а. На овај начин добијена је упоредива каматна стопа на јавни дуг за све земље и године посматрања.

Подаци о просечним бруто зарадама у националној валути преузети су са сајта Економске комисије Уједињених нација за Европу (*UNECE*), док је конверзија зарада у америчке доларе извршена на основу званичних података ММФ-а (2025) о годишњем просечном девизном курсу.

Посебна пажња посвећена је усклађивању методологије обраде и приказа података, будући да су коришћени извори различити – ММФ, СБ и НБС. Сви подаци су проверени и прилагођени тако да буду методолошки компатибилни, при чему су примењени стандарди и дефиниције које користе међународне финансијске институције (нпр. подаци изражени у проценту БДП-а, просечне годишње стопе, номинални курсеви и сл.). Тиме је обезбеђена интерна конзистентност базе података и поузданост резултата емпиријске анализе.

Укупна база података формирана је у панел структури (земља–година), чиме је омогућено спровођење панел регресионе анализе и других метода економетријског моделирања, које ће бити детаљно објашњене у посебном поглављу методологије. Приликом прикупљања и обраде података примењивана су правила конзистентности, идентификације и импутације евентуално недостајућих вредности, како би се очувала валидност и поузданост истраживања.

3.5. Сагледавање висине јавног дуга у посматраним земљама

Као кључни део емпиријског истраживања, анализа висине и кретања јавног дуга у земљама Југоисточне Европе пружа основу за дубље разумевање фискалне динамике региона и идентификацију специфичних економских и институционалних образаца који обликују задуженост појединачних држава. У овом сегменту дисертације спроводи се дескриптивна анализа кретања јавног дуга у периоду од 2008. до 2024. године, са циљем да се осветли историјска перспектива и уоче критични моменти који су значајно утицали на фискалну позицију посматраних земаља.

Приказом висине јавног дуга за сваку земљу појединачно – укључујући Србију, Црну Гору, Северну Македонију, Босну и Херцеговину, Албанију, Хрватску, Бугарску и

Румунију – обухвата се временски оквир који је карактерисан бројним економским шоковима и циклусима, попут глобалне финансијске кризе (2008–2009), европске дужничке кризе (2011–2012), пандемије КОВИД-19 (2020–2021) и енергетских и геополитичких нестабилности изазваних сукобом у Украјини (2022–2024.). Ови догађаји оставили су дубок траг у јавним финансијама анализираних земаља и одразили се на структуру, динамику и одрживост јавног дуга.

У дескриптивном делу, висина јавног дуга биће изражена номинално, али и као проценат БДП-а, што омогућава поређење између земаља и релативну процену фискалног оптерећења сваке земље. Овакав индикатор представља стандардну методу у фискалним анализама, јер омогућава да се ниво дуга сагледа у контексту величине привреде. Кроз табеларне и графичке приказе биће идентификовани трендови акумулације дуга, фазе фискалне консолидације, као и нагли пораста услед ванредних економских шокова.

Међутим, у оквиру економетријског моделирања које следи у каснијим поглављима дисертације, користиће се годишња промена удела јавног дуга у БДП-у (%), односно разлика између висине удела јавног дуга у БДП-у у текућој и претходној години. Овакав приступ омогућава прецизнију процену ефеката одабраних макроекономских детерминанти на динамику дуга, елиминишући притом проблеме који произилазе из временски зависних трендова у серијама са нивоима. Коришћење првих разлика доприноси стабилности модела и смањењу потенцијалне пристрасности која може произаћи из непостојаности временских серија, што је у складу са савременим економетријским праксама (Gujarati и Porter, 2009; Wooldridge, 2002).

У том смислу, дескриптивна анализа нивоа јавног дуга служи као увод у дубљу квантитативну обраду, пружајући контекст и визуелни оквир који помаже у интерпретацији резултата регресионе анализе детерминанти раста јавног дуга у посматраним земљама.

3.5.1. Висина јавног дуга у Републици Србији

Кретање јавног дуга Републике Србије у периоду од 2008. до 2024. године рефлектује вишеструке фискалне, макроекономске и институционалне изазове са којима се земља суочавала током протекле деценије и по. Иако подаци указују на готово континуиран

раст јавног дуга у апсолутном износу, релативни удео дуга у БДП-у показује знаке стабилизације у другој половини посматраног периода. Тај тренд резултат је комбинације фактора – пре свега реалног раста економске активности и спроведених мера фискалне консолидације, али и утицаја инфлаторних кретања која су номинално увећала БДП, смањујући тако релативни терет дуга у националној економији (ММФ, 2018; 2023).

Табела 16 – Кретање јавног дуга у Републици Србији у интервалу од 2008. до 2024. године

Године	Јавни дуг (у милијардама америчких долара)	Јавни дуг (% БДП-а)	Промена удела јавног дуга (%)
2008.	15,9	29,40	-0,60
2009.	15,3	32,60	3,20
2010.	16,5	38,20	5,60
2011.	21,5	42,00	3,80
2012.	23,3	51,70	9,70
2013.	27,3	54,10	2,40
2014.	31,2	63,50	9,40
2015.	27,7	67,10	3,60
2016.	27,4	65,00	-2,10
2017.	25,4	55,30	-9,70
2018.	27,0	51,10	-4,20
2019.	26,7	49,50	-1,60
2020.	30,3	54,30	4,80
2021.	35,3	53,60	-0,70
2022.	34,0	50,90	-2,70
2023.	37,2	45,70	-5,20
2024.	39,6	44,50	-1,20

Извор: Обрачун аутора на основу података са сајта ММФ-а, доступно на:
https://www.imf.org/external/datamapper/GGXWDG_NGDP@WEO/SRB/BIH/BGR/HRV/ALB/MKD/ROU/MNE;
<https://www.imf.org/external/datamapper/NGDPD@WEO/SRB/ALB/BIH/BGR/HRV/MNE/MKD/ROU>

Подаци приказани у Табели 16 указују на готово константан раст јавног дуга Србије у апсолутном износу током целокупног посматраног периода. Укупни јавни дуг повећан је са 15,9 милијарди америчких долара у 2008. години на 39,6 милијарди долара у 2024. години, што представља више него дуплирање номиналног износа за нешто више од деценије и по. Овај тренд раста одражава како ефекте континуираног финансирања буџетских дефицита, тако и акумулацију нових задуживања ради отплате доспелих обавеза и финансирања јавних инвестиција.

Посебно се издваја период од 2010. до 2014. године, у којем долази до најинтензивнијег повећања апсолутног износа дуга, што је у складу са продубљивањем фискалног дефицита и порастом потребе за рефинансирањем током посткризног периода. Након 2015. године номинални јавни дуг се најпре смањује (са 27,7 милијарди америчких долара у 2015. на 25,4 у 2017.), затим благо осцилира (27,0 у 2018; 26,7 у 2019), да би потом ушао у фазу раста до краја посматраног периода, уз привремени пад у 2022. години. Овакав динамичан ток кретања номиналног дуга делимично се може објаснити номиналним ефектима инфлације, осцилацијама девизног курса и растом трошкова финансирања на међународном тржишту капитала.

На основу података приказаних у Табели 16 који се односе на релативно учешће јавног дуга у номиналном БДП-у, могу се уочити неколико фаза у његовој динамици. Ове фазе су у великој мери корелисане са економским шоковима и фискалним политикама које су биле спровођене у датом временском оквиру.

У периоду непосредно пре и током глобалне финансијске кризе (2008–2009.), јавни дуг Србије кретао се на релативно умереним нивоима – 29,4% БДП-а у 2008. и 32,6% у 2009. години. Међутим, почев од 2010. године бележи се убрзан раст дуга, који кулминира 2015. године када достиже свој максимум од 67,1% БДП-а. Овај раст може се приписати комбинацији фактора: пада привредне активности, раста фискалног дефицита, повећања каматних трошкова и потребе за рефинансирањем претходно емитованих обвезница.

Након 2015. године видљив је тренд фискалне консолидације. Захваљујући спроведеним мерама штедње, реформама у јавном сектору и повољнијим условима задуживања, ниво јавног дуга почиње постепено да опада – са 67,1% у 2015. на 49,5%

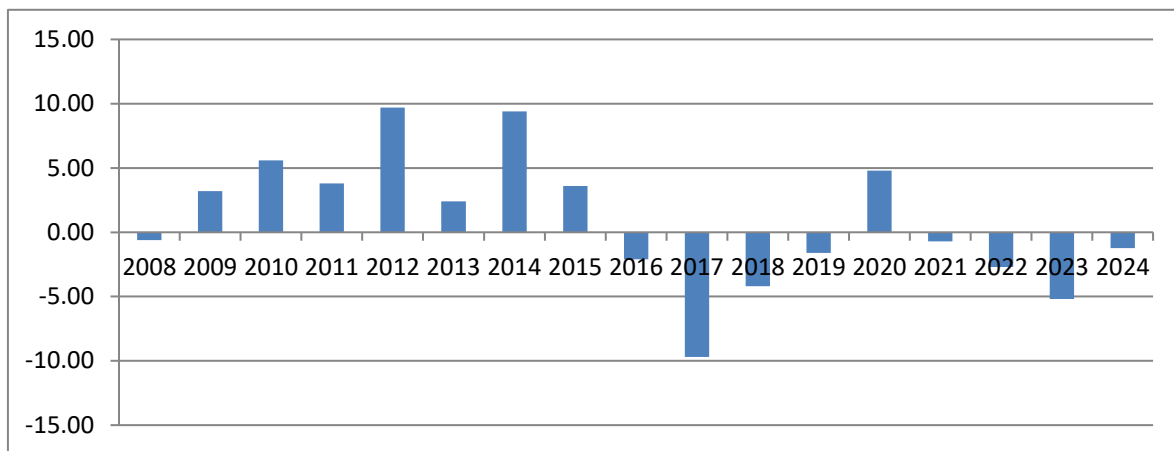
БДП-а у 2019. години. Овај период фискалне дисциплине био је пресудан за враћање јавних финансија на одржив пут.

Ипак, пандемија КОВИД-19 током 2020. године доводи до новог раста јавног дуга на 54,3% БДП-а услед повећања јавне потрошње ради подршке привреди и здравству, као и пада буџетских прихода. Иако се у 2021. и 2022. години бележи благи пад релативног односа дуга и БДП-а, тек у 2023. години долази до значајнијег смањења на 45,7% БДП-а, да би у 2024. години достигао најнижи ниво још од 2011. године.

Додатни увид у фискалну динамику Србије пружа последња колона Табеле 16, у којој је приказана годишња промена удела јавног дуга у БДП-у, изражена у процентима (%). Ове вредности представљају разлику између нивоа јавног дуга у текућој и претходној години, што омогућава мерење интензитета међугодишњег задуживања или степена фискалне консолидације. Таква серија података има посебно аналитичко значење, јер се користи у квантитативном моделирању детерминанти јавног дуга. Индикатор промене јавног дуга, за разлику од његових апсолутних нивоа, представља стабилнију и економетријски поузданију основу за процену узрочно-последичних односа између макроекономских варијабли.

У посматраном периоду, највећи годишњи раст јавног дуга забележен је 2012. године, када је удео дуга у БДП-у повећан за 9,7%, док је други најизраженији скок регистрован 2014. године (повећање од 9,4%). Ови резултати указују на интензивно задуживање државе у условима фискалне неравнотеже, успореног привредног раста и раста буџетског дефицита. Супротно томе, највеће смањење јавног дуга забележено је 2017. године, када је остварена промена од -9,7%, што представља резултат спроведених мера фискалне консолидације, повећања привредне активности и рационализације јавне потрошње.

Графикон 2 – Графички приказ годишње промене удела јавног дуга у % БДП-а у Републици Србији у интервалу 2008-2024.



Извор: Ауторски приказ на основу табеле 16.

Фискална динамика Србије у посматраном периоду осцилирала је између две крајности – фазе интензивног задуживања и фазе успешне фискалне консолидације. Овакв ток догађаја чини Србију посебно значајним случајем у оквиру регионалне компаративне анализе, јер јасно илуструје како комбинација економских и политичких одлука може дугорочно утицати на одрживост јавног дуга у земљи која се налази у процесу европских интеграција и има статус кандидата за чланство у Европској унији.

3.5.2. Волумен јавног дуга у Републици Црној Гори

Кретање јавног дуга Црне Горе у периоду од 2008. до 2024. године показује изражену фискалну волатилност и знатно већи степен задужености у односу на Србију. Као и у случају Србије, укупни јавни дуг је током посматраног периода готово номинално удвостручен, што указује на континуиран раст потреба за финансирањем буџетских дефицита и јавних расхода. Међутим, због мање економске базе, високе зависности од спољног капитала и ограниченог капацитета домаћих прихода, удео јавног дуга у БДП-у у Црној Гори био је знатно виши и у појединим годинама премашивао чак 100% БДП-а. Такав ниво задужености одражава изразиту осетљивост јавних финансија на спољне шокове и макроекономске поремећаје, посебно током глобалне финансијске кризе и пандемије КОВИД-19. У периоду након 2021. године, видљив је релативни пад удела дуга у БДП-у, што је делимично последица номиналног раста економске

активности и инфлаторних ефеката, али и ограничених мера фискалне консолидације у условима постепеног постпандемијског опоравка (ММФ, 2016).

Табела 17 – Кретање јавног дуга у Републици Црној Гори у интервалу од 2008. до 2024. године

Године	Јавни дуг (у милијардама долара)	Јавни дуг (% БДП-а)	Промена удела јавног дуга (%)
2008.	1,6	34,20	2,40
2009.	1,8	43,70	9,50
2010.	1,9	45,00	1,30
2011.	2,2	48,60	3,60
2012.	2,3	56,90	8,30
2013.	2,6	58,70	1,80
2014.	2,9	63,40	4,70
2015.	2,8	68,80	5,40
2016.	2,9	66,40	-2,40
2017.	3,2	66,20	-0,20
2018.	3,9	71,90	5,70
2019.	4,3	78,80	6,90
2020.	5,1	107,30	28,50
2021.	5,0	85,60	-21,70
2022.	4,4	70,60	-15,00
2023.	4,6	60,50	-10,10
2024.	5,2	62,60	2,10

Извор: Обрачун аутора на основу података са сајта ММФ-а, доступно на:
https://www.imf.org/external/datamapper/GGXWDG_NGDP@WEO/SRB/BIH/BGR/HRV/ALB/MKD/ROU/MNE;
<https://www.imf.org/external/datamapper/NGDPD@WEO/SRB/ALB/BIH/BGR/HRV/MNE/MKD/ROU>

Подаци из Табеле 17 показују да је јавни дуг Црне Горе у периоду од 2008. до 2024. године бележио континуиран раст у апсолутном износу – са 1,6 милијарди америчких долара у 2008. години на 5,2 милијарде у 2024. години. Овај пораст, који представља више него троструко увећање дуга за нешто више од једне деценије, одражава продужену фискалну неравнотежу и зависност јавних финансија од спољних извора

финансирања. Најинтензивнији раст забележен је након 2017. године, када дуг прелази границу од 3 милијарде долара и наставља да расте услед повећане јавне потрошње и задуживања током периода пандемије. Упркос благом смањењу у 2021. и 2022. години, апсолутни ниво јавног дуга остаје висок, што указује на трајну фискалну рањивост и ограничене могућности буџетске консолидације у условима успореног економског раста.

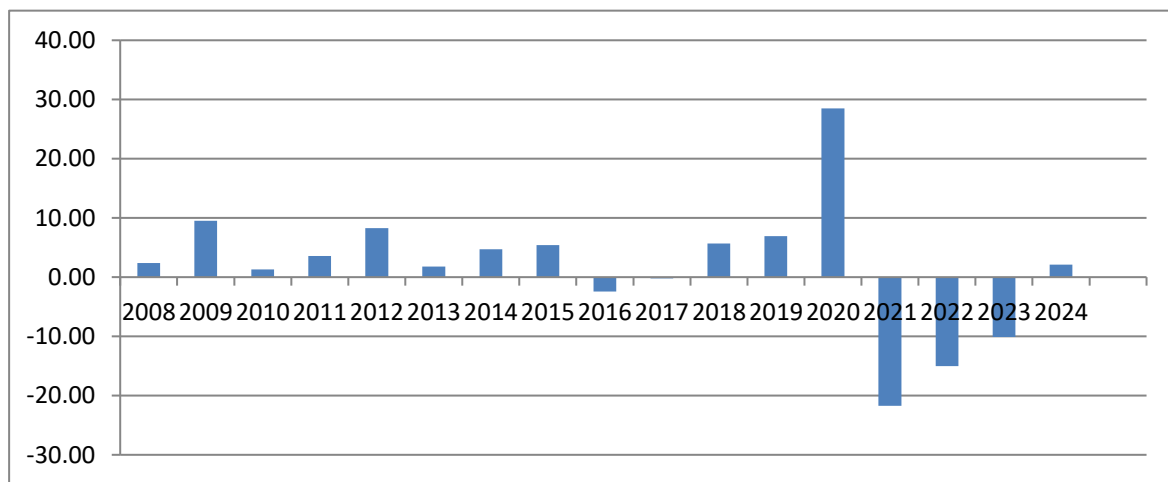
Међународни монетарни фонд у свом извештају *Montenegro: Selected Issues* из 2016. године истиче да су фискалне и спољне неравнотеже у великој мери последица слабих извозних перформанси и ограниченог простора за вођење независне монетарне и фискалне политике. Трговински биланс Црне Горе остаје хронично неповољан, што повећава осетљивост земље на спољне шокове и доводи у питање дугорочну одрживост високог јавног и спољног дуга. У извештају се наглашава да структурна слабост извозног сектора, високи производни трошкови и ниска додата вредност производа указују на потребу за реформама које би повећале продуктивност, конкурентност и инвестициону атрактивност земље (ММФ, 2016).

У том контексту, стални раст јавног дуга у апсолутном износу представља одраз не само буџетских дефицита, већ и структурних ограничења економије која не успева да оствари довољан извозни и производни потенцијал. Иако је након 2021. године забележена умерена стабилизација, апсолутни ниво дуга наставља да расте, што потврђује да је смањење релативног удела дуга у БДП-у пре свега последица номиналног раста и инфлаторних ефеката, а не суштинске промене у фискалној позицији.

Према подацима из Табеле 17 везаних за удео јавног дуга у БДП-у и његову годишњу промену, јавни дуг Црне Горе је 2008. године износио 34,2% БДП-а, уз годишњи раст од 2,4%, што је означило почетак постепеног тренда повећања задужености. У годинама након глобалне финансијске кризе, дуг континуирано расте – у 2009. години удео достиже 43,7% БДП-а (порао од 9,5%), а до 2015. године достиже 68,8% БДП-а, уз годишњи раст који флукуира у широком интервалу (1,3% до 8,3%). Овај период карактерише повећано ослањање на спољно финансирање ради покрића буџетских дефицита и финансирања јавних расхода у условима ограничених домаћих прихода.

У периоду од 2016. до 2019. године ниво задужености остаје висок и креће се у опсегу од 66% до 79% БДП-а, при чему су годишње промене углавном умерене (од -2,4% до 6,9%). Најдраматичнији скок бележи се 2020. године, када удео јавног дуга нагло расте за 28,5%, достижући 107,3% БДП-а, што представља директну последицу ванредне фискалне потрошње и повећаних расхода током пандемије КОВИД-19. У наредне три године уследила је фискална консолидација, праћена смањењем удела јавног дуга за укупно 46,8%, тако да је 2023. године удео дуга у БДП-у смањен на 60,5%.

Графикон 3 – Графички приказ годишње промене удела јавног дуга у % БДП-а у Републици Црној Гори у интервалу 2008-2024.



Извор: Ауторски приказ на основу табеле 17.

Оваква динамика јавног дуга указује на изразиту осетљивост јавних финансија Црне Горе на спољне шокове и макроекономске циклусе, али и на постојање одређеног потенцијала за фискалну корекцију када се економски услови стабилизују. Истовремено, релативно велике међугодишње промене јавног дуга одражавају структуралну нестабилност економије и ограничену способност државе да у дужем року одржи стабилан ниво задужености без спољне подршке.

3.5.3. Динамика јавног дуга у Северној Македонији

Јавни дуг Северне Македоније у периоду од 2008. до 2024. године показује постепено, али континуирано повећање, које је посебно изражено током кризних година, уз ограничене периоде стабилизације. У апсолутном износу, дуг је порастао са 2,04

милијарде америчких долара у 2008. години на 9,15 милијарди долара у 2024., што представља више него четвороструко увећање у анализираном периоду.

Овај тренд раста одражава комбинацију фактора – повећане јавне потрошње у условима успореног економског раста, финансирања буџетских дефицита, као и спољних шокова који су утицали на потребу за задуживањем. Иако је Северна Македонија током већег дела посматраног периода задржала умерен ниво задужености у односу на величину економије, удео јавног дуга у БДП-у после 2019. године показује видљив раст, пре свега услед последица пандемије КОВИД-19, повећаних социјалних издатака и мера подршке привреди. Истовремено, фискална политика је настојала да очува стабилност јавних финансија, што је резултирало релативно ограниченим осцилацијама након 2021. године (Ministry of Finance of the Republic of North Macedonia, 2021).

Табела 18 – Кретање јавног дуга у Републици Северној Македонији у интервалу од 2008. до 2024. године

Године	Јавни дуг (у милијардама долара)	Јавни дуг (% БДП-а)	Промена јавног дуга (%)
2008.	2,04	20,60	-2,90
2009.	2,23	23,70	3,10
2010.	2,29	24,30	0,60
2011.	2,91	27,70	3,40
2012.	3,29	33,70	6,00
2013.	3,68	34,00	0,30
2014.	4,32	38,00	4,00
2015.	3,83	38,00	0,00
2016.	4,24	39,70	1,70
2017.	4,47	39,40	-0,30
2018.	5,13	40,40	1,00
2019.	5,09	40,40	0,00
2020.	6,29	50,80	10,40
2021.	7,38	52,70	1,90
2022.	7,04	50,40	-2,30
2023.	8,01	50,80	0,40
2024.	9,15	54,80	4,00

Извор: Обрачун аутора на основу података са сајта ММФ-а, доступно на: https://www.imf.org/external/datamapper/GGXWDG_NGDP@WEO/SRB/BIH/BGR/HRV/ALB/MKD/ROU/MNE;

<https://www.imf.org/external/datamapper/NGDPD@WEO/SRB/ALB/BIH/BGR/HRV/MNE/MKD/ROU>

Подаци из Табеле 18 показују јасну тенденцију растућег јавног дуга Северне Македоније у апсолутном износу током периода 2008–2024. године, уз умерене осцилације у појединим годинама. Период од 2008. до 2012. године карактерише релативно умерен пораст јавног дуга, у условима постепеног опоравка од ефеката глобалне финансијске кризе. Након тога, између 2013. и 2018. године, приметан је интензивнији раст, када дуг расте са 3,68 на 5,13 милијарди долара, што је последица ширења јавне потрошње и финансирања капиталних пројеката.

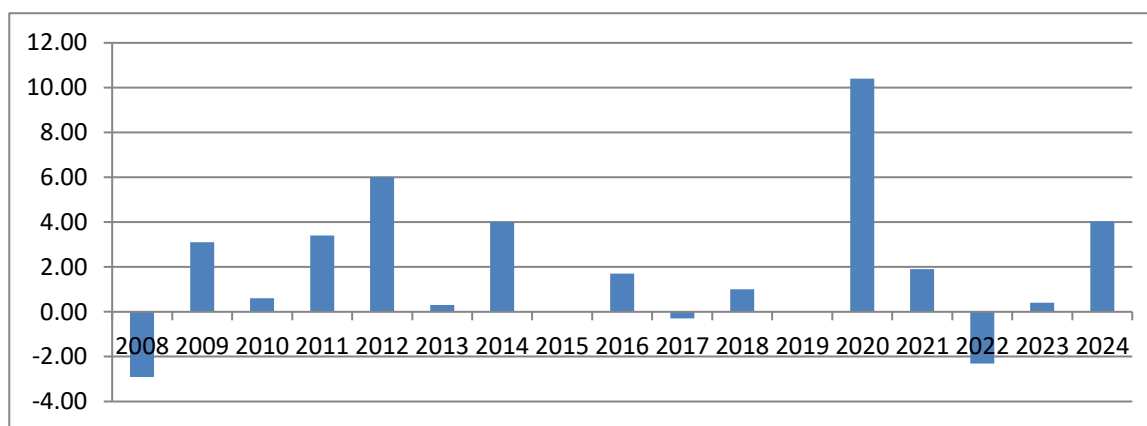
Период након 2019. године доноси најизраженију експанзију дуга. У 2020. години јавни дуг нагло расте на 6,29 милијарди долара, што представља директан ефекат повећане фискалне потрошње ради ублажавања последица пандемије КОВИД-19, финансирања здравственог система и подршке привреди. У наредним годинама, дуг наставља да расте и достиже 7,38 милијарди у 2021. и чак 9,15 милијарди долара у 2024. години, што одражава потребу за континуираним финансирањем дефицита и услуге постојећих обавеза.

Трећа и четврта колона Табеле 18 показују постепено, али континуирано повећање удела јавног дуга у бруто домаћем производу Северне Македоније током посматраног периода, уз изражене осцилације које су уско повезане са економским циклусима и фискалним политикама. У 2008. години јавни дуг износио је 20,6% БДП-а, а до 2012. године постепено је повећан на 33,7%, што одражава последице глобалне финансијске кризе и мере подршке привреди. Период између 2013. и 2019. године карактерише релативна стабилност, уз умерене годишње промене од највише неколико процентних поена, што указује на умерено задуживање у условима контролисане фискалне политике.

Нагли преокрет настаје 2020. године, када удео јавног дуга у БДП-у скаче за 10,4% и достиже ниво од 50,8% БДП-а, што представља директну последицу повећања буџетског дефицита и јавне потрошње ради ублажавања последица пандемије КОВИД-

19. У наредне две године бележи се умерен раст до 52,7% у 2021. години, а затим благо смањење на 50,4% у 2022, што указује на почетак фискалне консолидације. Међутим, 2024. године јавни дуг поново расте и достиже 54,8% БДП-а, што потврђује да се процес стабилизације јавних финансија одвија споро и под утицајем спољних фактора, као што су инфлаторни притисци и раст трошкова финансирања.

Графикон 4 – Графички приказ годишње промене удела јавног дуга у % БДП-а у Републици Северној Македонији у интервалу 2008-2024.



Извор: Ауторски приказ на основу табеле 18.

Генерално посматрано, Северна Македонија је задржала умерен ниво задужености у поређењу са осталим земљама региона, али истовремено показује ограничен фискални простор за одговор на будуће шокове. Одржавање фискалне дисциплине и даље представља кључан изазов у условима текућих макроекономских неизвесности и реформских обавеза које произилазе из процеса европских интеграција.

3.5.4. Сагледавање нивоа задужености Босне и Херцеговине

Јавни дуг Босне и Херцеговине у периоду 2008–2024. одражава релативно стабилну, али повремено осцилирајућу фискалну политику, уз умерен ниво задужености у поређењу са другим земљама региона. Након глобалне финансијске кризе, земља је бележила постепено повећање задужености, што је последица ниског привредног раста, структурних ограничења и континуираних буџетских дефицита. Иако је укупан ниво дуга остајао испод просека региона и у границама Мастрихта, структура јавних финансија указује на ограничен простор за контрацикличну фискалну политику и високу зависност од међународних финансијских институција. Посматрано у

апсолутним износима, јавни дуг је повећан са 5,8 милијарди долара у 2008. години на 9,7 милијарди долара у 2024. години, што представља готово двоструко увећање у периоду од шеснаест година. Такав тренд одражава потребу за континуираним финансирањем дефицита на свим нивоима власти (државном, ентитетском и кантоналном), као и ограничену могућност унутрашњег финансирања услед ниске домаће штедње и плитког финансијског тржишта (ММФ, 2023).

Табела 19 – Кретање јавног дуга у Босни и Херцеговини у интервалу од 2008. до 2024. године

Године	Јавни дуг (у милијардама долара)	Јавни дуг (% БДП-а)	Промена јавног дуга (%)
2008.	5,81	30,30	12,10
2009.	6,43	36,40	6,10
2010.	7,26	42,20	5,80
2011.	7,64	40,90	-1,30
2012.	7,52	43,60	2,70
2013.	7,96	43,80	0,20
2014.	8,76	47,10	3,30
2015.	7,61	46,40	-0,70
2016.	7,69	44,90	-1,50
2017.	7,09	38,60	-6,30
2018.	7,15	34,90	-3,70
2019.	6,80	33,20	-1,70
2020.	7,52	37,10	3,90
2021.	8,43	35,60	-1,50
2022.	7,62	31,00	-4,60
2023.	8,72	31,60	0,60
2024.	9,70	32,80	1,20

Извор: Обрачун аутора на основу података са сајта ММФ-а, доступно на:
https://www.imf.org/external/datamapper/GGXWDG_NGDP@WEO/SRB/BIH/BGR/HRV/ALB/MKD/ROU/MNE;
<https://www.imf.org/external/datamapper/NGDPD@WEO/SRB/ALB/BIH/BGR/HRV/MNE/MKD/ROU>

Подаци из Табеле 19 показују постепан раст јавног дуга Босне и Херцеговине у номиналном износу током периода 2008–2024. године. Укупни дуг повећан је са 5,81 милијарди америчких долара у 2008. на 9,70 милијарди долара у 2024. години, што представља готово удвостручење за нешто више од једне деценије. У првом делу посматраног периода, од 2008. до 2014. године, јавни дуг је порастао за око 3 милијарде долара, што одражава утицај глобалне финансијске кризе и спори опоравак економске активности. Након 2015. године, дуг се краткотрајно стабилизује, али од 2019. године поново бележи убрзан раст.

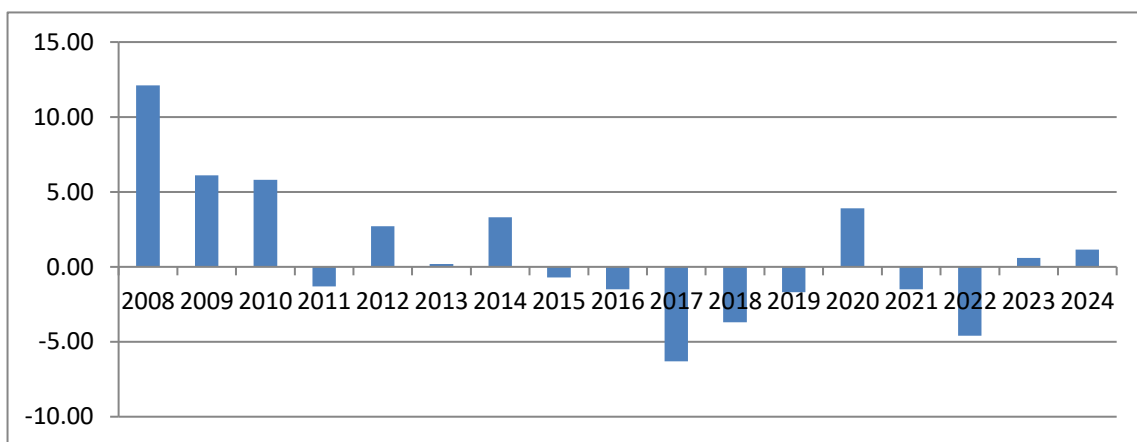
Изражен скок јавног дуга приметан је током 2020. и 2021. године, када он расте са 6,8 на 8,43 милијарди долара, као последица повећане јавне потрошње и финансирања здравственог и социјалног система током пандемије КОВИД-19. Упркос благом паду у 2022. години, већ 2023. и 2024. дуг достиже највише вредности у посматраном периоду, што указује на наставак задуживања ради сервисирања постојећих обавеза и покрића буџетских дефицита. Иако ниво дуга остаје умерен у поређењу са земљама региона, фискални простор је ограничен, док зависност од спољних извора финансирања остаје трајна карактеристика јавних финансија Босне и Херцеговине (ММФ, 2023).

Са аспекта нивоа и годишње промене удела јавног дуга у БДП-у, подаци из Табеле 19 показују изражену динамику задуживања Босне и Херцеговине у периоду 2008–2024. године, уз јасно разграничене фазе раста и смањења фискалног оптерећења. У првим годинама анализе, од 2008. до 2010. године, удео јавног дуга у БДП-у повећан је за укупно 11,9%, што представља један од најинтензивнијих таласа задуживања у посматраном периоду. Годишње стопе раста дуга (12,1% у 2008. и 6,1% у 2009.) указују на снажан притисак на јавне финансије услед пада економске активности и повећаних трошкова кризног финансирања.

Након умереног пораста до 2014. године, када је дуг достигао 47,1% БДП-а, следи период континуираног смањења задужености. Између 2015. и 2019. године, годишње промене су углавном негативне (од $-0,7\%$ до $-6,3\%$), што указује на фазу фискалне консолидације и побољшање односа између јавног дуга и економског раста. У том периоду јавни дуг је у релативном изразу смањен за више од 13%, што представља најдужи низ позитивних резултата у управљању дугом током анализираних интервала.

Међутим, 2020. година означава прекид тог тренда: удео дуга расте за 3,9% и достиже 37,1% БДП-а, услед наглог повећања јавне потрошње током пандемије КОВИД-19 и смањења номиналног БДП-а. Иако је већ 2022. године забележен пад удела дуга на 31% БДП-а (годишња промена $-4,6\%$), у 2023. и 2024. години поново долази до умереног раста ($0,6\%$ и $1,20\%$), што указује на ограничене резултате постпандемијске консолидације.

Графикон 5 – Графички приказ годишње промене удела јавног дуга у % БДП-а у Босни и Херцеговини у интервалу 2008-2024.



Извор: Ауторски приказ на основу табеле 19.

Посматрано у целини, промена удела јавног дуга у БДП-у Босне и Херцеговине одражава циклусе између периода задуживања и фискалне консолидације. Иако је релативни удео дуга у БДП-у 2024. године ($32,80\%$) нижи него на врхунцу 2014. године, колебања у годишњим променама сугеришу да је одрживост јавних финансија и даље осетљива на спољне шокове и макроекономске поремећаје (ММФ, 2023).

3.5.5. Волатилност јавног дуга у Републици Албанији

Јавни дуг Албаније у периоду 2008–2024. године показује изражену динамику раста, уз јасне периоде фискалних притисака и накнадне консолидације. Након наглог повећања задужености током глобалне финансијске кризе и пандемије КОВИД-19, држава је у последњим годинама спровела мере фискалне дисциплине које су резултирале релативним смањењем удела дуга у БДП-у. Према подацима ММФ-а, ниво јавног дуга остаје повишен упркос снажном номиналном расту БДП-а, услед високих фискалних

дефицита и раста трошкова камата у претходном периоду. Захваљујући одговорној фискалној политици и расту прихода, јавни дуг је стабилизован и очекује се да ће до краја 2029. године износити око 50% удела у БДП-у. Истовремено, позитивни трендови у туризму, грађевинарству и домаћој потрошњи подржавају економски раст, али и даље постоје структурни изазови – ограничени фискални простор, висока емиграција у комбинацији са старењем становништва и ниска продуктивност – који ограничавају дугорочну одрживост јавних финансија. Такође, поред унутрашњих фискалних фактора, динамику јавног дуга Албаније делимично је обликовала и депресијација курса у ранијем периоду, која је повећавала трошкове сервисирања дуга израженог у страним валутама (ММФ, 2025).

Табела 20 – Кретање јавног дуга у Републици Албанији у интервалу од 2008. до 2024. године

Године	Јавни дуг (у милијардама долара)	Јавни дуг (% БДП-а)	Промена јавног дуга (%)
2008.	7,02	54,50	1,03
2009.	7,10	59,00	4,50
2010.	6,81	57,00	-2,00
2011.	7,57	58,70	1,70
2012.	7,56	61,40	2,70
2013.	8,89	69,60	8,20
2014.	9,42	71,10	1,50
2015.	8,29	72,80	1,70
2016.	8,60	72,50	-0,30
2017.	9,27	71,00	-1,50
2018.	10,57	68,70	-2,30
2019.	10,38	66,60	-2,10
2020.	11,51	75,40	8,80
2021.	13,46	74,80	-0,60
2022.	12,51	65,20	-9,60
2023.	13,80	58,40	-6,80
2024.	15,07	55,70	-2,70

Извор: Обрачун аутора на основу података са сајта ММФ-а, доступно на: https://www.imf.org/external/datamapper/GGXWDG_NGDP@WEO/SRB/BIH/BGR/HRV/ALB/MKD/ROU/MNE;

<https://www.imf.org/external/datamapper/NGDPD@WEO/SRB/ALB/BIH/BGR/HRV/MNE/MKD/ROU>

Подаци из Табеле 20 показују да је јавни дуг Албаније у периоду 2008–2024. године бележио изражен и континуиран раст у номиналном износу. Укупни јавни дуг је повећан са 7,02 милијарде америчких долара у 2008. години на 15,07 милијарди долара у 2024. години, што представља више него двоструко увећање током седамнаестогодишњег периода. Такав раст указује на продужену фискалну експанзију, чији су покретачи били јавна потрошња, финансирање инфраструктурних пројеката и повећани социјални трошкови након глобалне финансијске кризе.

Посебно изражен пораст дуга забележен је након 2019. године, када је услед пандемије КОВИД-19 значајно проширен буџетски дефицит и повећана потреба за задуживањем ради финансирања мера подршке привреди и становништву. У наредним годинама јавни дуг наставља да расте, али умеренијим темпом, пратећи постепени опоравак економске активности и јачање буџетских прихода. Иако је ниво задужености остао висок у односу на регионални просек, подаци ММФ-а (2025) указују да је Албанија спровела мере фискалне консолидације и успела да стабилизује однос јавног дуга и БДП-а захваљујући расту економије, опадању глобалних цена сировина и пажљивој фискалној политици заснованој на примарном суфициту.

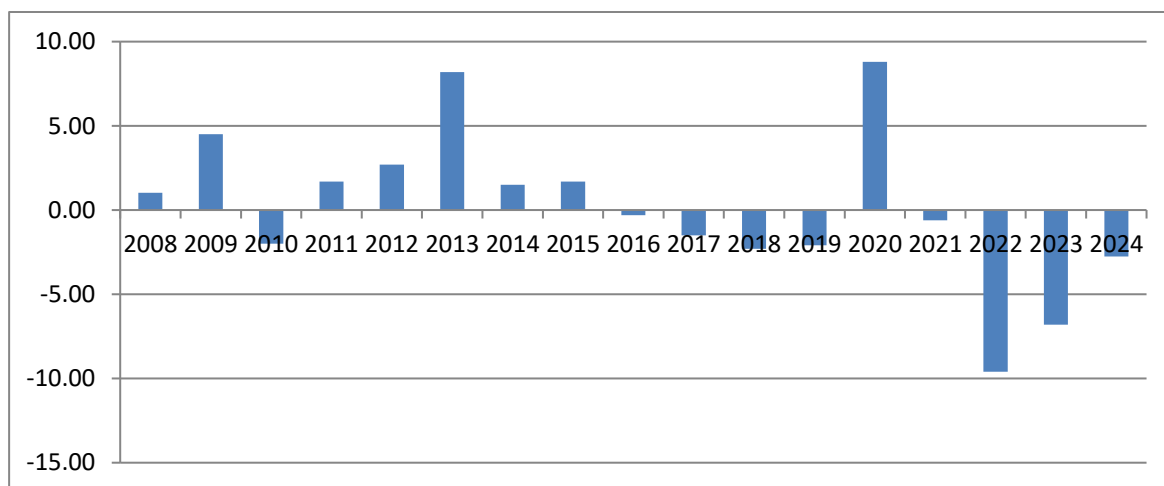
Такође, Табела 20 показује да је удео јавног дуга у БДП-у Албаније током периода 2008–2024. године пролазио кроз неколико јасно разграничених фаза које се одражавају и на годишње промене у релативном учешћу дуга. У почетном периоду (2008–2013) јавни дуг је порастао са 54,5% на 69,6% БДП-а, уз највеће годишње повећање од 8,2% у 2013. години, што одражава појачано буџетско задуживање ради финансирања јавне потрошње и инвестиција након глобалне финансијске кризе. У овом интервалу, кумулативни раст удела јавног дуга износио је више од 15% удела јавног дуга у БДП-у, што представља најинтензивнију фазу задуживања у посматраном периоду.

Од 2014. до 2019. године ниво дуга се стабилизује око 70% БДП-а, што указује на делимичну фискалну дисциплину и побољшање буџетског управљања, али без суштинског смањења релативног терета дуга. Година 2020. представља нови преломни тренутак – удео јавног дуга скаче на 75,4% БДП-а, уз међугодишњи раст од 8,8%, као

последницу повећане јавне потрошње, субвенција и финансијских мера подршке током пандемије.

У периоду након 2020. године, Албанија бележи изражену фискалну консолидацију: удео дуга се смањује за укупно 19,7%, са 75,4% у 2020. на 55,7% у 2024. години. Годишње промене показују снажан контракциони тренд – посебно у 2022. (–9,6%) и 2023. (–6,8%) – што указује на ефикасно спроведене мере буџетске штедње и повећане приходе услед раста туризма и реалног БДП-а.

Графикон 6 – Графички приказ годишње промене удела јавног дуга у % БДП-а у Републици Албанији у интервалу 2008-2024.



Извор: Ауторски приказ на основу табеле 20.

Према извештају ММФ-а (2025), овај процес одражава уравнотежену комбинацију макроекономске стабилности, контролисане јавне потрошње и побољшане ефикасности управљања дугом, али и даље уз постојање структурних ограничења као што су емиграција и демографско старење, која дугорочно утичу на фискални капацитет земље.

3.5.6. Анализа степена задужености Републике Хрватске

Јавни дуг Хрватске у периоду 2008–2024. године показује изражену динамику задуживања, са јасним фазама фискалних напрезања током економске кризе и пандемије, као и каснијом консолидацијом јавних финансија. Након периода снажног раста дуга од 2008. до 2014. године, када је удео јавног дуга у БДП-у порастао са 38,9%

на 83,2%, земља је спровела мере фискалне консолидације и структурних реформи које су довеле до постепеног смањења задужености. Према подацима ММФ-а (2024), након привременог скока током 2020. године (86,5% БДП-а), уследио је континуиран пад јавног дуга који је у 2024. години износио 57,7% БДП-а. Овај тренд потврђује позитивне ефекте одговорне фискалне политике и стабилног привредног раста подстакнутог туризмом, извозом и приливом средстава из фондова Европске уније. Истовремено, увођење евра 2023. године означило је важан институционални корак ка фискалној стабилности и монетарној интеграцији земље. Ипак, упркос видљивој стабилизацији, висока осетљивост на спољне шокове и раст каматних трошкова представљају изазове за очување одрживости јавних финансија у наредном периоду (ММФ, 2024).

Табела 21 – Кретање јавног дуга у Републици Хрватској у интервалу од 2008. до 2024. године

Године	Јавни дуг (у милијардама долара)	Јавни дуг (% БДП-а)	Промена јавног дуга (%)
2008.	26,63	54,50	1,03
2009.	29,82	59,00	4,50
2010.	33,53	57,00	-2,00
2011.	39,68	58,70	1,70
2012.	39,68	61,40	2,70
2013.	47,58	69,60	8,20
2014.	49,61	71,10	1,50
2015.	42,24	72,80	1,70
2016.	41,74	72,50	-0,30
2017.	42,80	71,00	-1,50
2018.	44,91	68,70	-2,30
2019.	43,58	66,60	-2,10
2020.	50,10	75,40	8,80
2021.	54,00	74,80	-0,60
2022.	48,81	65,20	-9,60
2023.	52,18	58,40	-6,80
2024.	53,41	55,70	-2,70

Извор: Обрачун аутора на основу података са сајта ММФ-а, доступно на: https://www.imf.org/external/datamapper/GGXWDG_NGDP@WEO/SRB/BIH/BGR/HRV/

ALB/MKD/ROU/MNE;

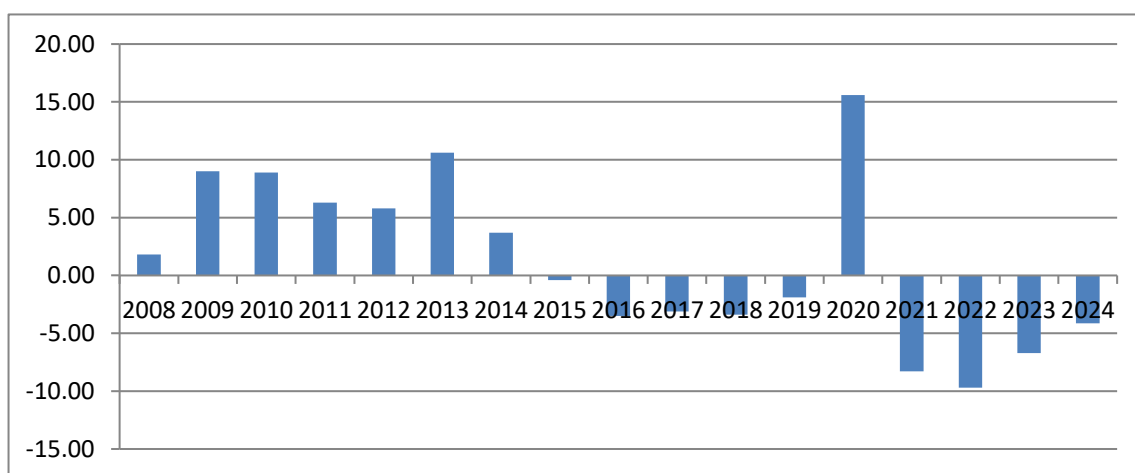
<https://www.imf.org/external/datamapper/NGDPD@WEO/SRB/ALB/BIH/BGR/HRV/MNE/MKD/ROU>

Подаци из Табеле 21 показују да је јавни дуг Хрватске у периоду 2008–2024. године бележио изражен номинални раст. Укупни износ дуга повећао се са 26,63 милијарде америчких долара у 2008. години на 53,41 милијарду долара у 2024. години, што представља двоструко увећање током шеснаестогодишњег периода. У првој половини посматраног интервала, нарочито од 2009. до 2014. године, забележен је најдинамичнији раст јавног дуга, када је његов износ повећан за преко 19 милијарди долара (са 29,82 на 49,61 милијарду). Од 2015. до 2019. године уочава се релативна стабилизација и благ пад нивоа дуга, након чега следи нови нагли пораст у 2020. и 2021. години, условљен пандемијом КОВИД-19 и повећаним јавним издвајањима. У наредном периоду, од 2022. до 2024. године, раст дуга се стабилизује и постаје умеренији, што указује на постепено уравнотежење јавних финансија након пандемијског шока.

Са аспекта релативног односа јавног дуга и БДП-а, као и годишње промене овог ратца, у почетном периоду (2008–2014) јавни дуг је нагло порастао са 38,9% на 83,2% БДП-а, што представља кумулативни раст од преко 44%. Најинтензивније повећање забележено је у 2009. и 2010. години (по 9%), као и 2013. када је раст износио 10,6%, што одражава последице глобалне финансијске кризе и дуготрајне рецесије у домаћој економији. У овој фази, раст јавног дуга био је последица смањења буџетских прихода, повећане јавне потрошње и интервенција државе ради подстицања привредне активности и стабилизације финансијског система. Од 2015. до 2019. године уочава се постепена стабилизација јавних финансија и умерено смањење удела јавног дуга у БДП-у – са 82,8% на 70,9% – што указује на ефекте фискалне консолидације и опоравак економије након приступања Европској унији. У том периоду бележи се низ узастопних негативних годишњих промена (од –0,4% до –3,5%), што потврђује континуирано побољшање буџетског салда и раст прихода. Година 2020. представља преломни тренутак када удео јавног дуга нагло расте на 86,5% БДП-а, уз међугодишње повећање од 15,6%, услед пандемије КОВИД-19, смањења привредне активности и повећаних издатака за мере подршке становништву и привреди. Ипак, у периоду након 2021. године Хрватска бележи снажан опоравак и континуиран пад јавног дуга – са

78,2% у 2021. на 57,7% у 2024. години. Смањење од укупно 20,5% БДП-а у само три године представља један од најбржих процеса фискалне консолидације у региону, подстакнут растом БДП-а, повећањем буџетских прихода и приливом средстава из фондова Европске уније. Таква динамика потврђује да је Хрватска у периоду након пандемије успела да стабилизује јавне финансије и дугорочно смањи релативно фискално оптерећење економије.

Графикон 7 – Графички приказ годишње промене удела јавног дуга у % БДП-а у Републици Хрватској у интервалу 2008-2024.



Извор: Ауторски приказ на основу табеле 21.

Сумирано, кретање јавног дуга Хрватске у периоду 2008–2024. године одражава трансформацију од високе фискалне рањивости ка стабилнијем и одрживијем финансијском положају. Након нагомилавања дуга током светске кризе и пандемије, земља је спровела успешну консолидацију јавних финансија, уз истовремени привредни раст и структурне реформе. Постепено смањење удела дуга у БДП-у, посебно након 2021. године, указује на јачање фискалне дисциплине и отпорности економије, што Хрватску сврстава међу примере ефикасног управљања јавним дугом у региону.

3.5.7. Кретање јавног дуга у Републици Бугарској

Јавни дуг Бугарске у периоду 2008–2024. године бележи динамичан номинални раст, али уз очуван веома низак ниво задужености у односу на БДП. Укупни износ дуга повећан је са 6,69 милијарди америчких долара у 2008. години на 27,02 милијарде

долара у 2024, што представља приближно четвороструко увећање током шеснаестогодишњег периода. Ипак, захваљујући стабилном економском расту и опрезној фискалној политици, удео јавног дуга у БДП-у остао је изразито низак – кретао се од 14,7% у 2008. до 24,1% у 2024. години. Највећи релативни раст забележен је у периоду 2013–2016., када је јавни дуг привремено порастао услед финансирања дефицита и санације банкарског сектора, али је убрзо након тога уследио тренд стабилизације и благог смањења. Чак и након пандемије КОВИД-19, када је дуг поново благо порастао, Бугарска је задржала један од најнижих нивоа јавног дуга у Европи, што сведочи о високом степену фискалне дисциплине и одговорном управљању јавним финансијама (ММФ, 2024).

Табела 22 – Кретање јавног дуга у Републици Бугарској у интервалу од 2008. до 2024. године

Године	Јавни дуг (у милијардама долара)	Јавни дуг (% БДП-а)	Промена јавног дуга (%)
2008.	6,69	14,70	-2,90
2009.	7,54	14,50	-0,20
2010.	7,15	14,10	-0,40
2011.	8,25	14,30	0,20
2012.	8,96	16,50	2,20
2013.	9,60	17,20	0,70
2014.	15,01	26,30	9,10
2015.	12,90	25,40	-0,90
2016.	14,56	27,00	1,60
2017.	13,58	22,90	-4,10
2018.	13,33	20,10	-2,80
2019.	12,63	18,40	-1,70
2020.	16,04	22,70	4,30
2021.	18,92	22,40	-0,30
2022.	19,50	21,50	-0,90
2023.	22,43	21,90	0,40
2024.	27,02	24,10	2,20

Извор: Обрачун аутора на основу података са сајта ММФ-а, доступно на: https://www.imf.org/external/datamapper/GGXWDG_NGDP@WEO/SRB/BIH/BGR/HRV/ALB/MKD/ROU/MNE;

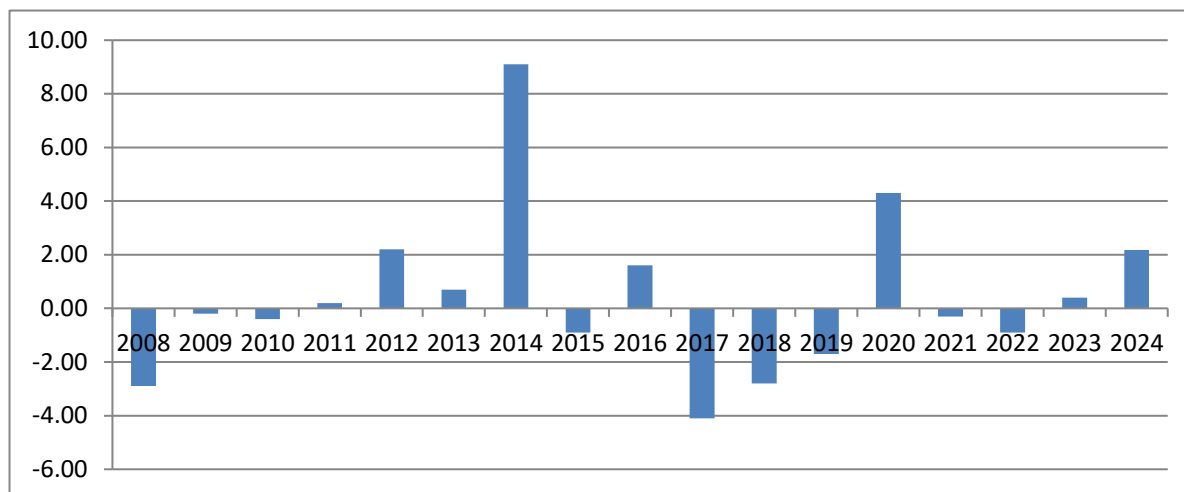
<https://www.imf.org/external/datamapper/NGDPD@WEO/SRB/ALB/BIH/BGR/HRV/MNE/MKD/ROU>

Подаци из Табеле 22 показују да је током периода 2008–2024. године јавни дуг Бугарске изразито порастао у номиналном износу, али без већих поремећаја у динамици задуживања. Укупна вредност дуга порасла је са 6,69 милијарди америчких долара у 2008. години на 27,02 милијарде у 2024., што указује на стабилан, али умерен темпо задуживања у дужем временском хоризонту, када се у обзир узме динамика номиналног раста производње. Интензивнији раст забележен је у раздобљу од 2013. до 2016. године, када је држава повећала фискалне издатке ради финансијске стабилизације и подршке банкарском сектору након кризних догађаја у финансијском систему. Након тога следи фаза релативне стабилности и смањења нивоа дуга до 2019. године, што је резултат контролисане фискалне политике и уравнотежених јавних расхода. Пандемија КОВИД-19 је 2020. године привремено преокренула овај тренд, изазвавши повећање задужености, али је већ након 2021. године забележен повратак умереном расту и очувана стабилност јавних финансија. Оваква динамика потврђује да је Бугарска током посматраног периода задржала висок ниво буџетске дисциплине и један од најнижих степена задужености у Европи.

Релативни показатељи стања и динамике јавног дуга из Табеле 22 потврђују да је удео јавног дуга у БДП-у Бугарске у периоду 2008–2024. године остао на релативно ниском нивоу, уз умерене осцилације које су пратиле кретања економске активности и фискалне политике земље. У почетном периоду (2008–2013.) јавни дуг је растао са 14,7% на 17,2% БДП-а, уз годишње промене од –2,9% до 2,2%, што указује на умерено повећање задужености у условима глобалне финансијске кризе и потребе за фискалном подршком економији. Највећи релативни пораст забележен је у 2014. години, када је удео јавног дуга достигао 26,3% БДП-а, уз међугодишње повећање од 9,1%, да би након тог периода уследила постепена стабилизација и континуирано смањење удела јавног дуга у БДП-у – са 27% у 2016. на 18,4% у 2019. години – што одражава ефекте опрезне фискалне политике, контроле јавне потрошње и раста привредне активности. Током пандемије КОВИД-19, 2020. године, јавни дуг је привремено порастао на 22,7% БДП-а, уз годишњу промену од 4,3%, али је већ у наредном периоду (2021–2022) ниво задужености поново снижен, што потврђује отпорност бугарских јавних финансија. У

последњим годинама анализiranог периода, удео јавног дуга благо расте и достиже 24,1% БДП-а у 2024. години, али остаје међу најнижима у Европској унији.

Графикон 8 – Графички приказ годишње промене удела јавног дуга у % БДП-а у Републици Бугарској у интервалу 2008-2024.



Извор: Ауторски приказ на основу табеле 22.

Кретање јавног дуга Бугарске у посматраном временском интервалу указује на постојање стабилног и предвидивог фискалног оквира, уз минималне ризике по одрживост јавних финансија. Иако су поједине кризне године донеле умерени пораст задужености, земља је доследно одржавала висок ниво фискалне дисциплине и спроводила конзервативну буџетску политику. Низак удео јавног дуга у БДП-у, који се континуирано налази међу најнижима у Европској унији, потврђује ефикасност институционалног управљања јавним финансијама и позиционира Бугарску као једну од најстабилнијих држава у региону.

3.5.8. Амплитуда јавног дуга у Републици Румунији

Јавни дуг Румуније у периоду 2008–2024. године карактерише снажан и континуиран раст, праћен повећањем структурних јавних расхода и упорним буџетским дефицитима. Иако се ниво дуга задржава испод Мастрихтског прага од 60% БДП-а, динамика његовог раста указује на дуготрајне фискалне притиске и ограничен капацитет јавних прихода. Румунија је током последње деценије спроводила експанзивну фискалну политику, са порастом плата и пензија у јавном сектору, као и

субвенцијама за енергенте и социјалну заштиту, што је довело до ширења структурног дефицита. Након периода успоравања консолидације после 2019. године, раст дуга је настављен, али у оквиру европских стандарда одрживости. Као највећа економија југоисточне Европе по броју становника, Румунија представља пример земље која, упркос израженој динамици задуживања, одржава релативну фискалну стабилност захваљујући приливу средстава из фондова Европске уније и снажном инвестиционом расту (ММФ, 2023).

Табела 23 – Кретање јавног дуга у Републици Румунији у интервалу од 2008. до 2024. године

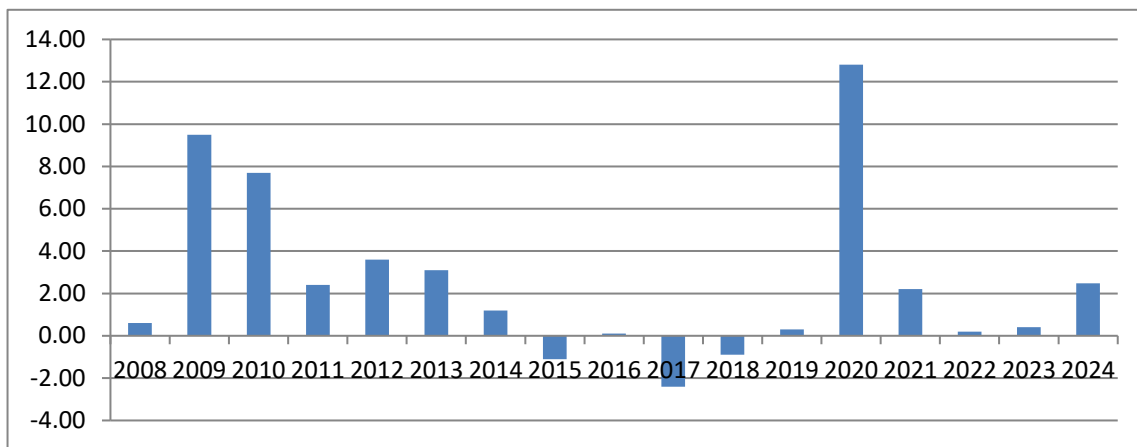
Године	Јавни дуг (у милијардама долара)	Јавни дуг (% БДП-а)	Промена јавног дуга (%)
2008.	28,02	13,00	0,60
2009.	39,28	22,50	9,50
2010.	51,44	30,20	7,70
2011.	62,87	32,60	2,40
2012.	64,88	36,20	3,60
2013.	74,61	39,30	3,10
2014.	80,63	40,50	1,20
2015.	70,08	39,40	-1,10
2016.	73,21	39,50	0,10
2017.	78,11	37,10	-2,40
2018.	88,20	36,20	-0,90
2019.	91,85	36,50	0,30
2020.	124,42	49,30	12,80
2021.	147,69	51,50	2,20
2022.	153,51	51,70	0,20
2023.	182,79	52,10	0,40
2024.	208,96	54,60	2,50

Извор: Обрачун аутора на основу података са сајта ММФ-а, доступно на:
https://www.imf.org/external/datamapper/GGXWDG_NGDP@WEO/SRB/BIH/BGR/HRV/ALB/MKD/ROU/MNE;
<https://www.imf.org/external/datamapper/NGDPD@WEO/SRB/ALB/BIH/BGR/HRV/MNE/MKD/ROU>

Подаци из Табеле 23 показују да је јавни дуг Румуније у периоду 2008–2024. године бележио континуиран и изразито динамичан раст у номиналном износу. Укупни износ дуга повећао се са 28,02 милијарде америчких долара у 2008. години на 208,96 милијарди долара у 2024, што представља више од седмоструког увећања током шеснаестогодишњег периода. Најбржи раст дуга забележен је у раздобљу између 2009. и 2014. године, када је номинални дуг готово утростручен услед продужене фискалне експанзије, повећане јавне потрошње и мера за стабилизацију привреде након глобалне финансијске кризе. Након релативне стабилизације у периоду 2015–2019, уследио је снажан скок у 2020. и 2021. години под утицајем пандемије КОВИД-19, када је држава финансирала антикризне мере и подршку становништву и привреди. У последњим годинама анализираних периода (2022–2024.) задуженост наставља да расте, али умеренијим темпом, што указује на настојање ка фискалној консолидацији и постепено уравнотежење јавних финансија.

Са друге стране, индикатори релативног односа јавног дуга и БДП-а, приказани у Табели 23 показују да је удео јавног дуга у БДП-у Румуније у овом периоду бележио континуирани раст, одражавајући дуготрајне фискалне дефиците и ограничену способност државе да одржи стабилан буџетски баланс. У првом делу посматраног периода (2008–2014) јавни дуг је повећан за више од три пута у релативном износу – са 13% на 40,5% БДП-а – што је последица продужене рецесије, пада прихода и потребе за финансирањем јавне потрошње. У наредном петогодишњем интервалу (2015–2019) уочава се релативна стабилизација нивоа дуга и благ пад његовог удела, захваљујући убрзаном расту БДП-а и умерено рестриктивној фискалној политици. Ипак, пандемија КОВИД-19 2020. године изазива снажан преокрет – удео дуга нагло расте за готово 13%, достижући ниво од 49,3% БДП-а, услед смањења прихода и великог раста буџетских издатака. У периоду након пандемије раст дуга се наставља, али умеренијим темпом, тако да је у 2024. години удео јавног дуга у БДП-у већи за око 41% у односу на 2008. годину. Оваква динамика указује на постепени прелазак Румуније из групе ниско задужених земаља ка умереном нивоу задужености, уз контролисан раст у условима постепене фискалне консолидације.

Графикон 9 – Графички приказ годишње промене удела јавног дуга у % БДП-а у Републици Румунији у интервалу 2008-2024.



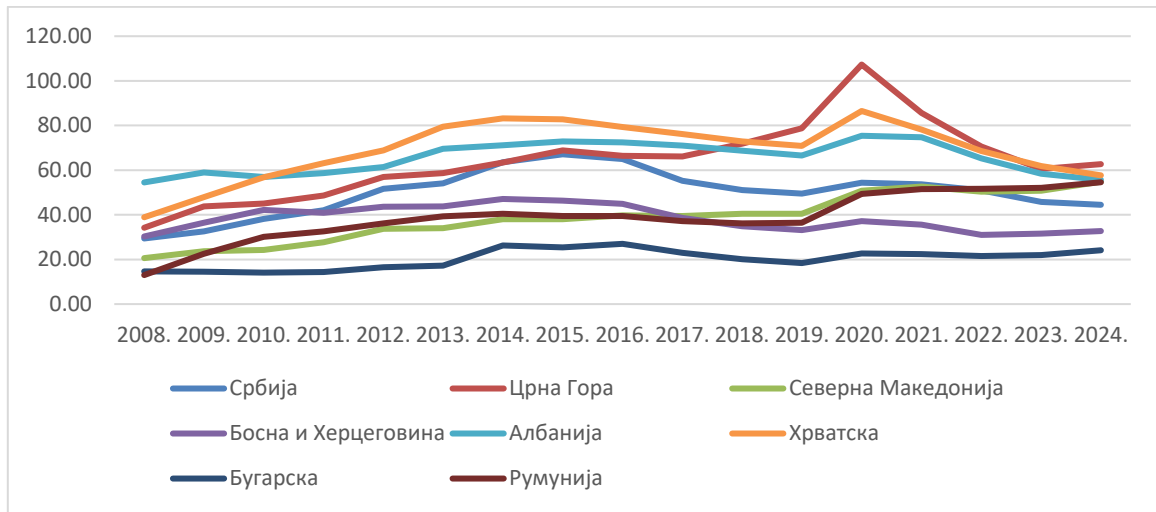
Извор: Ауторски приказ на основу табеле 23.

Коначно, кретање јавног дуга Румуније у периоду 2008–2024. године указује на снажан, али контролисан раст фискалног оптерећења, уз очувану стабилност јавних финансија. Иако су продужени буџетски дефицити и раст структурних расхода допринели повећању дуга, земља је задржала ниво задужености испод критичних прагова и очувала макроекономску стабилност. Такав исход потврђује способност Румуније да у условима повећаних фискалних притисака одржи одрживост јавног дуга и релативно стабилну позицију у регионалном оквиру.

3.6. Сличности и разлике у кретању јавног дуга земаља Југоисточне Европе (2008–2024.)

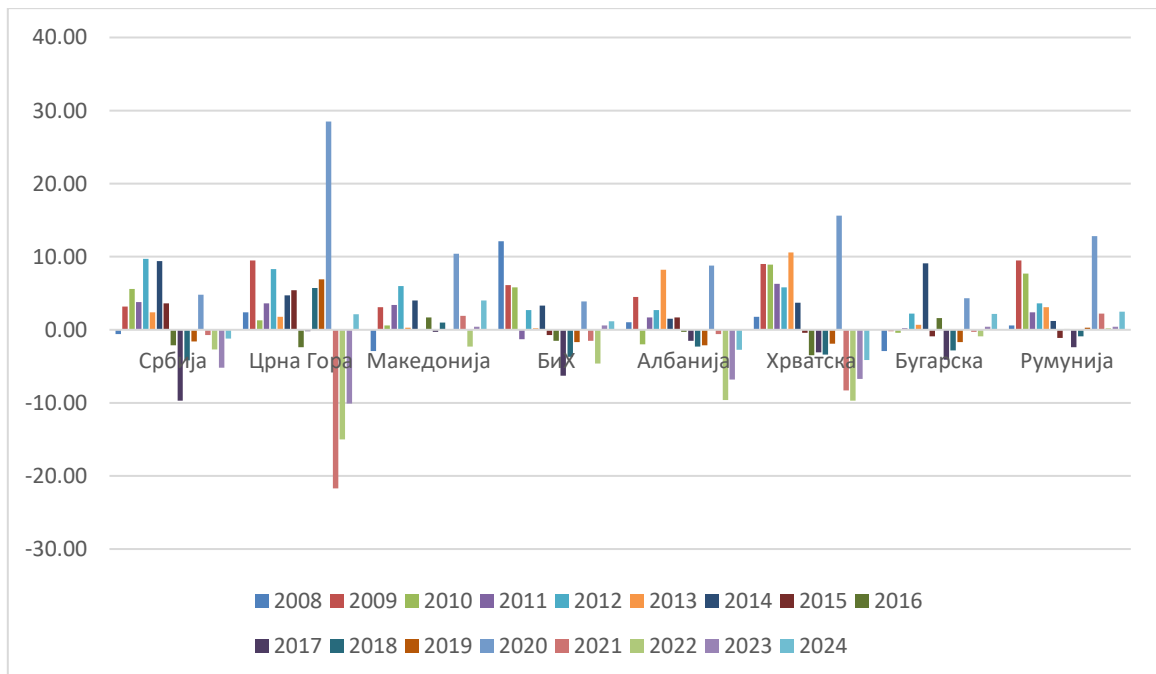
Анализа јавног дуга земаља Југоисточне Европе у периоду од 2008. до 2024. године, приказана кроз графиконе 10 и 11, омогућава сагледавање заједничких образаца и разлика у фискалним кретањима посматраних држава. Иако су све земље региона биле изложене сличним глобалним и регионалним економским шоковима, њихов фискални одговор, структура задуживања и степен фискалне дисциплине показали су одређене разлике – како у погледу интензитета промена номиналног јавног дуга, тако и у његовој релативној висини израженој у проценту бруто домаћег производа (БДП).

Графикон 10 – Компаративни приказ промене удела јавног дуга у БДП-у у земљама Југоисточне Европе изражену % БДП-а у посматраном периоду



Извор: Ауторски приказ на основу табела 16, 17, 18, 19, 20, 21, 22 и 23.

Графикон 11 – Компаративни приказ годишње промене удела јавног дуга у % БДП-а у земљама Југоисточне Европе у интервалу од 2008. до 2024. године



Извор: Ауторски приказ на основу табела 16, 17, 18, 19, 20, 21, 22 и 23.

Једна од кључних сличности међу анализираним земљама јесте изражена тенденција раста јавног дуга током периода глобалних и економских криза. Готово све посматране државе – Србија, Црна Гора, Северна Македонија, Босна и Херцеговина, Албанија, Хрватска, Бугарска и Румунија – бележе изражен пораст јавног дуга током финансијске кризе 2008–2009. године, затим услед ефеката европске дужничке кризе, а нарочито у периоду пандемије КОВИД-19. Наиме, пандемијска криза је у готово свим земљама региона довела до повећања јавне потрошње, пада фискалних прихода и појачаног задуживања у циљу ублажавања социјално-економских последица. То се нарочито огледа у случају Црне Горе, чији јавни дуг премашује 100 % БДП-а у 2020. години, што представља један од највиших нивоа задужености у региону.

Након кризних периода, већина земаља приступа фискалној консолидацији и стабилизацији јавних финансија. Србија од 2015. године спроводи постепену консолидацију јавних расхода и смањење дефицита, што доводи до значајног пада удела јавног дуга у БДП-у. Сличан тренд присутан је и у Хрватској и Румунији након пандемије, док су Бугарска и Босна и Херцеговина током целог посматраног периода успевале да задрже јавни дуг испод 50 % БДП-а. Таква кретања указују на већи степен фискалне отпорности и стабилније јавне финансије у поређењу са остатком региона.

Динамика промена јавног дуга, приказана на Графикону 11, показује различит интензитет фискалних реакција међу земљама. Током кризних година долази до наглог повећања задужености, док се у периодима стабилности бележи смањење или стагнација. Србију, Бугарску и Румунију карактеришу умерене, али постојане корекције јавног дуга, док Црна Гора и Албанија бележе израженије осцилације, што указује на нижи степен фискалне отпорности и већу зависност од екстерног финансирања.

Разлике у фискалној дисциплини и институционалној способности спровођења економских политика значајно утичу на способност држава да смање јавни дуг у периодима економске стабилности. Србија, Бугарска и Румунија показују релативно доследан приступ у спровођењу мера штедње и реформи које су довеле до постепеног смањења јавног дуга, док друге земље, попут Црне Горе, и поред уложених напора, и даље бележе високе нивое задужености.

Закључно, анализа јавног дуга земаља Југоисточне Европе потврђује високу осетљивост фискалних система на глобалне економске поремећаје, али и јасно раздваја земље са стабилним фискалним оквиром од оних које се ослањају на *ad hoc* прилагођавања. Отпорније економије – попут Бугарске, Србије (после 2015.) и Хрватске (после 2021.) – успешно су спојиле фискалну дисциплину, контролу расхода и развој домаћих тржишта капитала, чиме су обезбедиле одрживост дуга и смањиле зависност од спољних извора финансирања. Румунија и Северна Македонија су у посматраном периоду показала умерену фискалну дисциплину, док на супрот овим земљама, Црна Гора, Албанија и делимично Босна и Херцеговина и даље показују ограничене институционалне капацитете за спровођење дугорочних фискалних стратегија, што их чини рањивијим на спољне шокове и промене финансијских услова. Ове разлике указују да одрживост јавног дуга у региону не зависи само од нивоа задужености, већ пре свега од квалитета фискалне политике, макроекономске стабилности и способности државе да у кризним условима реагује правовремено и кредибилно. Таква сазнања представљају основу за емпиријско испитивање детерминанти јавног дуга које следи у наредним поглављима, где ће се квантитативно тестирати утицај реалног раста БДП-а, страних директних инвестиција, каматних стопа, инфлације, раста просечних годишњих зарада у доларима, отвореност економије и промена буџетског биланса на одрживост јавног дуга земаља Југоисточне Европе.

IV КЉУЧНИ МАКРОЕКОНОМСКИ ИНДИКАТОРИ КАО ФАКТОРИ ОБИМА И СТРУКТУРЕ ЈАВНОГ ДУГА

4.1. Реални раст БДП-а и његово место у динамици јавног дуга

Реални раст БДП-а представља један од најзначајнијих макроекономских индикатора, јер одражава сукцесивну промену у нивоу производње и економске активности, очишћену од утицаја инфлације. На тај начин избегава се њено двоструко третирање у моделу, будући да је инфлација већ укључена као независна варијабла. У контексту јавног дуга, овај показатељ има пресудан значај, будући да одређује способност економије да сервисира постојеће обавезе и одржи дугорочну фискалну стабилност. Повећање реалног БДП-а води ка расту пореских прихода, смањењу фискалног дефицита и релативном паду удела јавног дуга у БДП-у, што указује на побољшање одрживости јавних финансија (ЕЦБ, 2013).

Са друге стране, успоравање економског раста или појава рецесије имају супротан ефекат – смањују фискалне приходе, повећавају потребу за задуживањем и доводе до раста односа јавног дуга према БДП-у. Управо због тога, реални раст БДП-а представља један од кључних фактора који посредују између фискалне политике, јавних расхода и динамике дуга. Његов утицај није једнозначан: док краткорочни раст може бити последица фискалног стимулуса и јавне потрошње, дугорочни одрживи раст подразумева структурне реформе, инвестиције у продуктивност и стабилност макроекономског окружења (Goskov и Makreshanska Mladenovska, 2019).

Подаци о реалном расту БДП-а преузети су из званичне базе података ММФ-а (ММФ, 2025). Позитивна вредност стопе указује на раст реалног БДП-а, док негативна означава пад економске активности, односно рецесију. Оваква интерпретација омогућава идентификацију циклуса експанзије и контракције, као и процену њиховог утицаја на одрживост јавног дуга у земљама Југоисточне Европе.

4.1.1. Сагледавање реалног раста БДП-а у Републици Србији

Реални раст бруто домаћег производа представља један од кључних показатеља економског стања и развојног потенцијала Републике Србије. У последњим годинама, раст српске економије све више се ослања на сектор услуга и грађевинарства, уз

стабилан допринос индустрије и инвестиција. Иако су пољопривреда и извоз подложни сезонским и спољним шоковима, реални БДП је у 2024. години забележио раст од 3,9%, што указује на консолидовани опоравак и постепено јачање унутрашње тражње (СБ, 2025). У периоду од 2008. до 2024. године реални БДП Србије кретао се у распону од –3,10% до 7,90%, при чему је просечна годишња стопа раста износила 2,08% (обрачунато на основу Табеле 24). Ови подаци указују на умерен, али континуиран тренд економског раста током анализираних година, уз изражене флукуације током кризних година и постепену стабилизацију након 2015. године. Тиме је Србија показала способност постепеног јачања економске активности и отпорност на спољне шокове, што је позитивно утицало на фискалну стабилност и динамику јавног дуга. Табела 24 приказује кретање реалног раста БДП-а у периоду од 2008. до 2024. године и омогућава увид у циклусе економске експанзије и контракције, као и утицај глобалних и домаћих фактора на привредни раст.

Табела 24 – Сагледавање реалног раста БДП-а у Републици Србији за посматрани период

Године	Реални раст БДП-а (%)
2008.	5,20
2009.	–3,10
2010.	1,60
2011.	0,10
2012.	–0,40
2013.	0,50
2014.	–1,80
2015.	1,30
2016.	3,00
2017.	2,40
2018.	4,60
2019.	4,80
2020.	–1,00
2021.	7,90
2022.	2,60
2023.	3,80
2024.	3,90

Извор: Преузето са сајта ММФ-а, доступно на:

https://www.imf.org/external/datamapper/NGDP_RPCH@WEO/SRB/MNE/MKD/BIH/ALB/HRV/BGR/ROU

Највећи пад реалног БДП-а забележен је 2009. године, када је економска активност опала за 3,10%, што се може довести у везу са последицама глобалне финансијске кризе која је снажно погодила и привреду Србије. Након те године економија је постепено показивала знаке опоравка, уз скроман раст у наредним годинама, мада су 2012. и 2014. обележене благим падовима производње. Период од 2016. до 2019. године карактерише стабилан и релативно висок раст, са највећим годишњим повећањем од 4,80% у 2019. години, што указује на стабилизацију макроекономског окружења.

Пандемијска 2020. година донела је нови пад од 1,00%, али је већ у 2021. години остварен снажан опоравак са растом од 7,90%, што сведочи о високом степену отпорности домаће економије. Последње доступне године, 2023. и 2024., бележе умерен, али стабилан раст од 3,80% и 3,90%, што указује на наставак позитивних трендова у економском развоју Србије и постепено учвршћивање стабилног пута раста.

Графикон 12 – Графички приказ реалног раста БДП-а у Републици Србији за посматрани период



Извор: ауторски приказ на основу Табеле 24.

Графикон 12 омогућава јасније уочавање динамике реалног раста БДП-а у Србији током анализираног периода. Видљиво је да су током првих година након глобалне финансијске кризе доминирали изражени падови и благи опоравци, док је након 2015. године дошло до стабилизације и постепеног убрзања економске активности. Посебно се издваја период снажног опоравка након пандемије 2020. године, када је раст БДП-а достигао историјски максимум од 7,90% у 2021. години. У завршном делу периода, графикон показује умерен, али стабилан раст, што указује на континуитет у јачању економских основа и укупну отпорност привреде на спољне економске шокове.

4.1.2. Узроци раста БДП-а у Републици Црној Гори

Црногорска економија је изразито отвореног карактера и у великој мери ослоњена на туризам, услуге и грађевинарство, док индустријски и пољопривредни сектор имају мањи удео у стварању БДП-а. Та структура чини привреду осетљивом на спољне шокове, сезонске осцилације и промене у глобалној потражњи, што се јасно одразило на њене циклусе раста и рецесије (СБ, 2025). У периоду од 2008. до 2024. године реални БДП Црне Горе кретао се у распону од –15,30% до 13,00%, при чему је просечна годишња стопа раста износила 2,56% (обрачунато на основу Табеле 25). Ови подаци указују на изразиту волатилност економске активности, условљену снажним утицајем спољних фактора као што су глобална финансијска криза, пандемија COVID-19 и зависност од туризма као кључног сектора. Табела 25 приказује кретање реалног раста БДП-а у периоду од 2008. до 2024. године и омогућава увид у фазе експанзије и рецесије које су дефинисале привредну динамику Црне Горе.

Табела 25 – Сагледавање реалног раста БДП-а у Републици Црној Гори за посматрани период

Године	Реални раст БДП-а (%)
2008.	7,20
2009.	–5,80
2010.	2,70
2011.	3,20
2012.	–2,70
2013.	3,50
2014.	1,80
2015.	3,40
2016.	2,90
2017.	4,70
2018.	5,10
2019.	4,10
2020.	–15,30
2021.	13,00
2022.	6,40
2023.	6,30
2024.	3,00

Извор: Преузето са сајта ММФ-а, доступно на:

https://www.imf.org/external/datamapper/NGDP_RPCH@WEO/SRB/MNE/MKD/BIH/ALB/HRV/BGR/ROU

Црна Гора је 2008. годину завршила са импресивним растом од 7,20%, али је већ наредне године забележен значајан пад од 5,8%, што је била директна последица глобалне економске кризе. Након тога, у периоду од 2010. до 2019. године, економија је углавном бележила позитиван раст, са изузетком 2012. године, када је дошло до пада од 2,70%. Најимпресивнији раст остварен је током 2017. и 2018. године, са стопама од 4,70% и 5,10%, што указује на релативну стабилност и снажан развој туристичког и услужног сектора.

Изузетно драматичан пад догодио се 2020. године, када је реални БДП смањен за чак 15,30%, што је био директан ефекат пандемије КОВИД-19, која је снажно погодила економију Црне Горе, посебно сектор туризма. Уследио је снажан опоравак 2021. године са растом од 13,00%, што указује на брзину и ефикасност економског опоравка након кризе. Позитивни трендови настављени су и у наредним годинама, са стопама раста од 6,40% и 6,30% у 2022. и 2023. години, док се за 2024. годину предвиђа успоравање раста на око 3,00%, што указује на постепено стабилизовање привредне активности након периода снажних флукуација.

Графикон 13 – Графички приказ реалног раста БДП-а у Републици Црној Гори за посматрани период



Извор: ауторски приказ на основу табеле 25.

Графички приказ кретања реалног раста БДП-а у Црној Гори омогућава јасно уочавање изразите волатилности привредне активности током посматраног периода. Видљиви су снажни падови у кризним годинама, посебно 2009. и 2020, као и нагли опоравци који су уследили непосредно након њих. Након драматичног пада током пандемије, економија Црне Горе је показала висок степен флексибилности и прилагодљивости, уз релативно брз повратак на позитивне стопе раста. Завршне године анализираног

периода показују тенденцију стабилизације и умереног успоравања, што указује на улазак привреде у фазу уравнотеженог раста, али и на трајну зависност од спољних економских утицаја и сезоналних фактора.

4.1.3. Проматрање реалног раста БДП-а у Републици Северној Македонији

Привреда Северне Македоније је високо детерминисана процесом европских интеграција и приступом заједничком тржишту. Након спроведене "Агенде реформи", Северна Македонија је постала прва земља региона Западног Балкана која је остварила право на предфинансирање у оквиру "Плана раста ЕУ" (СБ, 2025). У периоду од 2008. до 2024. године реални БДП ове земље кретао се у распону од $-4,70\%$ до $5,50\%$, при чему је просечна годишња стопа раста износила $2,29\%$ (обрачунато на основу Табеле 26). Ови подаци указују на умерен, али релативно стабилан раст економске активности, уз повремене флукуације условљене спољним шокovima и унутрашњим структурним ограничењима. Табела 26 приказује кретање реалног раста БДП-а у периоду од 2008. до 2024. године и омогућава увид у економске циклусе који су обликовали привредни развој Северне Македоније у посматраном периоду.

Табела 26 – Сагледавање реалног раста БДП-а у Републици Северној Македонији за посматрани период

Године	Реални раст БДП-а (%)
2008.	5,50
2009.	-0,40
2010.	3,40
2011.	2,30
2012.	-0,50
2013.	2,90
2014.	3,60
2015.	3,90
2016.	2,80
2017.	1,10
2018.	2,90
2019.	3,90
2020.	-4,70
2021.	4,50
2022.	2,80
2023.	2,10
2024.	2,80

Извор: Преузето са сајта ММФ-а, доступно на:

https://www.imf.org/external/datamapper/NGDP_RPC@WEO/SRB/MNE/MKD/BIH/ALB/HRV/BGR/ROU

Северна Македонија је 2008. годину започела са солидним растом БДП-а од 5,50%, након чега је уследио мањи пад од 0,40% у 2009. години, што је била последица глобалних економских турбуленција. У периоду од 2010. до 2019. године, земља је углавном бележила стабилан и позитиван раст, са вредностима које су се кретале између 1,10% и 3,90%, док је изузетак представљала 2012. година са благим падом од 0,5%.

Пандемија КОВИД-19 негативно је утицала на економију Северне Македоније, што се јасно уочава кроз пад БДП-а од 4,70% у 2020. години. Ипак, земља је показала одређени степен отпорности и релативно се брзо опоравила, остваривши раст од 4,50% у 2021. години. Позитивни трендови настављени су умереним темпом у наредним годинама, са стопама раста од око 2,80% у 2022. и 2024. години и нешто нижим растом од 2,10% у 2023. години, што указује на стабилизацију привредне активности и постепено јачање економских основа земље.

Графикон 14 – Графички приказ реалног раста БДП-а у Републици Северној Македонији за посматрани период



Извор: ауторски приказ на основу табеле 26.

Графикон 14 визуализује кретање реалног раста БДП-а у Северној Македонији и омогућава јасно сагледавање умереног, али релативно стабилног привредног раста током већег дела посматраног периода. Видљиви су краткотрајни падови током кризних година, као и постепени опоравак након 2020. године, што указује на

отпорност економије на спољне шокове. У завршном делу периода уочава се стабилизација и одржавање умереног раста, што потврђује постепено јачање макроекономске стабилности и континуитет у спровођењу одговорне економске политике.

4.1.4. Анализа реалног раста економије у Босни и Херцеговини

Републику Босну и Херцеговину карактерише умерен и стабилан раст, али ипак недовољан за приближавање животном стандарду земаља Европске уније. Иако земља бележи макроекономску стабилност, фискалне суфиците и смањење јавног дуга, дугорочни изазови попут емиграције становништва и ограничених инвестиционих капацитета и даље успоравају њен пут ка одрживом и инклузивном развоју (СБ, 2025). У периоду од 2008. до 2024. године реални БДП ове земље кретао се у распону од – 3,00% до 7,40%, док је просечна годишња стопа раста износила 2,21% (обрачунато на основу Табеле 27). Ови подаци указују на умерен, али континуиран економски раст, са повременим осцилацијама условљеним спољним шоковима и ограниченим домаћим инвестиционим капацитетом. Ипак, упркос релативно спором темпу раста, привреда Босне и Херцеговине показала је знаке постепене стабилизације и консолидације након кризних периода, што указује на постепено јачање економских основа. Табела 27 приказује кретање реалног раста БДП-а у периоду од 2008. до 2024. године и пружа увид у развојне трендове и стабилизационе фазе привреде Босне и Херцеговине.

Табела 27 – Сагледавање реалног раста БДП-а у Босни и Херцеговини за посматрани период

Године	Реални раст БДП-а (%)
2008.	5,40
2009.	–3,00
2010.	0,90
2011.	1,00
2012.	–0,80
2013.	2,30
2014.	1,20
2015.	4,30
2016.	3,20
2017.	3,20
2018.	3,80
2019.	2,90
2020.	–3,00

2021.	7,40
2022.	4,20
2023.	2,00
2024.	2,50

Извор: Преузето са сајта ММФ-а, доступно на:

https://www.imf.org/external/datamapper/NGDP_RPCH@WEO/SRB/MNE/MKD/BIH/ALB/HRV/BGR/ROU

Босна и Херцеговина је 2008. годину завршила са солидним растом од 5,40%, али је већ у 2009. години забележен пад од 3,00%, што је била последица глобалне економске кризе. Током наредних неколико година раст је био релативно умерен, са повременим падовима, као што је 2012. година када је забележен негативан раст од 0,80%. Од 2013. године уочава се стабилнији и континуиранији раст, нарочито у периоду од 2015. до 2018. године, када су стопе раста биле изнад 3,00%, са врхунцем од 4,30% у 2015. години.

Пандемијска 2020. година донела је нови пад од 3,00%, међутим, Босна и Херцеговина се релативно брзо опоравила и већ 2021. године забележила импресиван раст од 7,40%, што указује на снажан повратак економске активности. Позитивни трендови настављени су и у наредним годинама, са процењеним стопама раста од 4,20% у 2022. и нешто нижим, али стабилним растом од око 2,00% до 2,50% у 2023. и 2024. години, што указује на постепену стабилизацију и умерен раст након периода криза.

Графикон 15 – Графички приказ реалног раста БДП-а у Босни и Херцеговини за посматрани период



Извор: ауторски приказ на основу табеле 27.

Графички приказ кретања реалног раста БДП-а у Босни и Херцеговини показује релативно стабилан, али умерен економски раст током већег дела посматраног периода. Уочљиви су краткотрајни падови током кризних година, посебно 2009, 2012. и 2020, након којих је следио постепен опоравак и враћање на позитивне стопе раста. Период након 2021. године обележен је уравнотеженијим растом, што указује на јачање макроекономске стабилности и постепено побољшање фискалне позиције земље. Ови трендови потврђују да је привреда Босне и Херцеговине, упркос ограниченим ресурсима и структурним изазовима, показала способност адаптације и отпорности на спољне шокове.

4.1.5. Праћење динамике реалног раста БДП-а у Републици Албанији

Албанија спроводи значајне структурне реформе које имају за циљ да подрже економски раст, повећају продуктивност и конкурентност привреде, створе нова радна места и унапреде управљање и пружање јавних услуга. Унапређена регионална повезаност и приступ регионалним и глобалним тржиштима, у комбинацији са диверзификацијом извоза и тржишта, могу додатно подстаћи бржи економски раст и убрзати конвергенцију са економијама Европске уније (СБ, 2025). У периоду од 2008. до 2024. године реални БДП ове земље кретао се у распону од $-3,30\%$ до $9,00\%$, док је просечна годишња стопа раста износила $3,24\%$ (обрачунато на основу Табеле 28). Ови подаци указују на стабилан и постепено убрзан економски раст, уз изражен опоравак након кризних година и све већу отпорност албанске економије на спољне шокове. Посебно се истиче утицај структурних реформи и пораста инвестиција у инфраструктуру, који су у знатној мери допринели убрзању економске активности у последњем делу посматраног периода. Табела 28 приказује кретање реалног раста БДП-а у периоду од 2008. до 2024. године и омогућава увид у развојне трендове и промене у структури економског раста Албаније.

Табела 28 – Сагледавање реалног раста БДП-а у Републици Албанији за посматрани период

Године	Реални раст БДП-а (%)
2008.	7,50
2009.	3,40
2010.	3,70
2011.	2,50

2012.	1,40
2013.	1,00
2014.	1,80
2015.	2,20
2016.	3,30
2017.	3,80
2018.	4,00
2019.	2,10
2020.	-3,30
2021.	9,00
2022.	4,80
2023.	3,90
2024.	4,00

Извор: Преузето са сајта ММФ-а, доступно на:

https://www.imf.org/external/datamapper/NGDP_RPC@WEO/SRB/MNE/MKD/BIH/ALB/HRV/BGR/ROU

На основу података из Табеле 28 може се закључити да је Албанија у посматраном периоду показала прилично динамичан, али и неуједначен тренд реалног раста БДП-а. Период започиње снажним растом од 7,50% у 2008. години, након чега долази до успоравања изазваног глобалном економском кризом – 2009. године раст опада на 3,40%, али остаје у позитивној зони.

У наредним годинама бележи се постепено смањење стопе раста, која 2013. године достиже најнижи ниво у овом делу деценије – свега 1,00%. Од 2014. године следи фаза опоравка и стабилизације, при чему БДП расте у распону од 1,80% до 4,00% закључно са 2018. годином, што указује на релативно здраву, иако умерену динамику привредног раста.

Година 2019. бележи успоравање на 2,10%, а затим следи пад од -3,30% у 2020. години као последица утицаја пандемије КОВИД-19. Ипак, већ наредне године долази до снажног опоравка – реални БДП расте за 9,00% у 2021. години, што представља највишу стопу раста у анализираном периоду.

У годинама које следе (2022–2024.), раст се стабилизује и креће у интервалу од 3,90% до 4,00%, што указује на повратак ка одрживијим и уравнотеженијим стопама економског раста, као и на јачање макроекономске стабилности и отпорности албанске привреде.

Графикон 16 – Графички приказ реалног раста БДП-а у Републици Албанији за посматрани период



Извор: ауторски приказ на основу табеле 28.

Графикон 16 приказује кретање реалног раста БДП-а у Албанији за посматрани период. Дата визуелнизација јасно илуструје неуједначену, али генерално позитивну путању економске активности. Уочавају се изражени падови током кризних година, посебно 2013. и 2020, као и снажан опоравак након пандемије, који је резултирао највишом стопом раста у 2021. години. Након тог периода, економија Албаније улази у фазу стабилнијег и одрживијег раста, што указује на јачање основа макроекономске стабилности и постепено унапређење структуре привреде.

4.1.6. Анализа волумена реалног раста БДП-а у Републици Хрватској

Хрватска економија је током посматраног периода прошла кроз изразито турбулентан циклус раста и рецесије. Након дубоке рецесије изазване глобалном финансијском кризом, земља је спровела фискалну консолидацију и структурне реформе које су поставиле основу за стабилан опоравак и каснији улазак у Европску унију. У периоду од 2008. до 2024. године реални раст БДП-а ове земље кретао се у распону од $-8,30\%$ до $12,60\%$, док је просечна годишња стопа раста износила $1,45\%$ (обрачунато на основу Табеле 29). Ови подаци указују на снажне циклусе раста и пада, условљене најпре глобалном финансијском кризом, а затим и пандемијом КОВИД-19, али и на способност хрватске економије да се релативно брзо опорави након кризних шокова. Табела 29 приказује кретање реалног раста БДП-а у периоду од 2008. до 2024. године и омогућава увид у фазе рецесије, опоравка и стабилизације које су обликовале привредни развој Хрватске.

Табела 29 – Сагледавање реалног раста БДП-а у Републици Хрватској за посматрани период

Године	Реални раст БДП-а (%)
2008.	2,00
2009.	-6,80
2010.	-1,30
2011.	-0,10
2012.	-2,30
2013.	-0,10
2014.	-0,60
2015.	2,30
2016.	3,50
2017.	3,30
2018.	2,90
2019.	3,10
2020.	-8,30
2021.	12,60
2022.	7,30
2023.	3,30
2024.	3,80

Извор: Преузето са сајта ММФ-а, доступно на:

https://www.imf.org/external/datamapper/NGDP_RPCH@WEO/SRB/MNE/MKD/BIH/ALB/HRV/BGR/ROU

Период почиње умереним растом од 2,00% у 2008. години, али већ наредне године, услед глобалне финансијске кризе, долази до наглог пада реалног раста БДП-а од -6,80%, што представља једну од најдубљих рецесија у региону. У годинама које следе (2010–2014.), раст остаје негативан или стагнира, са најнижом тачком од -2,30% у 2012. години. Ова фаза указује на дуготрајан и тежак опоравак од кризе, као и на структурне слабости хрватске економије у том периоду.

Од 2015. године започиње позитиван тренд: реални БДП бележи раст од 2,30%, а затим и стабилан раст у наредним годинама, и то: 3,50% у 2016, 3,30% у 2017. и 3,10% у 2019. години, што указује на период економске консолидације и стабилности.

Година 2020. доноси нови шок услед пандемије КОВИД-19, када се бележи негативан реални раст БДП-а од -8,30%, што је један од најдубљих падова међу земљама Југоисточне Европе. Ипак, опоравак је био изузетно снажан – већ 2021. године Хрватска бележи раст од чак 12,60%, што представља највишу стопу у посматраном

периоду. У последње три године (2022–2024.) раст се нормализује, али остаје на задовољавајућем нивоу (7,30% у 2022.; 3,30% у 2023. и 3,80% у 2024. години), што указује на одрживост привредног раста у постпандемијском контексту и постепено јачање стабилности макроекономског окружења.

Графикон 17 – Графички приказ реалног раста БДП-а у Републици Хрватској за посматрани период



Извор: ауторски приказ на основу табеле 29.

Графички приказ кретања реалног раста БДП-а у Хрватској јасно показује изражене циклусе рецесије и опоравка који су обликовали економску динамику земље током посматраног периода. Уочљив је дубок пад током глобалне финансијске кризе, као и снажан раст након 2015. године, када је економија ушла у фазу стабилизације и постепеног јачања конкурентности. Пандемија КОВИД-19 донела је привремени прекид позитивних трендова, али је брз и интензиван опоравак у 2021. години показао висок степен адаптивности хрватске привреде. Завршни део периода карактерише стабилан и уравнотежен раст, што указује на јачање економских основа и дугорочну одрживост развојног пута Хрватске.

4.1.7. Кретање реалног раста БДП-а у Републици Бугарској

Кретање реалног БДП-а у Бугарској током посматраног периода карактеришу фазе стабилног раста, повремених осцилација и значајних шокова изазваних спољним факторима. Након почетног успоравања, привреда је постепено консолидована и усмерена ка одрживом расту, уз унапређење конкурентности и јачање домаће тражње. У периоду од 2008. до 2024. године реални раст БДП-а ове земље кретао се у распону

од $-3,30\%$ до $7,80\%$, док је просечна годишња стопа раста износила $2,14\%$ (обрачунато на основу Табеле 30). Ови подаци указују на релативно стабилан и одржив економски раст, уз умерене осцилације које су углавном биле условљене глобалним кризама и утицајем спољне тражње. Табела 30 приказује кретање реалног раста БДП-а у периоду од 2008. до 2024. године и пружа увид у развојне токове и фазе стабилизације бугарске економије.

Табела 30 – Сагледавање реалног раста БДП-а у Републици Бугарској за посматрани период

Године	Реални раст БДП-а (%)
2008.	6,10
2009.	-3,30
2010.	1,60
2011.	2,10
2012.	0,70
2013.	-0,50
2014.	0,90
2015.	3,40
2016.	3,00
2017.	2,70
2018.	2,50
2019.	3,80
2020.	-3,20
2021.	7,80
2022.	4,00
2023.	1,90
2024.	2,80

Извор: Преузето са сајта ММФ-а, доступно на:

https://www.imf.org/external/datamapper/NGDP_RPC@WEO/SRB/MNE/MKD/BIH/ALB/HRV/BGR/ROU

Период почиње снажним економским растом од $6,10\%$ у 2008. години, што одражава повољне трендове уочи глобалне финансијске кризе. Међутим, већ 2009. године долази до негативног реалног раста БДП-а од $-3,30\%$, као последице економске кризе која је погодила Европу. У наредним годинама (2010–2014.) раст се креће у релативно скромним оквирима – од $1,60\%$ у 2010. до најнижих $-0,50\%$ у 2013, док 2014. бележи умерен опоравак од $0,90\%$. Овај период указује на постепен, али неуједначен излазак из кризе, уз и даље присутне унутрашње структурне слабости. Значајнији економски

раст бележи се у периоду од 2015. до 2019. године, када се стопа раста креће између 2,50% и 3,80%, при чему је највиши раст од 3,80% остварен у 2019. години. Овај период означава стабилизацију и јаче усклађивање бугарске економије са токовима Европске уније, чија је Бугарска чланица.

Година 2020. доноси пад реалног БДП-а од –3,20% услед пандемије КОВИД-19, али је опоравак био брз и снажан – већ 2021. године раст износи 7,80%, што Бугарску позиционира међу економијама региона које су се најбрже опоравиле. У постпандемијском периоду раст се успорава, али остаје позитиван: 4,00% у 2022, 1,90% у 2023. и 2,80% у 2024. години, што указује на прелазак у фазу стабилног, али умеренијег раста, у складу са макроекономским токовима у Европској унији.

Графикон 18 – Графички приказ реалног раста БДП-а у Републици Бугарској за посматрани период



Извор: ауторски приказ на основу табеле 30.

Графикон 18 осликава кретање реалног раста БДП-а у Бугарској. Кривуља у графикону јасно показује постепену и релативно стабилну путању економског развоја током посматраног периода. Ипак, уочљиви су изражени падови током кризних година, посебно 2009. и 2020, као и снажан опоравак који је уследио након њих. Период након 2015. године обележен је уједначенијим и предвидљивијим растом, што указује на јачање макроекономске стабилности и интеграцију бугарске економије у оквире заједничког европског тржишта. У завршним годинама анализираних година доминира умерен и одржив раст, што потврђује способност земље да задржи стабилност у условима глобалних економских неизвесности.

4.1.8. Тренд кретања реалног раста БДП-а у Републици Румунији

Румунија је у протеклим годинама остварила значајан напредак у погледу економског прогреса, али се и даље суочава са структурним изазовима као што су регионалне неједнакости, институционалне слабости и недовољна продуктивност рада. Иако је задржала макроекономску стабилност, раст је у 2024. години успорио на 0,9%, услед слабих приватних инвестиција и погоршања трговинског биланса (СБ, 2025). У периоду од 2008. до 2024. године реални БДП Румуније кретао се у распону од –5,50% до 9,30%, док је просечна годишња стопа раста износила 2,59% (обрачунато на основу Табеле 31). Ови подаци указују на динамичан, али релативно неуједначен привредни раст, условљен глобалним економским кризама, пандемијом и процесом структурне трансформације економије. Табела 31 приказује кретање реалног раста БДП-а у периоду од 2008. до 2024. године и пружа увид у главне развојне фазе и трансформације које су обликовале румунску економију.

Табела 31 – Сагледавање реалног раста БДП-а у Републици Румунији за посматрани период

Године	Реални раст БДП-а (%)
2008.	9,30
2009.	–5,50
2010.	–3,90
2011.	4,50
2012.	1,90
2013.	0,30
2014.	4,10
2015.	3,20
2016.	2,90
2017.	8,20
2018.	6,10
2019.	3,90
2020.	–3,70
2021.	5,50
2022.	4,00
2023.	2,40
2024.	0,90

Извор: Преузето са сајта ММФ-а, доступно на:

https://www.imf.org/external/datamapper/NGDP_RPC@WEO/SRB/MNE/MKD/BIH/ALB/HRV/BGR/ROU

Румунија је током посматраног периода искусила динамичне промене у стопама реалног раста БДП-а, које су одражавале и унутрашње економске реформе и спољне макроекономске утицаје. Период започиње изузетно снажним економским растом од 9,30% у 2008. години, што је представљало једну од највиших стопа раста у региону. Међутим, глобална финансијска криза озбиљно је погодила румунску привреду, што је довело до дубоке рецесије у наредне две године – пад од –5,50% у 2009. и –3,90% у 2010. години.

Од 2011. године Румунија улази у фазу опоравка са растом од 4,50%, али 2012. и 2013. бележе успоравање (1,90% и 0,30%), што указује на постепено стабилизовање фискалне и монетарне политике. Стабилнији и одрживији раст започиње од 2014. године, када БДП реално расте 4,10%, а наставља се и у 2015. (3,20%) и 2016. години (2,90%). Ипак, највећи скок забележен је 2017. године, када Румунија остварује импресиван раст од 8,20%, праћен снажним растом и у 2018. години (6,10%). Ове високе стопе раста биле су последица повећане домаће потрошње, раста инвестиција и пореских подстицаја који су стимулисали привредну активност.

У 2019. години стопа раста опада на 3,90%, након чега следи пад од –3,70% у 2020. услед утицаја пандемије КОВИД-19. Опоравак је уследио већ наредне године са растом од 5,50% у 2021, док су 2022. и 2023. карактерисане умеренијим, али стабилним растом од 4,00% и 2,40%. Подаци за 2024. годину указују на значајно успоравање раста на свега 0,90%, што може бити рефлексивна ширег економског успоравања унутар Европске уније, као и последица унутрашњих изазова, укључујући инфлаторне притиске и ограничења фискалне политике.

Графикон 19 – Графички приказ реалног раста БДП-а у Републици Румунији за посматрани период



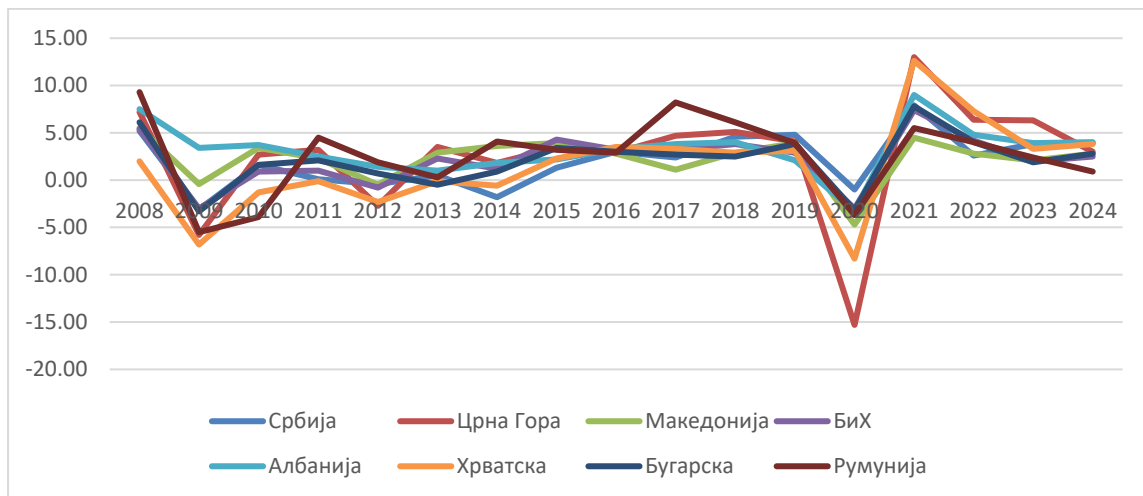
Извор: ауторски приказ на основу табеле 31.

Графички приказ реалног раста БДП-а у Румунији јасно показује високу амплитуду економских кретања, са израженим фазама раста и наглим падовима током глобалних и пандемијских криза. Након дубоке рецесије из 2009–2010. године, привреда Румуније улази у фазу снажног и континуираног опоравка, посебно у периоду 2015–2018, када је раст био изнад просека региона. Међутим, последње године анализираног периода указују на постепено успоравање, што може бити резултат утицаја инфлаторних притисака, повећаних фискалних трошкова и спољних економских ограничења. У целини, графички тренд потврђује да је Румунија, упркос периодичним шоковима, задржала позитивну путању економског раста и постепено учврстила макроекономску стабилност.

4.1.9. Компаративни приказ реалног раста БДП-а у земљама Југоисточне Европе

Анализа реалног раста БДП-а у земљама Југоисточне Европе у периоду од 2008. до 2024. године открива изражене осцилације које су резултат глобалних и регионалних економских кретања, унутрашњих реформи, као и ванредних околности попут светске финансијске кризе и пандемије КОВИД-19. Графикон 19 јасно илуструје међусобне разлике, синхронизоване падове током криза и сличне трендове опоравка, али и различит темпо дугорочног раста у анализираним земљама.

Графикон 20 – Компаративни приказ реалног раста БДП-а у земљама Југоисточне Европе у посматраном периоду



Извор: Ауторски приказ на основу табела 24, 25, 26, 27, 28, 29, 30 и 31.

Већина земаља региона бележила је високе стопе раста у преткризним годинама (посебно 2008. године), при чему се истичу Румунија (9,3%), Албанија (7,5%) и Црна Гора (7,2%). Међутим, глобална економска криза 2009. године довела је до значајних падова раста у готово свим земљама – нарочито у Хрватској (-6,8%), Црној Гори (-5,8%) и Румунији (-5,5%). Наредне године биле су обележене постепеним опоравком и повременим стагнацијама. Хрватска и Босна и Херцеговина су у дужем периоду бележиле ниске или негативне стопе раста, док су Северна Македонија и Бугарска имале умерен, али стабилан раст.

Један од најизраженијих периода експанзије догодио се 2017. године, када је Румунија остварила чак 8,2%, док су Албанија, Хрватска, Србија и Црна Гора такође имале значајне позитивне стопе.

Пандемијска криза 2020. године имала је озбиљан негативан утицај на све земље региона. Највећи пад забележила је Црна Гора са -15,3%, док су Хрватска (-8,3%) и Северна Македонија (-4,7%) такође биле тешко погођене. Србија, са падом од свега -1%, показала је одређени степен отпорности у том периоду. Већ 2021. године долази до снажног опоравка – нарочито у Хрватској (12,6%), Црној Гори (13,0%) и Албанији (9,0%), што је последица релаксације епидемиолошких мера, повећане потрошње и повратка инвестиција.

У најновијем периоду раст се поново стабилизује, али уз уочљиво успоравање у 2023. и 2024. години. У 2024. години већина земаља бележи скромнији раст, са најнижим вредностима у Румунији (0,9%), док Србија (3,9%), Албанија (4,0%) и Хрватска (3,8%) остварују нешто динамичнији, али и даље умерен раст.

4.2. Стране директне инвестиције као индиректни фактор кретања јавног дуга

Стране директне инвестиције (СДИ) представљају један од кључних канала финансирања економског раста и развоја, али и индиректни фактор који утиче на кретање јавног дуга. Улагања страних инвеститора у реални сектор доприносе расту производње, запослености и извозног потенцијала, чиме се повећавају буџетски приходи и смањује потреба за додатним задуживањем државе. Са друге стране, нестабилан прилив капитала може утицати на платни биланс, девизни курс и ниво спољног дуга, што посредно ствара фискалне ризике (Bussière и остали, 2016).

Нека новија истраживања показују да веза између јавног дуга и страних директних инвестиција није једнозначна и умногоме зависи од степена развијености земље и њених макроекономских фундаментала. Тако, Бејај (2024) на примеру Албаније утврђује да у кратком року не постоји статистички значајна међузависност између јавног дуга и СДИ, али да јавни дуг може посредно утицати на инвестициону климу преко стабилности девизног курса. Са друге стране, Дао и Ли (2024) показују да СДИ делују као значајан подстицај економском расту, али да висок јавни дуг може умањити тај позитиван ефекат, нарочито у земљама средњег дохотка. Просторна анализа Отиена (2024) додатно указује да јавни спољни дуг може негативно деловати на регионални раст кроз канале „*debt overhang*“-а и „*crowding-out*“ ефеката, док СДИ имају позитивне спиловер утицаје између економски повезаних земаља. Ови налази заједно упућују да СДИ утичу на јавни дуг и фискалну стабилност углавном посредно – преко раста, девизног курса, поверења инвеститора и регионалних економских повезаности.

У контексту земаља Југоисточне Европе, стране директне инвестиције имају изузетан значај јер представљају главни извор спољног финансирања и технолошког напретка у условима ограничених домаћих акумулација. Анализа динамике страних директних инвестиција у периоду 2008–2024. године омогућава идентификацију њиховог циклуса у односу на макроекономске шокове и структурне промене у привреди (Ревев и Ројес, 2004). Подаци о нето приливу страних директних инвестиција (% БДП-а) преузети су

из базе података Светске банке (СБ, 2025), док је податак за 2024. годину за Србију обрачунат на основу података са сајта Народне банке Србије (НБС, 2025).

4.2.1. Сагледавање стања страних директних инвестиција у Републици Србији

Стране директне инвестиције представљају један од кључних индикатора економске интегрисаности и инвестиционе привлачности Републике Србије. Оне доприносе модернизацији производње, преносу технологија и отварању нових радних места, што директно утиче на јачање конкурентности домаће привреде. У периоду од 2008. до 2024. године нето прилив страних директних инвестиција кретао се у распону од 2,80% до 9,60% БДП-а, при чему је просечна вредност износила 6,07% БДП-а (обрачунато на основу Табеле 32). Ови подаци указују на релативно стабилан и растући тренд прилива капитала током посматраног периода, уз изражене осцилације у време глобалне финансијске кризе и појачане инвестиционе активности након 2015. године. Повећани прилив страних инвестиција у другој половини анализираних периода резултат је стабилнијег макроекономског окружења, фискалне консолидације и побољшане пословне климе.

Табела 32 – Сагледавање страних директних инвестиција у Републици Србији изражених као % БДП-а за посматрани период

Године	Стране директне инвестиције
2008.	7,50
2009.	6,20
2010.	3,90
2011.	9,60
2012.	2,80
2013.	4,10
2014.	4,10
2015.	5,70
2016.	5,60
2017.	6,30
2018.	7,70
2019.	7,90
2020.	6,20
2021.	7,00
2022.	6,90
2023.	6,10
2024.	5,59

Извор: Сајт СБ и сајт НБС , доступно на:

<https://data.worldbank.org/indicator/BX.KLT.DINV.WD.GD.ZS?>

https://www.nbs.rs/sr_RS/drugi-nivo-navigacije/statistika/platni_bilans/

У години која је претходила глобалној финансијској кризи (2008.), стране директне инвестиције достигле су 7,50% БДП-а, што је представљало висок ниво инвестиционе активности. Ипак, наредне године доносе пад – до 3,90% у 2010., што је последица погоршаних глобалних финансијских услова и смањеног апетита страних инвеститора за тржишта у развоју. Период након 2010. обележен је динамичним опоравком – посебно 2011. године, када су стране директне инвестиције достигле чак 9,60% БДП-а, што представља највишу вредност у анализираном периоду. Међутим, тај раст није био дуготрајан – већ 2012. долази до наглог пада на 2,80%, услед унутрашњих економских изазова и смањене атрактивности тржишта.

Од 2013. године па надаље, стране директне инвестиције у Србији показују знаке стабилизације и континуираног раста. Вредности се углавном крећу изнад 5,00% БДП-а, са врхунцем у 2019. години (7,90%), непосредно пре пандемијске кризе. Током 2020. године, инвестиције су се очекивано смањиле на 6,20%, али су брзо повратиле ниво од око 7% у наредним годинама.

У последњем делу посматраног периода примећује се благо опадање: стране директне инвестиције у 2023. износе 6,10% БДП-а, док је за 2024. годину процењена вредност 5,60%. Ипак, и даље је реч о релативно високом нивоу у поређењу са другим земљама региона, што сведочи о очуваној инвестиционој привлачности Србије и стабилности њеног макроекономског окружења.

Графикон 21 – Графички приказ страних директних инвестиција као % БДП-а у Републици Србији за посматрани период



Извор: Ауторски приказ на основу Табеле 32.

Графикон 21 визуелно приказује кретање страних директних инвестиција у Републици Србији у периоду од 2008. до 2024. године. На основу представљених вредности уочава се изражена волатилност током прве половине периода, уз нагли раст 2011. године и снажан пад у 2012, што одражава утицај спољних економских криза и унутрашњих структурних ограничења. Након 2015. године приметан је стабилнији узлазни тренд, који потврђује постепено јачање инвестиционог поверења и побољшање институционалног амбијента. У последњем делу периода, иако је уочено благо смањење прилива, Србија и даље задржава релативно висок ниво страних инвестиција у односу на друге земље региона, што потврђује њен статус једне од најатрактивнијих инвестиционих дестинација у Југоисточној Европи.

4.2.2. Значај страних директних инвестиција за финансирање развоја у Републици Црној Гори

Стране директне инвестиције представљају један од кључних извора финансирања и развојног потенцијала економије Црне Горе, која као мала и високо отворена економија у великој мери зависи од прилива спољног капитала. У периоду од 2008. до 2024. године, нето прилив страних директних инвестиција кретао се у распону од 5,20% до 37,30% БДП-а, док је просечна годишња вредност износила 13,34% БДП-а (обрачунато на основу Табеле 33). Такви подаци указују на изузетну волатилност инвестиционог прилива, која одражава специфичности мале отворене економије, високу зависност од страног капитала и осетљивост на глобалне финансијске токове.

Табела 33 – Сагледавање страних директних инвестиција у Републици Црној Гори изражених као % БДП-а за посматрани период

Године	Стране директне инвестиције
2008.	21,50
2009.	37,30
2010.	18,30
2011.	12,20
2012.	15,10
2013.	10,00
2014.	10,80
2015.	17,30
2016.	5,20
2017.	11,50
2018.	8,80
2019.	7,50
2020.	11,10
2021.	11,80
2022.	14,00
2023.	7,00
2024.	7,40

Извор: Сајт СБ, доступно на:

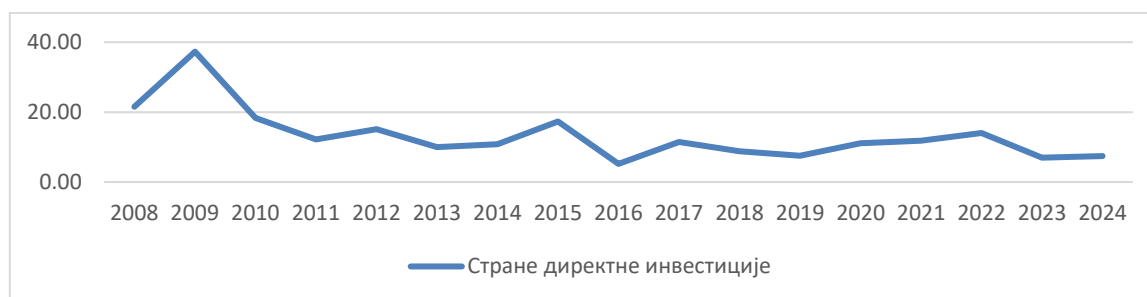
<https://data.worldbank.org/indicator/BX.KLT.DINV.WD.GD.ZS?>

Црна Гора је током посматраног периода бележила значајне осцилације када је реч о страним директним инвестицијама, израженим у % БДП-а. Посебно се издваја 2009. година, када су стране директне инвестиције достигле рекордних 37,30% БДП-а, што је била последица великих инфраструктурних и приватизационих улагања.

Након тога, у периоду од 2010. до 2015. године забележен је постепен пад, уз повремене скокове, као што је 2015. година са уделом страних директних инвестиција од 17,30% БДП-а. Знатнији пад забележен је 2016. године, када су оне износиле свега 5,20% БДП-а, али се ситуација стабилизовала у наредним годинама.

У последњем делу посматраног периода (2020–2024.), Црна Гора бележи умерене вредности страних директних инвестиција, које се крећу између 7,00% и 14,00% БДП-а, уз најнижу вредност у 2023. години и благ опоравак у 2024. години (7,40%). Ови подаци указују на постепено стабилизовање инвестиционе активности и смањену зависност економије од појединачних великих улагања.

Графикон 22 – Графички приказ страних директних инвестиција као % БДП-а у Републици Црној Гори за посматрани период



Извор: Ауторски приказ на основу Табеле 33.

Графикон 22 приказује кретање страних директних инвестиција у Републици Црној Гори у периоду од 2008. до 2024. године. На основу представљених података уочава се изразита волатилност у првом делу периода, посебно током 2009. године када је забележен рекордан прилив инвестиција. Након тога следи постепена стабилизација, уз умерене осцилације и релативно уједначене вредности у последњим годинама посматрања. Овакво кретање указује на смањену зависност економије од крупних појединачних улагања и постепено формирање стабилнијег инвестиционог окружења које подржава дугорочни економски раст и одрживост јавних финансија.

4.2.3. Проматрање страних директних инвестиција у Републици Северној Македонији

Економски развој Републике Северне Македоније у великој мери зависи од прилива страних директних инвестиција, које имају пресудан утицај на раст производње, запошљавање и спољнотрговинску позицију земље. Стабилно инвестиционо окружење и повољна фискална политика допринели су привлачењу нових инвеститора и постепеном јачању извозно оријентисаних сектора привреде. У периоду од 2008. до 2024. године, стране директне инвестиције у Северној Македонији кретале су се у распону од 0,10% до 7,00% БДП-а, док је просечна годишња вредност износила 3,99% БДП-а (обрачунато на основу Табеле 34). Ови подаци указују на умерен и релативно стабилан прилив капитала, са повременим осцилацијама у условима глобалних економских криза и домаћих структурних промена.

Табела 34 – Сагледавање страних директних инвестиција у Републици Северној Македонији изражених као % БДП-а за посматрани период

Године	Стране директне инвестиције
2008.	6,20
2009.	2,80
2010.	3,20
2011.	4,80
2012.	3,50
2013.	3,70
2014.	0,50
2015.	2,90
2016.	5,10
2017.	3,40
2018.	5,10
2019.	4,40
2020.	0,10
2021.	5,00
2022.	6,10
2023.	4,10
2024.	7,00

Извор: Сајт СБ, доступно на:

<https://data.worldbank.org/indicator/BX.KLT.DINV.WD.GD.ZS?>

У периоду од 2008. до 2015. године, Република Северна Македонија је бележила умерен прилив страних директних инвестиција, уз изражене осцилације условљене глобалним и домаћим економским околностима. Након релативно високих вредности у годинама пре кризе (2008. – 6,20% и 2011. – 4,80% БДП-а), уследио је период нестабилности са падом улагања током 2012–2014. године, када је 2014. забележен минимум од свега 0,50% БДП-а. Овај пад може се повезати са политичком неизвесношћу и ограниченим интересом страних инвеститора у том периоду. Међутим, 2015. година доноси благи опоравак што представља почетак нове фазе стабилизације инвестиционог амбијента.

Период од 2015. до 2019. године карактеришу нешто стабилнији нивои улагања, са вредностима које су се углавном кретале између 2,90% и 5,10% БДП-а. Међутим, пандемијска 2020. година донела је најнижи ниво страних улагања (0,10% БДП-а), али је већ наредне године уследио опоравак.

У 2024. години забележена је највиша вредност страних директних инвестиција у последњих десет година, која је износила 7,00% БДП-а, што може указивати на обновљени инвестициони интерес и стабилније макроекономске услове.

Графикон 23 – Графички приказ страних директних инвестиција као % БДП-а у Републици Северној Македонији за посматрани период



Извор: Ауторски приказ на основу Табеле 34.

Графикон 23 приказује кретање страних директних инвестиција у Републици Северној Македонији у периоду од 2008. до 2024. године. На основу приказаних података уочава се цикличан образац прилива капитала, са израженим падовима током кризних година и снажним опоравцима у фазама економске стабилизације. Посебно се издвајају 2014. и 2020. година као периоди најнижег прилива инвестиција, док 2022. и 2024. године показују снажан повратак поверења страних инвеститора. Овакво кретање потврђује осетљивост економије на спољне факторе, али и способност државе да постепено јача инвестициони амбијент и интегрише се у регионалне токове капитала.

4.2.4. Анализа страних директних инвестиција у Босни и Херцеговини

Економски раст Босне и Херцеговине у великој мери зависи од прилива страних директних инвестиција, које представљају важан извор капитала у условима ограничене домаће штедње. Оне доприносе развоју прерађивачког сектора, побољшању инфраструктуре и технолошком напретку, што постепено јача конкурентност и извозни потенцијал земље. У периоду од 2008. до 2024. године, нето прилив страних директних инвестиција кретао се у распону од 0,80% до 5,30% бруто домаћег производа (БДП), док је просечна годишња вредност износила 2,76% БДП-а (обрачунато на основу Табеле 35). Ови подаци указују на умерен и релативно стабилан

прилив капитала, али и на присутну осетљивост на глобалне економске шокове и унутрашње институционалне факторе.

Табела 35 – Сагледавање страних директних инвестиција у Босни и Херцеговини изражених као % БДП-а за посматрани период

Године	Стране директне инвестиције
2008.	5,30
2009.	0,80
2010.	2,60
2011.	2,50
2012.	2,30
2013.	1,70
2014.	2,90
2015.	2,30
2016.	1,80
2017.	2,80
2018.	2,90
2019.	2,20
2020.	2,40
2021.	3,20
2022.	3,50
2023.	3,80
2024.	4,00

Извор: Сајт СБ, доступно на:

<https://data.worldbank.org/indicator/BX.KLT.DINV.WD.GD.ZS?>

Након релативно високе вредности од 5,30% БДП-а у 2008. години, долази до наглог пада већ 2009. године, на свега 0,80%, што представља најнижи ниво у анализираном периоду и одраз је последица глобалне финансијске кризе која је значајно утицала на токове капитала у региону.

У годинама које су уследиле, стране директне инвестиције су се углавном кретале између 2,00% и 3,00% БДП-а, уз благе флукуације које одражавају постепено прилагођавање домаће економије новим условима пословања. Посебан раст бележи се од 2021. године, када долази до континуираног повећања страних улагања – са 3,20% у 2021. години на 4,00% БДП-а у 2024. години, што представља највиши ниво улагања у последњој деценији и указује на постепено јачање инвестиционог поверења.

Оваква кретања могу се довести у везу са стабилизацијом институционалног оквира, унапређењем пословног окружења и појачаном интеграцијом у регионалне економске токове. Повећање инвестиција у последњим годинама посматраног периода истовремено указује на растуће интересовање страних инвеститора за секторе као што су производња, финансије и инфраструктура, што доприноси дугорочној фискалној стабилности и укупном економском расту земље.

Графикон 24 – Графички приказ страних директних инвестиција као % БДП-а у Босни и Херцеговини за посматрани период



Извор: Ауторски приказ на основу Табеле 35.

Графикон 24 приказује кретање страних директних инвестиција у Босни и Херцеговини у периоду од 2008. до 2024. године. На основу приказаних података уочава се јасан тренд опоравка након иницијалног пада изазваног глобалном кризом 2009. године. Након периода умерених осцилација између 2010. и 2020. године, током којег су улагања углавном стагнирала, последњи део посматраног периода (2021–2024) показује постепен и стабилан раст инвестиција. Овакво кретање указује на унапређење пословног амбијента и повећање поверења инвеститора, што је позитиван сигнал за дугорочни економски раст и одрживост јавних финансија земље.

4.2.5. Праћење динамике страних директних инвестиција у Републици Албанији

Албанска економија већ дуже време настоји да привуче стране инвеститоре као покретаче модернизације и технолошког напретка. Захваљујући повољном географском положају, реформама пословног окружења и развоју сектора туризма, земља постепено постаје привлачније одредиште за капитал из региона и шире. У

периоду од 2008. до 2024. године, нето прилив страних директних инвестиција кретао се у распону од 6,30% до 11,20% бруто домаћег производа (БДП), док је просечна годишња вредност износила 8,21% БДП-а (обрачунато на основу Табеле 36). Ови подаци указују на релативно стабилан и висок ниво улагања у односу на већину земаља региона, што потврђује да Албанија има повољан инвестициони потенцијал и атрактивност за стране инвеститоре.

Табела 36 – Сагледавање страних директних инвестиција у Републици Албанији изражених као % БДП-а за посматрани период

Године	Стране директне инвестиције
2008.	9,70
2009.	11,20
2010.	9,10
2011.	8,10
2012.	7,50
2013.	9,80
2014.	8,70
2015.	8,70
2016.	8,80
2017.	7,90
2018.	7,80
2019.	7,70
2020.	7,00
2021.	6,80
2022.	7,60
2023.	6,90
2024.	6,30

Извор: Сајт СБ, доступно на:

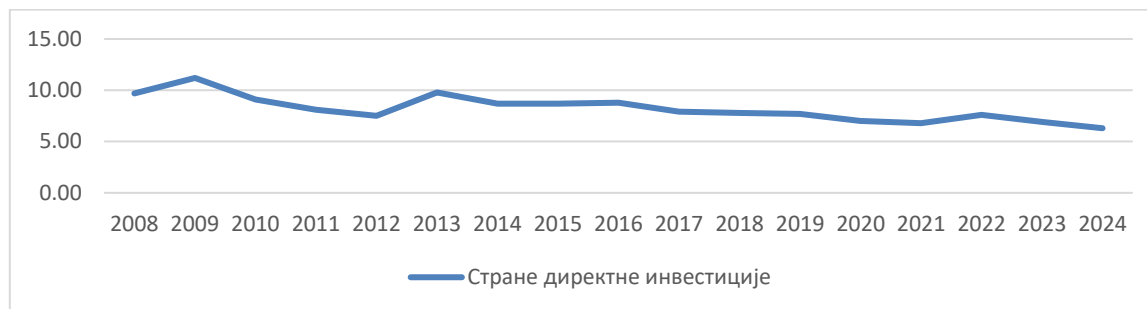
<https://data.worldbank.org/indicator/BX.KLT.DINV.WD.GD.ZS?>

У периоду од 2008. до 2016. године, стране директне инвестиције су се углавном кретале између 7,50% и 11,20% БДП-а, при чему је највиша вредност забележена 2009. године (11,20%). Од 2017. године видљив је постепен пад учешћа страних инвестиција, при чему се вредности стабилизују око 7,00% БДП-а. У 2024. години, стране директне инвестиције износе 6,30%, што представља најнижи ниво у последњих десет година, али и даље остаје релативно висок у поређењу са већином других земаља региона.

Ова динамика указује на то да је Албанија дуго успевала да привлачи значајан обим страних улагања, али су у новијем периоду присутни знаци благог опадања, што може

бити последица ширег макроекономског контекста или појачане конкуренције других тржишта у региону.

Графикон 25 – Графички приказ страних директних инвестиција као % БДП-а у Републици Албанији за посматрани период



Извор: Ауторски приказ на основу Табеле 36.

Графикон 25 приказује кретање страних директних инвестиција у Републици Албанији у периоду од 2008. до 2024. године. На основу приказаних података уочава се постепено смањење удела страних улагања у БДП-у, након високих вредности у првој деценији анализе. Док су године након глобалне финансијске кризе биле обележене снажним приливима капитала, новији период (после 2017) показује тенденцију стабилизације и благог опадања. Упркос томе, Албанија и даље задржава позицију једне од земаља региона са највишим нивоом страних директних инвестиција, што потврђује релативну стабилност њеног инвестиционог окружења и континуирану способност да привлачи стране улагаче..

4.2.6. Волумен и структура страних директних инвестиција у Републици Хрватској

Република Хрватска је, након приступања Европској унији, постала једна од најатрактивнијих инвестиционих дестинација у региону Југоисточне Европе. Развијена инфраструктура, стабилно институционално окружење и интеграција у јединствено тржиште ЕУ подстакли су прилив капитала у секторе као што су туризам, финансије и енергетика, што је допринело убрзаном технолошком развоју и расту запослености. У периоду од 2008. до 2024. године, нето прилив страних директних инвестиција кретао се у распону од 1,00% до 7,70% бруто домаћег производа (БДП), док је просечна годишња вредност износила 3,96% БДП-а (обрачунато на основу Табеле 37). Ови подаци указују на умерен и релативно стабилан ниво страних улагања, који је у

појединим фазама био под снажним утицајем глобалних криза и унутрашњих структурних промена у привреди.

Табела 37 – Сагледавање страних директних инвестиција у Републици Хрватској изражених као % БДП-а за посматрани период

Године	Стране директне инвестиције
2008.	7,70
2009.	4,90
2010.	2,60
2011.	2,00
2012.	2,50
2013.	1,60
2014.	5,30
2015.	1,00
2016.	3,00
2017.	3,20
2018.	2,70
2019.	6,50
2020.	2,50
2021.	7,40
2022.	5,50
2023.	4,00
2024.	5,00

Извор: Сајт СБ, доступно на:

<https://data.worldbank.org/indicator/BX.KLT.DINV.WD.GD.ZS?>

Након значајног пада са 7,70% БДП-а у 2008. години на 2,60% у 2010. и 1,00% у 2015. години, стране директне инвестиције у Републици Хрватској показале су умерену стабилизацију и подизање нивоа њихове акумулације. У годинама непосредно након 2009. приметан је релативно низак прилив капитала, што се може довести у везу са смањеним поверењем инвеститора и структурним слабостима привреде у предкризном и посткризном периоду.

Постепени опоравак започиње 2016. године, када ниво страних улагања достиже 3,00% БДП-а, да би у 2019. години достигао 6,50% БДП-а. Након краткотрајног пада током пандемијске 2020. године (2,50%), у 2021. години забележен је снажан раст инвестиција на 7,40% БДП-а, што представља највишу вредност у последњој деценији. Овај скок резултат је обновљеног интересовања за туристички и услужни сектор, као и прилива средстава из фондова Европске уније.

У последњем делу посматраног периода (2022–2024.), ниво страних директних инвестиција стабилизује се у распону од 4,00% до 5,50% БДП-а, што указује на постепено учвршћивање инвестиционог окружења и већу предвидивост економске политике. Такво кретање потврђује да Хрватска, и поред глобалних изазова, задржава статус релативно стабилне и привлачне инвестиционе дестинације у оквиру региона Југоисточне Европе.

Графикон 26 – Графички приказ страних директних инвестиција као % БДП-а у Републици Хрватској за посматрани период



Извор: Ауторски приказ на основу Табеле 37.

Графикон 26 приказује динамику кретања страних директних инвестиција у Хрватској у периоду од 2008. до 2024. године. Видљив је изразит пад у годинама након глобалне финансијске кризе, као и постепени опоравак након 2016. године. Након периода нестабилности, кривуља показује умерен, али стабилан раст у постпандемијском периоду, што потврђује да је Хрватска успела да поново привуче интересовање страних инвеститора. Укупан тренд указује на постепену консолидацију инвестиционог окружења, са благим растом у последњим годинама који одражава стабилност економске политике и ефекте чланства у Европској унији.

4.2.7. Улога и значај страних директних инвестиција у Републици Бугарској

Стране директне инвестиције представљају један од кључних извора економског раста у Републици Бугарској, која је током анализираног периода показала изражене осцилације у нивоу прилива страног капитала. У периоду од 2008. до 2024. године, удео страних директних инвестиција у БДП-у кретао се у распону од 1,90% до 18,90%, док је просечна вредност износила 4,65% (обрачунато на основу Табеле 38). Ова

кретања указују на високу осетљивост прилива капитала на глобалне економске токове и унутрашњу макроекономску стабилност земље, као и на чињеницу да је инвестициона активност у великој мери зависила од спољних финансијских услова и интеграције са тржиштем Европске уније.

Табела 38 – Сагледавање страних директних инвестиција у Републици Бугарској изражених као % БДП-а за посматрани период

Године	Стране директне инвестиције
2008.	18,90
2009.	7,50
2010.	3,60
2011.	3,60
2012.	3,30
2013.	3,60
2014.	1,90
2015.	4,40
2016.	2,80
2017.	3,40
2018.	2,70
2019.	3,20
2020.	4,70
2021.	2,80
2022.	5,50
2023.	4,00
2024.	3,10

Извор: Сајт СБ, доступно на:

<https://data.worldbank.org/indicator/BX.KLT.DINV.WD.GD.ZS?>

Највиши ниво забележен је 2008. године (18,90% БДП-а), када је Бугарска бележила снажан прилив капитала као последицу приступања Европској унији и отварања финансијских токова ка региону. Већ наредне године долази до наглог пада на 7,50%, а у периоду од 2010. до 2014. вредности се стабилизују у распону од 1,90% до 3,60% БДП-а, што указује на постепену адаптацију економије након глобалне кризе.

Од 2015. године приметан је умерен раст и релативна стабилизација, при чему стране директне инвестиције углавном остају у интервалу од 2,70% до 4,70% БДП-а. Пад током 2021. године (2,80%) надокнађен је наредне године, када улагања достижу 5,50% БДП-а, што представља највиши ниво после 2009. године. У 2024. години вредност износи 3,10%, што указује на стабилност и умерену активност инвеститора.

Посматрани трендови показују да је Бугарска, након иницијалног таласа великих улагања, ушла у фазу зрелости инвестиционог тржишта, са стабилним, али умереним приливом страног капитала. Такав развој указује на уравнотежену инвестициону климу, уз очувану атрактивност земље као дестинације за стране инвеститоре у оквиру Европске уније.

Графикон 27 – Графички приказ страних директних инвестиција као % БДП-а у Републици Бугарској за посматрани период



Извор: Ауторски приказ на основу Табеле 38.

Графички приказ јасно показује да су стране директне инвестиције у Бугарској током посматраног периода имале изразито променљив карактер, са високим почетним вредностима и постепеном стабилизацијом у каснијим годинама. Након почетног наглог пада после 2008. године, линија тренда указује на постепено смиривање кретања и успостављање релативне равнотеже у приливу капитала. Оваква динамика одражава прелазак бугарске економије из фазе интензивног улагања у фазу стабилнијег и предвидљивијег раста, што потврђује да је земља успела да одржи конкурентност у оквиру Европске уније, али без екстремних колебања карактеристичних за ранији период.

4.2.8. Тренд кретања страних директних инвестиција у Републици Румунији

У последњим годинама стране директне инвестиције добијају све већи значај у румунској привреди, јер делимично компензују пад домаћих и приватних инвестиција. Оне представљају важан извор капитала који подржава економску активност и запошљавање у условима успоравања раста и појачаних фискалних притисака. У периоду од 2008. до 2024. године, удео страних директних инвестиција у БДП-у кретао се у распону од 1,20% до 6,40%, док је просечна вредност износила 2,71% (обрачунато

на основу Табеле 39). Ови подаци указују на умерен, али континуиран ток прилива страног капитала, који је био снажно условљен глобалним економским циклусима и процесом европских интеграција Румуније.

Табела 39 – Сагледавање страних директних инвестиција у Републици Румунији изражених као % БДП-а за посматрани период

Године	Стране директне инвестиције
2008.	6,40
2009.	2,70
2010.	1,90
2011.	1,20
2012.	1,70
2013.	2,00
2014.	1,90
2015.	2,40
2016.	3,40
2017.	2,80
2018.	3,00
2019.	2,90
2020.	1,40
2021.	4,10
2022.	3,90
2023.	2,50
2024.	1,90

Извор: Сајт СБ, доступно на:

<https://data.worldbank.org/indicator/BX.KLT.DINV.WD.GD.ZS?>

Стране директне инвестиције у Румунији током посматраног периода кретале су се умерено, са вредностима од 6,40% БДП-а у 2008. години до знатно нижих нивоа у наредним годинама. Најнижа тачка забележена забележена је 2011. године (уједно и минимум на нивоу читавог периода опсервације). Од 2016. године уочава се благи раст инвестиција, са врхунцем од 4,10% у 2021. години, да би се потом задржале на стабилнијем нивоу око 3,00% у последњим годинама.

Графикон 28 – Графички приказ страних директних инвестиција као % БДП-а у Републици Румунији за посматрани период



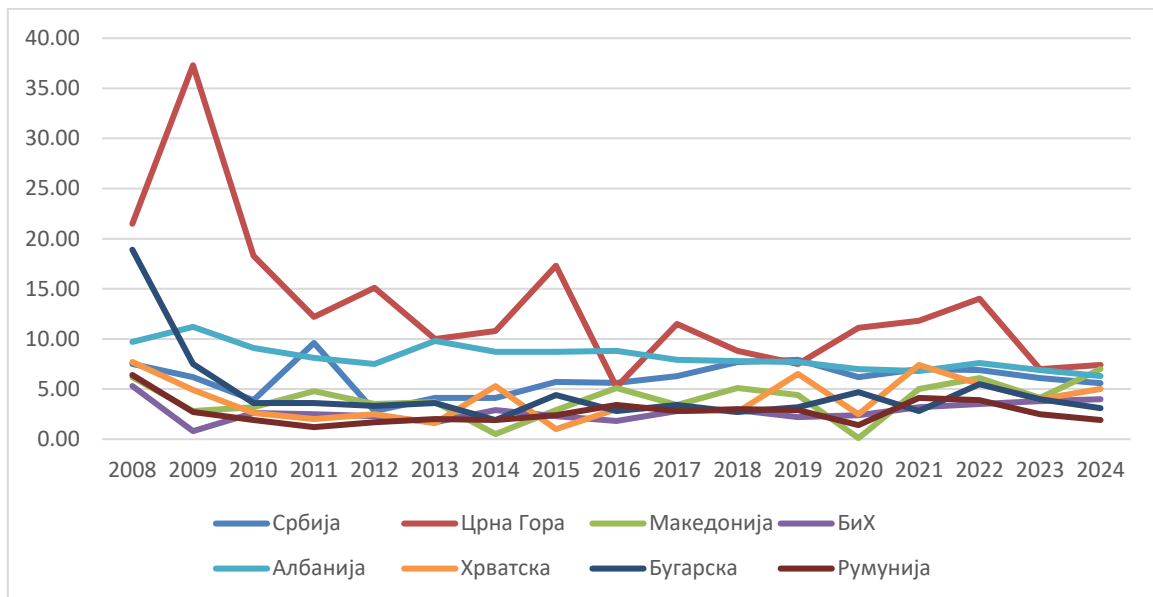
Извор: Ауторски приказ на основу Табеле 39.

Графикон 28 јасно показује да стране директне инвестиције у Румунији имају цикличан карактер, са видљивим периодима раста и пада у складу са глобалним економским кретањима. Након иницијалног пада након 2008. године, линија тренда показује постепен опоравак и стабилизацију у периоду после 2015. године. Посебно је уочљив раст у 2021. години, што је последица убрзаног постпандемијског опоравка. Посматрано у целини, графикон потврђује да је Румунија успела да одржи релативно стабилан ниво инвестиција, упркос променљивим међународним условима и периодичним фискалним ограничењима.

4.2.9. Компаративни приказ страних директних инвестиција у земљама Југоисточне Европе

Стране директне инвестиције представљају један од најзначајнијих показатеља економске отворености и поверења међународних инвеститора у стабилност националних економија. Њихов прилив одражава не само конкурентност и институционалну снагу појединачних држава, већ и њихову способност да обезбеде повољно пословно окружење. Графикон 29 пружа детаљан компаративни преглед страних директних инвестиција, изражених као проценат БДП-а, у земљама Југоисточне Европе током посматраног временског периода. Ова анализа омогућава увид у различите трендове и динамику привлачења страног капитала међу земљама региона.

Графикон 29 – Компаративни приказ страних директних инвестиција у земљама Југоисточне Европе у посматраном периоду



Ауторски приказ на основу табела 32, 33, 34, 35, 36, 37, 38 и 39.

Црна Гора предњачи са највишим нивоима страних директних инвестиција у односу на БДП, што може бити повезано са њеним фокусом на развој сектора туризма и повољним инвестиционим окружењем које привлачи значајне стране инвеститоре. С друге стране, земље попут Северне Македоније и Босне и Херцеговине бележе релативно ниже вредности страних директних инвестиција, што указује на изазове са којима се суочавају у погледу привлачења страних улагања, укључујући политичку нестабилност, регулаторне препреке и економску структуру.

Остале земље у региону, попут Србије, Албаније, Хрватске, Бугарске и Румуније, показују стабилнији и умеренији прилив страних директних инвестиција. Ови нивои одражавају комбинацију фактора као што су величина тржишта, економска политика, приступ европским фондовима и степен интеграције у глобалне ланце вредности.

Компаративни приказ јасно указује на хетерогеност региона када је реч о страним директним инвестицијама, што наглашава потребу за циљаном политиком и унапређењем инвестиционе климе како би се повећала конкурентност и привлачност свих земаља Југоисточне Европе на међународном тржишту капитала.

4.3. Каматна стопа на јавни дуг као фактор фискалне рањивости и динамике јавног дуга

Каматна стопа на јавни дуг представља један од кључних индикатора који одражава цену задуживања државе и ефикасност управљања јавним финансијама. Њена динамика директно утиче на фискалну одрживост, јер више каматне стопе повећавају трошкове сервисирања дуга, што може ограничити буџетски простор за јавне инвестиције и социјалне расходе. Са друге стране, стабилна и умерена каматна стопа доприноси очувању фискалне дисциплине и смањењу ризика од настанка кризе дуга (Checherita-Westphal и Semeano, 2020). Бланшар (2019) истиче да у условима ниских безризичних каматних стопа трошкови јавног дуга могу бити знатно мањи него што традиционални модели претпостављају. Када је реална каматна стопа дугорочно нижа од стопе раста БДП-а, рефинансирање дуга не мора нужно подразумевати повећање пореза нити представља фискални терет, јер се однос дуга према БДП-у стабилизује природним путем. Ипак, чак и у таквом окружењу, Blanchard упозорава да дуг може имати индиректне трошкове кроз смањење акумулације капитала и потенцијалне ризике по фискалну стабилност ако дође до раста премије на ризик.

У овом истраживању, каматна стопа на јавни дуг добијена је индиректно, на основу разлике између примарног и укупног буџетског биланса (обоје исказаних у проценту БДП-а), која представља износ трошка камата у текућој години (ММФ, 2015). Добијени износ затим је пондерисан уделом јавног дуга у БДП-у, чиме је израчуната ефективна каматна стопа као проценат трошка камата у односу на укупан ниво јавног дуга. На тај начин се добија индикатор који реално одражава цену финансирања јавног дуга и омогућава упоредивост међу земљама и у времену.

Евалуација каматне стопе на јавни дуг изведена је према следећој формулској релацији:

$$\text{Каматна стопа}_t = \frac{|\text{Примарни биланс}_t - \text{Буџетски биланс}_t|}{\text{Јавни дуг}_t}$$

при чему је:

- Каматна стопа_t – просечна каматна стопа на јавни дуг у текућој години (%),

- Примарни биланс_t – примарни биланс у текућој години изражен у % БДП-а,
- Буџетски биланс_t – буџетски биланс у текућој години изражен у % БДП-а и
- Јавни дуг_t – удео јавног дуга у БДП-у (%)

Подаци који су послужили за израчунавање каматне стопе на јавни дуг преузети су из званичних база података ММФ-а за све анализирани земље региона Југоисточне Европе.

4.3.1. Сагледавање нивоа каматне стопе у Републици Србији

Каматна стопа на јавни дуг представља један од најважнијих показатеља трошкова задуживања државе и утиче на укупан ниво одрживости јавних финансија. Њено кретање зависи од макроекономске стабилности, фискалне дисциплине, кредитног рејтинга земље, као и од услова на међународним финансијским тржиштима. У случају Републике Србије, каматна стопа на јавни дуг је током посматраног периода од 2008. до 2024. године пролазила кроз различите фазе, које одражавају трансформацију економског система, утицај глобалних криза и постепену консолидацију јавних финансија. У том интервалу, минимална вредност каматне стопе износила је 1,90%, максимална 4,41%, док је просечна ефективна каматна стопа на јавни дуг износила 3,49% (обрачунато на основу Табеле 40), што указује на умерено, али стабилно фискално оптерећење у односу на величину јавног дуга.

Табела 40 – Сагледавање каматних стопа у Републици Србији изражених у % за посматрани период

Године	Каматна стопа
2008.	1,90
2009.	2,15
2010.	2,64
2011.	2,83
2012.	3,33
2013.	4,07
2014.	4,17
2015.	4,31
2016.	4,31
2017.	4,41
2018.	4,01
2019.	3,88
2020.	3,52

2021.	3,10
2022.	2,81
2023.	3,70
2024.	4,23

Извор: Ауторски обрачун на основу сајта ММФ-а, доступно на:
https://www.imf.org/external/datamapper/GGXWDG_NGDP@WEO/SRB/MNE/MKD/BIH/ALB/HRV/BGR/ROU

https://www.imf.org/external/datamapper/GGXONLB_G01_GDP_PT@FM/SRB/MNE/MKD/BIH/ALB/HRV/BGR/ROU

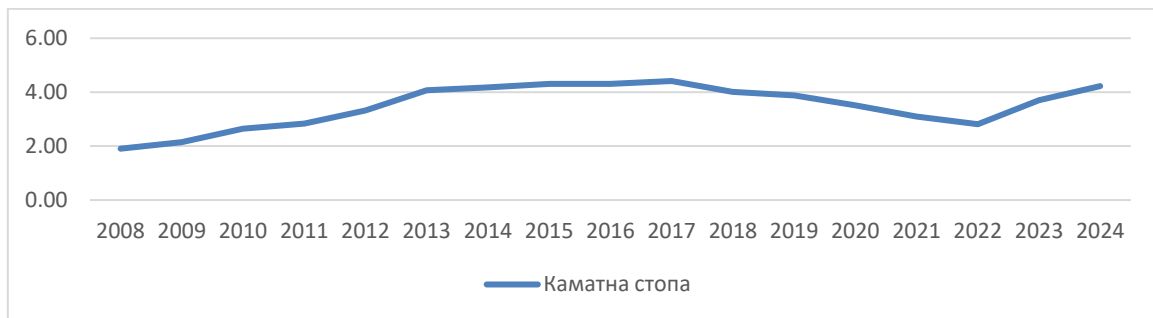
https://www.imf.org/external/datamapper/GGXCNL_G01_GDP_PT@FM/SRB/MNE/MKD/BIH/ALB/HRV/BGR/ROU

Према подацима из Табеле 40, каматна стопа на јавни дуг Србије у 2008. години износила је 1,90%, што је одражавало релативно повољне услове задуживања у периоду пре светске финансијске кризе. Међутим, већ у 2009. години, услед пада економске активности и повећане неизвесности на глобалним тржиштима, дошло је до раста каматне стопе на 2,15%, а затим и на 2,64% у 2010. години. Овај тренд раста наставио се све до 2017. године, када је каматна стопа достигла 4,41%, што указује на релативно високе трошкове задуживања државе у периоду након кризе и током процеса фискалне консолидације.

Од 2017. године започиње постепено побољшање фискалне позиције Србије, што се одражава и на смањење каматне стопе на јавни дуг. Захваљујући спроведеним мерама фискалне консолидације, расту БДП-а и стабилизацији јавних финансија, каматне стопе су у периоду 2018–2021. бележиле пад, са 4,01% у 2018. на 3,10% у 2021. години. Тај тренд је био усклађен са глобалним условима ниских каматних стопа, који су омогућили земљама у развоју, укључујући Србију, повољније услове задуживања.

Међутим, у периоду након 2021. године долази до промене тренда. Пандемијска криза, раст јавне потрошње, као и глобални раст инфлације и каматних стопа, утицали су на повећање трошкова задуживања. Каматна стопа је у 2022. години износила 2,81%, али већ 2023. и 2024. бележи раст на 3,70%, односно 4,23%. Тај пораст је последица поштравања монетарне политике водећих централних банака, повећане тражње за финансирањем дефицита и раста премије ризика за земље у развоју.

Графикон 30 – Графички приказ каматних стопа у Републици Србији изражених у % за посматрани период



Извор: Ауторски приказ на основу табеле 40.

Графикон 30 приказује динамику кретања каматне стопе на јавни дуг Републике Србије током посматраног периода. Могу се уочити три јасно дефинисане фазе:

- Период раста каматних стопа (2008–2017.) – условљен глобалном кризом, високим нивоом јавног дуга и већом премијом ризика;
- Период стабилизације и пада стопа (2018–2021.) – резултат фискалне консолидације, побољшаног кредитног рејтинга и повољних међународних услова финансирања;
- Период поновног раста каматних стопа (2022–2024.) – утицај глобалних инфлаторних притисака и рестриктивнијих монетарних услова.

На основу Графикона 30 може се закључити да је каматна стопа на јавни дуг Србије у великој мери пратила промене у глобалном финансијском окружењу, али је и одражавала унутрашње економске факторе као што су стабилност јавних финансија, кредитни рејтинг и фискална дисциплина. Снижавање каматне стопе у периоду после 2015. године сведочи о напретку Србије у очувању макроекономске стабилности и изградњи поверења инвеститора, док нови раст након 2022. указује на изазове које доноси променљиво глобално економско окружење. Одржавање умереног нивоа каматних стопа на јавни дуг остаје један од приоритета економске политике Републике Србије, јер директно утиче на трошкове финансирања и дугорочну одрживост јавног дуга.

4.3.2. Посматрање тренда кретања каматне стопе у Републици Црној Гори

Каматна стопа на јавни дуг у Црној Гори одражава цену задуживања државе и представља један од кључних показатеља њене фискалне позиције. Због ограничених домаћих извора финансирања и ослањања на спољни капитал, промене каматних стопа имају директан утицај на одрживост јавног дуга и трошкове његовог сервисирања. Током посматраног периода од 2008. до 2024. године, кретање каматне стопе одражавало је утицај глобалних финансијских кретања, задуживања ради покрића буџетских дефицита и постепеног процеса фискалне консолидације након периода кризе. У том оквиру, минимална вредност каматне стопе износила је 1,95%, максимална 3,61%, док је просечна ефективна каматна стопа на јавни дуг била 2,93% (обрачунато на основу Табеле 41). Ове вредности указују на релативно стабилне, али осетљиве услове задуживања, уз умерен раст трошкова камата у периодима повећаног фискалног притиска и нестабилности јавних финансија.

Табела 41 – Сагледавање каматних стопа у Републици Црној Гори изражених у % за посматрани период

Године	Каматна стопа
2008.	2,25
2009.	1,95
2010.	2,24
2011.	2,98
2012.	3,29
2013.	3,61
2014.	3,58
2015.	3,43
2016.	3,25
2017.	3,60
2018.	3,00
2019.	2,80
2020.	2,53
2021.	2,76
2022.	2,25
2023.	3,02
2024.	3,29

Извор: Ауторски обрачун на основу сајта ММФ-а, доступно на: https://www.imf.org/external/datamapper/GGXWDG_NGDP@WEO/SRB/MNE/MKD/BIH/ALB/HRV/BGR/ROU

https://www.imf.org/external/datamapper/GGXONLB_G01_GDP_PT@FM/SRB/MNE/MKD/BIH/ALB/HRV/BGR/ROU

https://www.imf.org/external/datamapper/GGXCNL_G01_GDP_PT@FM/SRB/MNE/MKD/BIH/ALB/HRV/BGR/ROU

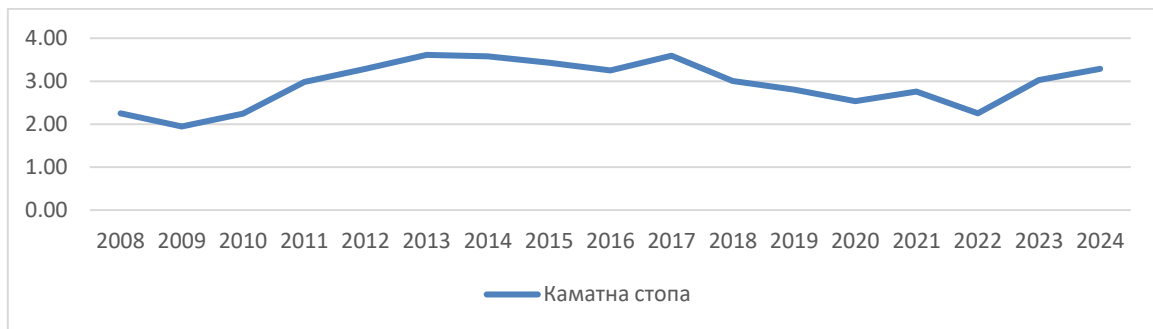
Према подацима из Табеле 40, каматна стопа на јавни дуг Црне Горе у периоду од 2008. до 2024. године показује изражене фазе колебања, условљене како спољним, тако и унутрашњим факторима. Почетком посматраног периода (2008–2010.) каматне стопе су биле релативно умерене, у распону од 1,95% до 2,25%. Међутим, након избијања глобалне финансијске кризе, дошло је до раста трошкова задуживања, услед повећаног ризика и пада поверења инвеститора у средње и високо задужене економије региона.

У периоду од 2011. до 2013. године каматна стопа на јавни дуг се значајно повећава, достижући максимум од 3,61% у 2013. години. Овај раст се може повезати са већим обимом државног задуживања ради финансирања буџетског дефицита и потреба јавног сектора, као и са ограниченим приступом повољним изворима финансирања на међународном тржишту.

Након 2014. године приметан је постепени тренд стабилизације и благог смањења каматних стопа. У овом периоду дошло је до побољшања кредитног рејтинга земље, делимично због контролисаног управљања јавним дугом и реструктурирања постојећих зајмова. Пад каматне стопе са 3,58% у 2014. на 3,00% у 2018. години указује на раст поверења инвеститора и релативну стабилизацију јавних финансија.

Током 2020. године, под утицајем пандемије КОВИД-19, каматна стопа на јавни дуг благо опада на 2,53%. Иако је јавни дуг у овом периоду растао, глобално окружење ниских каматних стопа омогућило је Црној Гори приступ повољнијем финансирању. Међутим, након 2021. године запажа се постепени раст каматне стопе са 2,76% у 2021. на 3,29% у 2024. години. Тај пораст је последица глобалног раста каматних стопа услед поштравања монетарне политике Европске централне банке и других водећих институција, као одговора на појачане инфлаторне притиске. Истовремено, повећани ниво јавног дуга и фискални дефицити допринели су умереном повећању ризичне премије за Црну Гору.

Графикон 31 – Графички приказ каматних стопа у Републици Црној Гори изражених у % за посматрани период



Извор: Ауторски приказ на основу табеле 41.

Графикон 31 приказује динамику каматне стопе на јавни дуг Црне Горе током посматраног периода, при чему су јасно уочљиве три фазе:

- Период нестабилности и раста стопа (2008–2013.) – условљен глобалном кризом и повећаним ризиком задуживања;
- Фаза стабилизације и релативно ниских стопа (2014–2020.) – као резултат макрофискалне консолидације и повољних услова на међународним тржиштима;
- Фаза поновног раста каматних стопа (2021–2024.) – под утицајем глобалне инфлације и рестриктивнијих монетарних услова.

У целини, може се закључити да се каматна стопа на јавни дуг Црне Горе кретала у складу са променама на међународном финансијском тржишту, али и са домаћим фискалним изазовима. Иако Црна Гора као чланица еврозоне нема суверенитет у вођењу монетарне политике, њен фискални кредибилитет и макроекономска стабилност представљају кључне факторе који утичу на услове под којима се држава задужује. Одржавање стабилности јавног дуга и контролисање трошкова сервисирања обавеза остају један од најважнијих приоритета економске политике земље у наредном периоду.

4.3.3. Контролисана динамика каматне стопе у Републици Северној Македонији

Каматна стопа на јавни дуг у Републици Северној Македонији током периода од 2008. до 2024. године одражава стабилне, али умерено променљиве услове задуживања,

условљене макроекономским кретањима и релативно конзервативном фискалном политиком земље. Након иницијалних флукуација у годинама након глобалне финансијске кризе, каматна стопа је постепено показивала тенденцију стабилизације, што указује на контролисано управљање јавним дугом и појачану фискалну дисциплину. У анализираном периоду, минимална вредност каматне стопе износила је 2,22%, максимална 4,21%, док је просечна вредност достигла 2,87% (обрачунато на основу Табеле 42). Овакво кретање сугерише да је Северна Македонија успела да задржи релативно повољне услове финансирања и ограничен раст трошкова сервисирања дуга, упркос периодичним изазовима на међународним тржиштима капитала.

Табела 42 – Сагледавање каматних стопа у Републици Северној Македонији изражених у % за посматрани период

Године	Каматна стопа
2008.	3,06
2009.	2,49
2010.	3,00
2011.	2,67
2012.	2,70
2013.	2,71
2014.	2,53
2015.	4,23
2016.	2,87
2017.	3,45
2018.	2,90
2019.	2,90
2020.	2,36
2021.	2,37
2022.	2,22
2023.	2,81
2024.	3,47

Извор: Ауторски обрачун на основу сајта ММФ-а, доступно на:
https://www.imf.org/external/datamapper/GGXWDG_NGDP@WEO/SRB/MNE/MKD/BIH/ALB/HRV/BGR/ROU
https://www.imf.org/external/datamapper/GGXONLB_G01_GDP_PT@FM/SRB/MNE/MKD/BIH/ALB/HRV/BGR/ROU
https://www.imf.org/external/datamapper/GGXCNL_G01_GDP_PT@FM/SRB/MNE/MKD/BIH/ALB/HRV/BGR/ROU

Табела 42 приказује кретање каматне стопе у Северној Македонији током периода 2008–2024. године. Подаци указују на релативно стабилан ниво каматних стопа са појединачним флукуацијама које се могу довести у везу са глобалним економским приликама и домаћим монетарним политикама. Почетком периода, 2008. године, каматна стопа је износила 3,06%, да би у 2009. години пала на 2,49%, што је последица глобалне финансијске кризе и настојања централне банке да стимулише кредитну активност. Током периода 2010–2014., каматна стопа се креће у распону од 2,53% до 3,00%, показујући релативну стабилност уз мање осцилације.

Година 2015. бележи значајан скок на 4,23%, што представља највишу вредност у посматраном периоду. Након тога, каматна стопа се поново смањује и стабилизује у периоду 2018–2022., задржавајући се испод 3%, са минималним вредностима у 2020. и 2022. години (2,36 и 2,22%), делимично као реакција на глобалну пандемију КОВИД-19 и а делимично као последица мера подршке привреди.

Последње две године, 2023–2024, показују умерен раст каматне стопе на 2,81% и 3,47%, што указује на постепено заоштравање монетарне политике у циљу контроле инфлације и стабилизације финансијског тржишта.

Графикон 32 – Графички приказ каматних стопа у Републици Северној Македонији изражених у % за посматрани период



Извор: Ауторски приказ на основу табеле 42.

Графикон 32 визуелно приказује кретање каматне стопе на јавни дуг Северне Македоније током посматраног периода. Уочљивасутриразвојнациклуса:

- Период високих и растућих стопа (2008–2010.) – последица глобалне финансијске кризе и ограниченог приступа повољним изворима финансирања;
- Период релативне стабилизације уз високе трошкове задуживања (2011–2020.) – одраз постепене консолидације јавних финансија, али без значајнијег пада каматних стопа;
- Период поновног раста каматних стопа (2021–2024.) – резултат глобалне инфлаторне кризе и поштравања услова задуживања на међународним тржиштима.

Сумарно говорећи, каматна стопа на јавни дуг Северне Македоније у периоду од 2008. до 2024. године показује висок степен стабилности и контролисану динамику, уз изузетак краткотрајног скока у 2015. години. Овакво кретање указује на релативну стабилност макроекономског окружења, конзервативну фискалну политику и поверење међународних кредитора у одрживост јавног дуга земље.

4.3.4. Анализа каматне стопе Босне и Херцеговине

Каматна политика и услови задуживања Босне и Херцеговине током посматраног периода одражавали су умерену динамику и стабилне трошкове финансирања јавног дуга. Каматна стопа на јавни дуг у Босни и Херцеговини током периода од 2008. до 2024. године показује стабилно и умерено кретање, што је последица ограниченог обима задуживања и доминације повољних кредита међународних финансијских институција. Земља се у великој мери ослањала на концесионе изворе финансирања са нижим каматним стопама, што је допринело одрживости јавног дуга и релативно ниском фискалном оптерећењу. У посматраном периоду, минимална вредност каматне стопе износила је 1,40%, максимална 2,93%, док је просечна вредност била 1,91% (обрачунато на основу Табеле 43). Ови подаци указују на стабилан и предвидив трошак задуживања, који је у великој мери допринео очувању фискалне равнотеже и ограничењу ризика од раста каматних расхода у структури буџета.

Табела 43 – Сагледавање каматних стопа у Босни и Херцеговини изражених у % за посматрани период

Године	Каматна стопа
2008.	1,58
2009.	1,40

2010.	1,40
2011.	1,54
2012.	1,67
2013.	1,67
2014.	1,63
2015.	1,72
2016.	1,89
2017.	2,12
2018.	2,12
2019.	2,26
2020.	1,97
2021.	1,85
2022.	2,00
2023.	2,69
2024.	2,93

Извор: Ауторски обрачун на основу сајта ММФ-а, доступно на:
https://www.imf.org/external/datamapper/GGXWDG_NGDP@WEO/SRB/MNE/MKD/BIH/ALB/HRV/BGR/ROU

https://www.imf.org/external/datamapper/GGXONLB_G01_GDP_PT@FM/SRB/MNE/MKD/BIH/ALB/HRV/BGR/ROU

https://www.imf.org/external/datamapper/GGXCNL_G01_GDP_PT@FM/SRB/MNE/MKD/BIH/ALB/HRV/BGR/ROU

Подаци из Табеле 43 показују да је каматна стопа на јавни дуг у Босни и Херцеговини у периоду од 2008. до 2024. године бележила умерене, али постепене промене, уз благо узлазни тренд у другој половини посматраног периода.

На почетку посматраног периода, 2008. године, каматна стопа је износила 1,58%, што указује на релативно повољне услове задуживања. У годинама које су уследиле, од 2009. до 2012, стопа се кретала у уском распону од 1,40% до 1,67%, што сведочи о стабилности трошкова финансирања јавног дуга упркос последицама глобалне финансијске кризе. Период од 2013. до 2019. године карактерише благ пораст каматних стопа – са 1,63% у 2014. на 2,26% у 2019. години. Ипак, и у овом периоду каматна стопа остаје ниска у регионалном контексту, што указује на контролисане ризике и стабилну фискалну позицију.

У наредном периоду, од 2020. до 2022. године, стопе се благо смањују и крећу између 1,85% и 2,00%, што је последица глобалних услова ниских каматних стопа током

пандемије КОВИД-19. Међутим, у последње две године посматраног периода (2023. и 2024.) приметан је израженији раст каматне стопе – најпре на 2,69%, а затим на 2,93%. Тај тренд одговара глобалном поштравању монетарне политике, расту инфлације и повећању премије ризика у земљама западног Балкана.

Графикон 33 – Графички приказ каматних стопа у Босни и Херцеговини изражених у % за посматрани период



Извор: Ауторски приказ на основу Табеле 43.

Графикон 33 илуструје благ и постепен раст каматне стопе на јавни дуг у Босни и Херцеговини током целог посматраног периода, без изражених осцилација или наглих промена. Уочљива су два релативно мирна циклуса – први обухвата период постепеног раста до 2015. године, а други стабилизацију након 2016. године, што потврђује конзервативан приступ управљању јавним дугом и ограничену изложеност тржишним ризицима.

4.3.5. Динамика каматне стопе у Републици Албанији

Финансијска политика Албаније у посматраном периоду била је усмерена на постепено смањење трошкова задуживања и јачање поверења инвеститора у домаће хартије од вредности. Каматна стопа на јавни дуг у Републици Албанији у периоду од 2008. до 2024. године показује умерено променљиву, али у целини стабилну динамику, што одражава постепено јачање поверења инвеститора и унапређење макроекономског управљања. Након иницијалних осцилација изазваних глобалном финансијском кризом и периодичних фискалних притисака, земља је успела да успостави релативно стабилне услове задуживања, уз контролисан раст каматних расхода. У посматраном интервалу, минимална вредност каматне стопе износила је 2,57%, максимална 5,82%,

док је просечна вредност достигла 3,93% (обрачунато на основу Табеле 44). Овакво кретање указује да је Албанија, упркос повременим финансијским турбуленцијама и осетљивости на спољне шокове, успела да очува одржив ниво трошкова задуживања и релативно повољне услове финансирања јавног дуга.

Табела 44 – Сагледавање каматних стопа у Републици Албанији изражених у % за посматрани период

Године	Каматна стопа
2008.	5,27
2009.	5,32
2010.	5,82
2011.	5,32
2012.	5,02
2013.	4,55
2014.	3,98
2015.	3,67
2016.	3,35
2017.	2,86
2018.	3,20
2019.	3,08
2020.	2,76
2021.	2,57
2022.	2,82
2023.	3,44
2024.	3,86

Извор: Ауторски обрачун на основу сајта ММФ-а, доступно на:
https://www.imf.org/external/datamapper/GGXWDG_NGDP@WEO/SRB/MNE/MKD/BIH/ALB/HRV/BGR/ROU
https://www.imf.org/external/datamapper/GGXONLB_G01_GDP_PT@FM/SRB/MNE/MKD/BIH/ALB/HRV/BGR/ROU
https://www.imf.org/external/datamapper/GGXCNL_G01_GDP_PT@FM/SRB/MNE/MKD/BIH/ALB/HRV/BGR/ROU

Према подацима из Табеле 44, уочава се да су каматне стопе у Албанији током посматраног периода биле осетно више у првим годинама након глобалне финансијске кризе, а да је затим уследио постепени пад и стабилизација. У 2008. години каматна стопа на јавни дуг износила је 5,27%, а у 2010. достигла је 5,82%, што је био један од највиших нивоа у читавом периоду. Овако висок ниво каматне стопе указује на

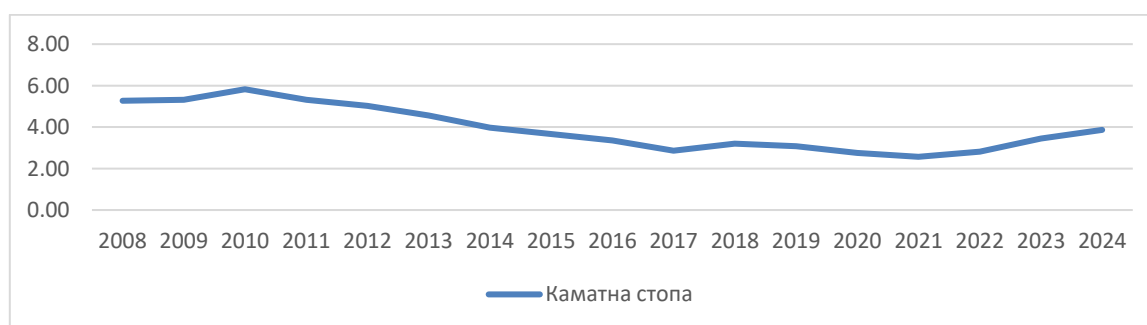
повећани ризик и ограничен приступ међународним тржиштима капитала у условима кризе, као и на високу зависност државе од домаћег задуживања по релативно неповољним условима.

Након 2011. године почиње постепено смањење каматних стопа. Од 5,32% у 2011. години, оне падају на 3,35% у 2016. години, што представља резултат успешнијег управљања јавним дугом и побољшања макроекономске стабилности. Албанија је у том периоду спровела низ реформи усмерених на фискалну консолидацију, јачање јавних финансија и стабилизацију банкарског сектора, што је довело до повећања поверења инвеститора и нижих трошкова задуживања.

Период од 2017. до 2021. године карактерише релативно ниска и стабилна каматна стопа, која се кретала између 2,57% и 3,20%. Овај тренд пада каматних стопа био је усклађен са глобалним условима ниских камата и експанзивном монетарном политиком која је преовлађивала у већини земаља региона. Албанија је у овом периоду успела да побољша свој кредитни рејтинг и продужи рочност дуга, што је додатно умањило трошкове сервисирања обавеза.

Од 2022. године, међутим, долази до благог преокрета. Пораст инфлације, нестабилност међународних финансијских тржишта и раст каматних стопа у еврозони довели су до поновног повећања трошкова задуживања. Каматна стопа на јавни дуг у Албанији порасла је са 2,82% у 2022. на 3,44% у 2023, односно 3,86% у 2024. години. Иако је тај пораст био умерен, он указује на глобални тренд поскупљења финансирања и повећање премије ризика у мањим економијама западног Балкана.

Графикон 34 – Графички приказ каматних стопа у Републици Албанији изражених у % за посматрани период



Извор: Ауторски приказ на основу Табеле 44.

Графикон 34 приказује динамику каматне стопе у Албанији током целог посматраног периода. Видљивесутриклључнефазеразвоја:

- Период високих каматних стопа (2008–2010) – условљен последицама глобалне кризе и ограниченим приступом повољним изворима финансирања;
- Период пада и стабилизације каматних стопа (2011–2021) – који одражава фискалну консолидацију и раст поверења инвеститора;
- Период благог раста каматних стопа (2022–2024) – под утицајем глобалних инфлаторних притисака и рестриктивније монетарне политике.

У целини посматрано, каматна стопа на јавни дуг у Албанији показује релативно повољан тренд. Након периода високих трошкова задуживања, држава је постепено успела да стабилизује фискални систем, смањи ризичну премију и обезбеди приступ повољнијим изворима финансирања. Ипак, нови изазови у виду раста глобалних каматних стопа и инфлације поново могу утицати на повећање трошкова сервисирања дуга у наредним годинама. Зато ће одржавање ниске каматне стопе и контролисање јавног дуга бити кључни приоритети економске политике Албаније у блиској будућности.

4.3.6. Каматне стопе Републике Хрватске као инструмент одрживости јавног дуга

Хрватска је у посматраном периоду спроводила политику постепене фискалне консолидације, уз повремене притиске на трошкове задуживања који су зависили од глобалних финансијских услова. Каматна стопа на јавни дуг у Републици Хрватској у периоду од 2008. до 2024. године показује стабилно, али умерено узлазно кретање, одражавајући постепен процес фискалне консолидације, али и осетљивост на глобалне финансијске токове и премију ризика земље. Након иницијалног раста услед светске финансијске кризе, каматна стопа се у наредним годинама постепено стабилизовала, праћена јачањем кредитног рејтинга и приближавањем европским монетарним стандардима. У анализираном периоду, минимална вредност каматне стопе износила је 1,78%, максимална 3,87%, док је просечна вредност достигла 3,01% (обрачунато на основу Табеле 45). Овакво кретање указује на релативно повољне услове задуживања, који су се додатно унапредили након приступања Европској унији и увођења евра, што је допринело смањењу трошкова финансирања и повећању поверења међународних кредитора у стабилност јавних финансија Хрватске.

Табела 45 – Сагледавање каматних стопа у Републици Хрватској изражених у % за посматрани период

Године	Каматна стопа
2008.	3,65
2009.	3,76
2010.	3,50
2011.	3,66
2012.	3,88
2013.	3,37
2014.	3,46
2015.	3,73
2016.	3,56
2017.	3,15
2018.	2,83
2019.	2,85
2020.	2,06
2021.	1,79
2022.	1,78
2023.	2,10
2024.	2,03

Извор: Ауторски обрачун на основу сајта ММФ-а, доступно на:
https://www.imf.org/external/datamapper/GGXWDG_NGDP@WEO/SRB/MNE/MKD/BIH/ALB/HRV/BGR/ROU
https://www.imf.org/external/datamapper/GGXONLB_G01_GDP_PT@FM/SRB/MNE/MKD/BIH/ALB/HRV/BGR/ROU
https://www.imf.org/external/datamapper/GGXCNL_G01_GDP_PT@FM/SRB/MNE/MKD/BIH/ALB/HRV/BGR/ROU

Према подацима из Табеле 45, почетком периода (2008–2012.) каматне стопе на јавни дуг Хрватске биле су релативно високе, али стабилне. Крећући се у распону од 3,50% до 3,88%, оне су одражавале повећану неизвесност током светске финансијске кризе и изазове у домаћој привреди, који су се огледали у паду БДП-а и повећању фискалних дефицита. Упркос томе, Хрватска је у овом периоду успевала да задржи приступ међународним тржиштима капитала и обезбеди средства по условима који су били повољнији од већине земаља региона.

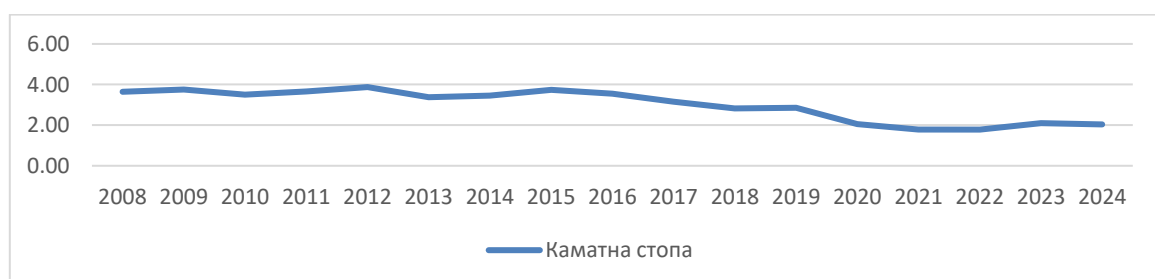
Од 2013. године почиње постепени тренд смањења каматних стопа, што се може довести у везу са стабилизацијом јавних финансија, спровођењем структурних

реформи и растом поверења међународних кредитора. Каматна стопа је са 3,37% у 2013. години опала на 2,83% у 2018, што представља значајно смањење трошкова задуживања у релативно кратком периоду. Овај пад уједно је био резултат смањења премије ризика и приближавања Хрватске стандардима Европске уније, у којој је земља постала чланица 2013. године.

Период од 2019. до 2022. године обележен је стабилизацијом и даљим падом каматних стопа, које су у том интервалу достигле најниже вредности у посматраном периоду. Посебно у 2020. и 2021. години, под утицајем експанзивних монетарних политика Европске централне банке и ниских каматних стопа на глобалном нивоу, Хрватска је могла да се задужује по изузетно повољним условима – 2,06% у 2020. и свега 1,79% у 2021. години.

У последње две године, 2023. и 2024, приметан је благ раст каматне стопе – прво на 2,10%, а затим благо смањење на 2,03%. Ове вредности су и даље на веома ниском нивоу, што указује на стабилан положај земље у еврозони и повољне услове финансирања захваљујући увођењу евра као званичне валуте од 2023. године. Прелазак на евро елиминисао је девизни ризик и додатно смањио трошкове задуживања, што је један од кључних фактора очувања ниских каматних стопа у наредном периоду.

Графикон 35 – Графички приказ каматних стопа у Републици Хрватској изражених у % за посматрани период



Извор: Ауторски приказ на основу Табеле 45.

Графикон 35 визуелно представља кретање каматне стопе на јавни дуг Хрватске и јасно приказује три карактеристичне фазе:

- Период кризе и умерено високих каматних стопа (2008–2012), обележен нестабилношћу и спољним финансијским ограничењима;

- Фаза стабилизације и пада каматних стопа (2013–2018), условљена фискалном консолидацијом и приближавањем ЕУ;
- Период ниских и стабилних каматних стопа (2019–2024), у складу са европским монетарним условима и увођењем евра.

Коначно, Хрватска је током посматраног периода остварила континуирано смањење каматне стопе на јавни дуг, што сведочи о повећању њене кредитне поузданости, макроекономској стабилности и интеграцији у европске финансијске токове. Овај тренд значајно доприноси одрживости јавног дуга и смањује фискални ризик земље у дугорочном периоду.

4.3.7. Кретање каматне стопе у Републици Бугарској

Каматна стопа на јавни дуг у Републици Бугарској у периоду од 2008. до 2024. године показује изузетно низак и стабилан ниво, што одражава једну од најздравијих фискалних позиција у региону Југоисточне Европе. Бугарска је током читавог посматраног периода задржала веома низак удео јавног дуга у БДП-у, уз минималне каматне расходе, што је резултат рестриктивне фискалне политике, стабилне монетарне структуре и умереног ослањања на спољно задуживање. У анализираном периоду, минимална вредност каматне стопе износила је 0,00%, максимална 2,56%, док је просечна вредност достигла 1,12% (обрачунато на основу Табеле 46). Овакво кретање потврђује висок степен фискалне дисциплине и снажну отпорност јавних финансија на спољне шокове. У појединим годинама, попут 2008. и 2020, у бази ММФ-а евидентиран је већи суфицит буџетског биланса у односу на примарни биланс, што је резултирало технички нултим вредностима трошка камата. Те вредности нису економски значајне већ представљају последицу заокруживања у изворним подацима, те су у овом истраживању третиране као 0,00 ради очувања конзистентности серије и реалног приказа фискалних услова у земљи.

Табела 46 – Сагледавање каматних стопа у Републици Бугарској изражених у % за посматрани период

Године	Каматна стопа
2008.	0,00
2009.	1,93
2010.	1,77

2011.	2,17
2012.	1,70
2013.	2,56
2014.	0,84
2015.	1,46
2016.	1,07
2017.	1,48
2018.	1,09
2019.	0,76
2020.	0,53
2021.	0,27
2022.	0,00
2023.	0,32
2024.	1,04

Извор: Ауторски обрачун на основу сајта ММФ-а, доступно на:
https://www.imf.org/external/datamapper/GGXWDG_NGDP@WEO/SRB/MNE/MKD/BIH/ALB/HRV/BGR/ROU

https://www.imf.org/external/datamapper/GGXONLB_G01_GDP_PT@FM/SRB/MNE/MKD/BIH/ALB/HRV/BGR/ROU

https://www.imf.org/external/datamapper/GGXCNL_G01_GDP_PT@FM/SRB/MNE/MKD/BIH/ALB/HRV/BGR/ROU

У почетним годинама, од 2008. до 2011, каматне стопе су биле релативно ниске, кретајући се између приближно 0,00% у 2008. и 2,17% у 2011. години. Ове вредности указују на високо поверење кредитора и конзервативну фискалну политику, чак и у условима глобалне финансијске кризе.

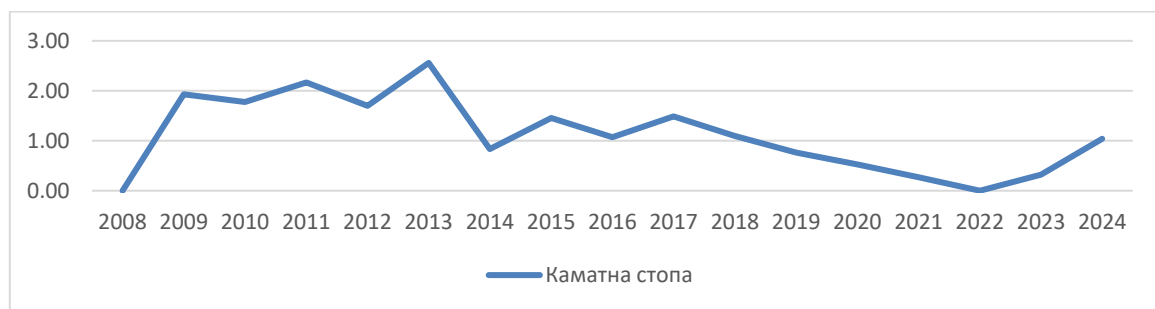
У периоду 2012–2016, каматне стопе показују благо колебање, са минималним вредностима од 0,84% у 2014. години и максимумом од 2,56% у 2013. години. Ова кретања могу се повезати са фискалним интервенцијама и променама у условима задуживања на међународним тржиштима. Упркос тим флукуацијама, стопе су остале изузетно ниске у поређењу са земљама региона, што је указивало на конзистентну финансијску стабилност.

У периоду од 2017. до 2022. године, каматна стопа на јавни дуг у Републици Бугарској бележи континуирани пад и достиже историјски најниже вредности. Након релативне стабилности у претходним годинама, стопе су се постепено смањивале са 1,48% у 2017. на свега 0,27% у 2021, док је у 2022. години евидентирана нулта вредност

(0,00%), што представља последицу занемарљиво niskих каматних расхода и заокруживања у бази података ММФ-а. Овај тренд одражава изузетну фискалну дисциплину, низак ниво јавног дуга и стабилност монетарног система у оквиру валутног одбора, уз истовремено повољне глобалне финансијске услове који су омогућили приступ капиталу по минималним каматним стопама.

Последње две године посматраног периода (2023–2024.) показују скроман раст каматних стопа на 0,32% и 1,04%, што је у складу са глобалним трендом постепеног поштравања монетарних политика након периода веома niskих камата. Ипак, чак и након овог раста, Бугарска задржава најповољније услове задуживања у региону.

Графикон 36 – Графички приказ каматних стопа у Републици Бугарској изражених у % за посматрани период



Извор: Ауторски приказ на основу Табеле 46.

Графикон 36 јасно приказује три главна тренда у кретању каматних стопа на јавни дуг Бугарске:

- Почетни период niskих и стабилних стопа (2008–2012.), који је одраз поверења инвеститора и конзервативне фискалне политике;
- Флукуације са благим растом (2013–2016.), последица интервенција и спољних економских фактора;
- Фаза рекордно niskих стопа и стабилизације (2017–2024.), која потврђује финансијску одрживост и niskи ризик за инвеститоре.

Бугарска током посматраног периода успева да одржи минималне трошкове јавног дуга, што јој пружа значајну фискалну флексибилност и позитивно утиче на одрживост државних финансија у дугорочном периоду. Захваљујући томе, земља је у стању да

усмерава већи део буџетских средстава ка развојним и инвестиционим расходима, уместо ка сервисирању дуга, што додатно јача њену макроекономску стабилност.

4.3.8. Тренд кретања каматне стопе у Румунији

Фискална политика Румуније током посматраног периода била је обележена настојањем да се обезбеди стабилност јавних финансија уз истовремене изазове у контроли трошкова задуживања. Каматна стопа на јавни дуг у Републици Румунији у периоду од 2008. до 2024. године показује умерено повећање уз изражене флукуације, што одражава нестабилније макроекономске услове и осетљивост земље на промене на међународним тржиштима капитала. У посматраном периоду, минимална вредност каматне стопе износила је 2,66%, максимална 4,64%, док је просечна вредност достигла 3,69% (обрачунато на основу Табеле 47). Овакво кретање указује на умерено повећане трошкове задуживања, али и на релативно стабилну способност Румуније да сервисира јавни дуг, захваљујући постепеном побољшању кредитног рејтинга, приливу страних инвестиција и расту поверења финансијских тржишта у одрживост јавних финансија.

Табела 47 – Сагледавање каматних стопа у Републици Бугарској изражених у % за посматрани период

Године	Каматна стопа
2008.	4,54
2009.	4,36
2010.	4,11
2011.	4,26
2012.	4,64
2013.	4,22
2014.	3,65
2015.	3,30
2016.	3,27
2017.	3,10
2018.	3,62
2019.	2,99
2020.	2,66
2021.	2,83
2022.	3,97
2023.	3,57
2024.	3,68

Извор: Ауторски обрачун на основу сајта ММФ-а, доступно на:
https://www.imf.org/external/datamapper/GGXWDG_NGDP@WEO/SRB/MNE/MKD/BIH/ALB/HRV/BGR/ROU

https://www.imf.org/external/datamapper/GGXONLB_G01_GDP_PT@FM/SRB/MNE/MKD/BIH/ALB/HRV/BGR/ROU

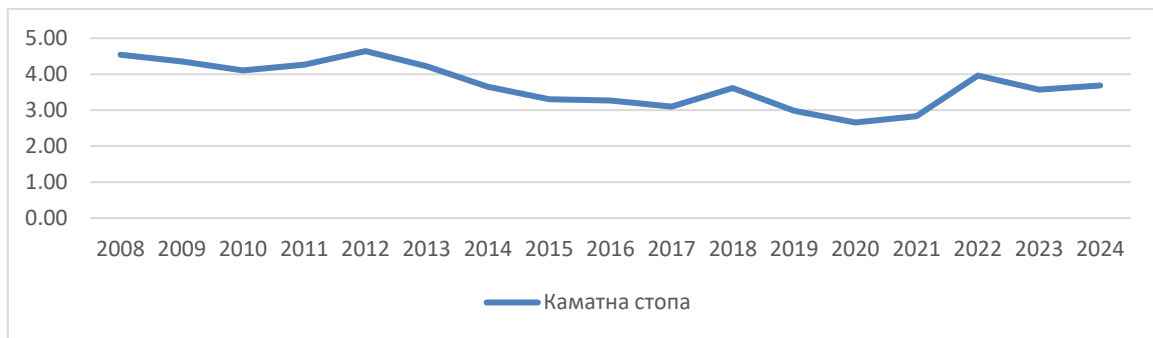
https://www.imf.org/external/datamapper/GGXCNL_G01_GDP_PT@FM/SRB/MNE/MKD/BIH/ALB/HRV/BGR/ROU

Табела 47 приказује динамику каматне стопе на јавни дуг Румуније. У периоду 2008–2012. године каматне стопе су се кретале у распону од 4,11% до 4,64%, што одражава период економских изазова, глобалну финансијску кризу и фискалну неизвесност. Упркос овим условима, Румунија је успевала да одржи приступ међународним финансијским тржиштима, обезбеђујући средства по релативно стабилним условима.

Од 2013. године примећује се период постепеног смањења каматних стопа, што се може повезати са фискалном консолидацијом, спровођењем економских реформи и растом поверења међународних кредитора. Каматна стопа је са 4,22% у 2013. години опала на 3,10% у 2017., што представља значајно смањење трошкова задуживања у релативно кратком периоду.

Период 2018–2021. обележен је умереним флукуацијама, при чему каматне стопе варирају између 2,66% и 3,62%, услед глобалних економских кретања и интерних монетарних политика. Од 2022. године каматне стопе поново бележе благо повећање, достижући 3,97%, након чега следи мањи пад на 3,68% у 2024. години. Ове вредности указују на стабилност финансијског положаја земље, уз очување приступа тржиштима капитала по релативно повољним условима.

Графикон 37 – Графички приказ каматних стопа у Републици Румунији изражених у % за посматрани период



Извор: Ауторски приказ на основу Табеле 47.

Графикон 37 визуелно приказује кретање каматних стопа на јавни дуг Румуније и истиче три карактеристичне фазе:

- Период умерено високих каматних стопа (2008–2012.), повезан са глобалном кризом и фискалном неизвесношћу;
- Фаза постепеног смањења каматних стопа (2013–2017.), условљена економским реформама и консолидованим јавним финансијама;
- Период стабилних и умерено повећаних каматних стопа (2018–2024.), у складу са домаћом монетарном политиком и међународним финансијским условима.

Током посматраног периода Румунија је остварила релативно стабилне и у већини случајева опадајуће каматне стопе на јавни дуг, што сведочи о повећању кредитне поузданости државе и одрживости јавног дуга. Овај тренд доприноси смањењу фискалног ризика и обезбеђује повољније услове задуживања у будућем периоду.

4.3.9 Компаратвни приказ каматне стопе на јавни дуг у земљама Југоисточне Европе

На основу досадашње анализе каматних стопа на јавни дуг у посматраним земљама Југоисточне Европе, уочава се општа правилност да раст камате на јавни дуг најчешће одражава појачане фискалне ризике, нестабилност јавних финансија и повећану премију ризика земље, док њено смањење указује на побољшање кредитне поузданости, јачање макроекономске стабилности и повољније услове финансирања на међународном тржишту капитала. У том контексту, кретање каматних стопа

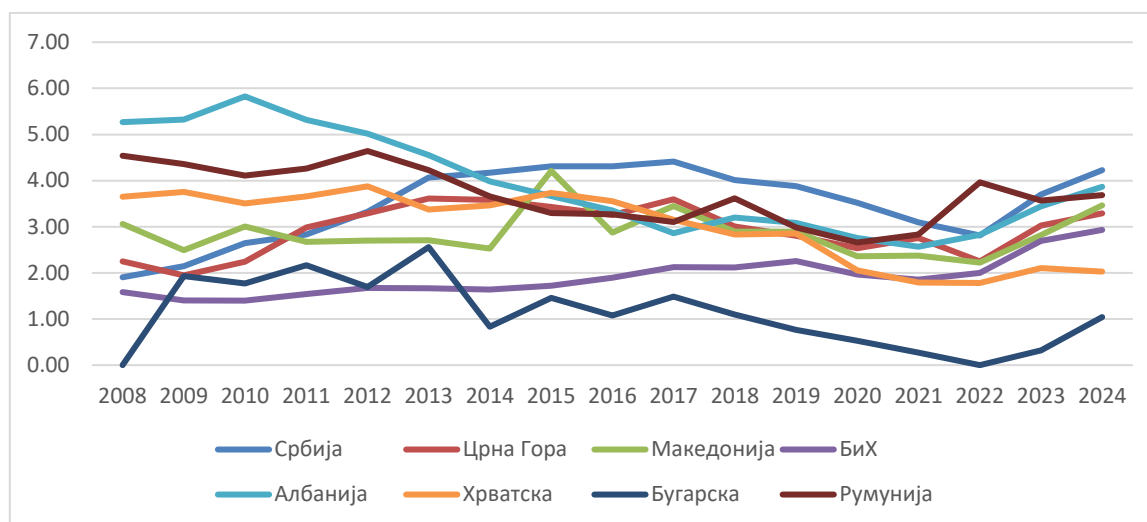
представља поуздан индикатор фискалног кредибилитета и степена интегрисаности појединих економија у регионалне и европске финансијске токове.

Графикон 28 пружа комаратвни приказ кретања каматних стопа на јавни дуг у земљама Југоисточне Европе током посматраног периода. Овај приказ омогућава уочавање сличности и разлика у финансијским условима задуживања, као и процену кредитне поузданости појединих држава региона.

На основу графикана може се закључити да су готово све земље региона током периода глобалне финансијске кризе (2008–2012.) бележиле релативно високе каматне стопе, што је одраз повећаног ризика и неизвесности на међународним тржиштима капитала. Међутим, динамика стопа након 2012. године показује различите трендове: неке државе, попут Хрватске и Румуније, успеле су да постепено смање каматне стопе захваљујући фискалној консолидацији и економским реформама, док друге земље региона бележе спорије падове или умерене флукуације услед интерних економских и политичких фактора.

Период након 2019. године карактерише стабилизација каматних стопа, уз изузетак краткорочних пораста у неким државама услед глобалних монетарних промена и економских потреса. Уопштено, земље Југоисточне Европе оствариле су смањење трошкова задуживања на јавни дуг, што указује на раст поверења инвеститора и већу интеграцију у европске финансијске токове.

Графикон 38 – Компаративни приказ кретања каматних стопа на јавни дуг у земљама Југоисточне Европе у посматраном периоду



Извор: Ауторски приказ на основу табела 40, 41, 42, 43, 44, 45, 46 и 47.

Компаративни графикон приказује кретање каматних стопа на јавни дуг земаља Југоисточне Европе у периоду од 2008. до 2024. године и омогућава јасан увид у разлике у нивоу и динамици трошкова задуживања између посматраних држава. Видљиво је да Србија и Црна Гора имају највише каматне стопе током већег дела периода, што је последица вишег ризика земље, ограниченог кредитног рејтинга и већег ослањања на комерцијалне изворе финансирања. Са друге стране, Бугарска, БиХ и Северна Македонија показују стабилније и ниже каматне стопе, што указује на конзервативнији приступ задуживању и повољније услове кредита од међународних финансијских институција.

Хрватска и Албанија заузимају средишњу позицију – код Хрватске се уочава постепено смањење трошкова задуживања након приступања ЕУ и увођења евра, док Албанија бележи умерене флукуације уз релативно стабилне вредности. Румунија се издваја по нешто вишим каматним стопама у завршници периода, што је повезано са растом јавног дуга и поштравањем услова финансирања након глобалне инфлаторне кризе. У целини, графикон потврђује јасну регионалну диференцијацију – земље са стабилнијим јавним финансијама и нижим нивоом дуга (попут Бугарске и БиХ) уживају повољније услове финансирања, док оне са већим фискалним притисцима и

вишим дугом (Србија, Црна Гора, Румунија) плаћају више трошкове сервисирања јавног дуга.

4.4. Инфлација у служби детерминисања нивоа јавног дуга

Инфлација представља један од кључних макроекономских фактора који утичу на динамику јавног дуга и његову одрживост. Њено кретање одражава стање агрегатне тражње, монетарне политике и ценовне стабилности, али истовремено делује и као механизам корекције реалне вредности дуга. Виша инфлација у кратком року може релативно умањити реални терет постојећих обавеза државе, смањујући однос јавног дуга према БДП-у, али дугорочно носи ризик повећања номиналних каматних стопа и трошкова сервисирања нових зајмова (ММФ, 2012). У условима умерене и стабилне инфлације, фискални систем има могућност одржавања равнотеже између реалне вредности дуга и фискалних прихода, док изражени инфлаторни притисци могу довести до ерозије буџетских основа и нарушавања кредитне стабилности (Reis, 2022). Из тог разлога, Европска централна банка у свом билтену из марта 2013. године наглашава да очување ценовне стабилности представља кључни услов економског опоравка и повратка поверења на финансијским тржиштима. Истовремено, ЕЦБ инсистира на спровођењу фискалне консолидације и структурних реформи као предусловима за дугорочну одрживост јавних финансија. Иако се инфлација не посматра као директан инструмент смањења јавног дуга, документ имплицира да стабилност цена и уравнотежене јавне финансије представљају комплементарне циљеве економске политике у еврозони (ЕЦБ, 2013).

Однос између јавног дуга и инфлације потврђује и више новијих емпиријских истраживања. Ромеро и Марин (2017) показују да у земљама нето дужницама раст јавног дуга има статистички значајан инфлаторни ефекат. Са друге стране, анализе на примеру G7 економија показују да екстремно ниска инфлација доводи до повећања односа јавног дуга и БДП-а, јер умањује номинални раст и појачава терет већ акумулираних обавеза (Bernardin и остали, 2017). Ипак, умерено виша инфлација може само делимично да умањи јавни дуг, али сама по себи није довољна да реши проблем његове одрживости (Fukunaga и остали, 2021). Свеобухватан преглед међународне литературе указује да је позитивна веза између дуга и инфлације нарочито изражена у земљама са slabим финансијским тржиштима и високим нивоом дефицита (Akingbade и Odhiambo, 2020).

Посматрање кретања инфлације у земљама Југоисточне Европе током периода 2008–2024. године омогућава да се уочи њен двоструки ефекат – као фактора релативног смањења удела дуга у БДП-у у кратком року и као извора потенцијалних фискалних ризика у дугорочном хоризонту. Подаци о просечној годишњој стопи инфлације преузети су у целини из базе података ММФ-а.

4.4.1. Инфлаторна кретања у Републици Србији

Искуство хиперинфлације из прве половине 1990-их година оставило је дубок траг на монетарни систем Србије и одредило дугорочну усмереност ка очувању стабилности цена. У периоду транзиције и постепеног економског опоравка, контрола инфлације постала је један од приоритета економске политике, посебно након успостављања режима циљане инфлације који спроводи Народна банка Србије. Инфлација у Републици Србији у периоду од 2008. до 2024. године показује изражену променљивост, одражавајући утицај глобалних криза, промена девизног курса и домаћих монетарних политика. Иако је земља у појединим годинама бележила двоцифрене стопе раста цена, у целини је постигнута релативна стабилизација током друге половине посматраног периода. Минимална вредност инфлације износила је 1,1%, максимална 12,4%, док је просечна вредност достигла 5,82% (обрачунато на основу Табеле 48). Оваква кретања одражавају постепено прилагођавање монетарне политике Народне банке Србије циљаној инфлацији, али и осетљивост на спољне ценовне шокове у временима нестабилности.

Табела 48 – Сагледавање просечне годишње инфлације у Републици Србији изражене у % за посматрани период

Године	Инфлација
2008.	12,40
2009.	8,10
2010.	6,10
2011.	11,10
2012.	7,30
2013.	7,70
2014.	2,10
2015.	1,40
2016.	1,10
2017.	3,10
2018.	2,00
2019.	1,80

2020.	1,60
2021.	4,10
2022.	12,00
2023.	12,40
2024.	4,70

Извор: Сајт ММФ-а, доступно на:

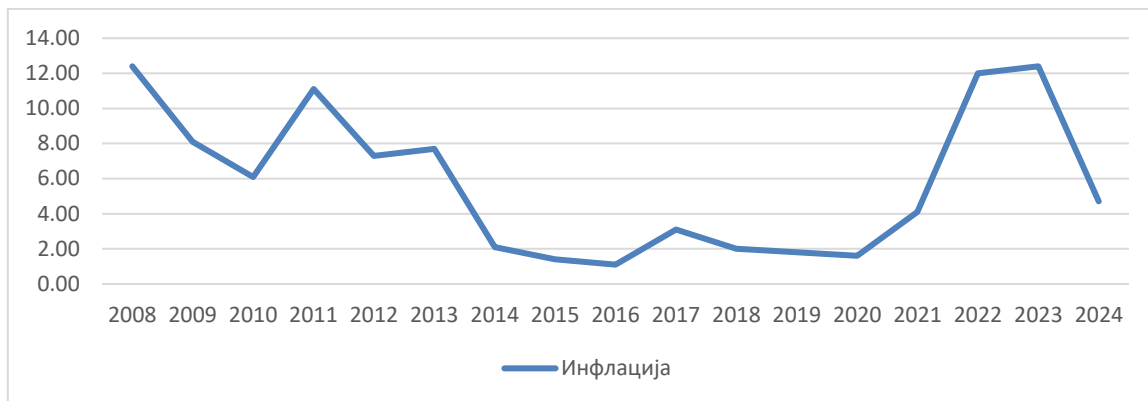
<https://www.imf.org/external/datamapper/PCPIPCH@WEO/SRB/MNE/MKD/BIH/ALB/HRV/BGR/ROU>

Подаци из Табеле 48 указују на три јасно издвојена инфлациона циклуса у Републици Србији током периода 2008–2024. године. Први циклус, који обухвата године од 2008. до 2013, карактерише изражена нестабилност и виша стопа инфлације, уз двоцифрене вредности у 2008. и 2011. години. Ово је последица ефеката глобалне финансијске кризе, повећаних трошкова увоза, као и неусаглашености између монетарне и фискалне политике.

Други циклус, од 2014. до 2020. године, обележен је стабилизацијом цена и периодом ниске инфлације. Током ових година инфлација се углавном кретала испод 3%, што је последица поштравања монетарне политике Народне банке Србије, стабилног девизног курса и ограниченог раста агрегатне тражње. Овај период представља фазу ценовне стабилности, током које је земља успела да достигне инфлацију блиску циљаном опсегу.

Трећи циклус започиње 2021. године и карактерише га нагли раст инфлације, услед глобалних поремећаја у снабдевачким ланцима, пораста цена енергената и хране, као и утицаја спољних инфлаторних шокова након пандемије КОВИД-19. Инфлација достиже највише вредности у 2022. и 2023. години (12,0% и 12,4%), док у 2024. години долази до делимичног смиривања и пада на 4,7%. Овај завршни тренд указује на ефекте рестриктивнијих монетарних мера и постепену стабилизацију цена на домаћем и међународном тржишту.

Графикон 39 – Графички приказ просечне годишње инфлације у Републици Србији изражене у % за посматрани период



Извор: Ауторски приказ на основу Табеле 48.

Графикон 39 визуелно приказује кретање стопе инфлације у Републици Србији током периода 2008–2024. године и потврђује изражену волатилност и присуство три јасно дефинисана циклуса. Уочава се висок ниво инфлације у почетном периоду (2008–2011.), након чега следи нагли пад и стабилизација цена у интервалу од 2014. до 2020. године, када је инфлација углавном била испод циљаног нивоа Народне банке Србије. Период од 2021. до 2023. године карактерише оштар раст инфлације као последица глобалних поремећаја у понуди, раста цена енергената и хране, као и појачаних спољних инфлаторних притисака. Током 2024. године приметан је пад инфлације и повратак ка умеренијим вредностима, што указује на ефекте рестриктивних мера монетарне политике и постепено прилагођавање домаћег тржишта стабилнијим ценовним условима.

4.4.2. Посматрање кретања инфлације у Републици Црној Гори

Инфлација у Црној Гори одражава специфичности економије која је високо отворена и потпуно евроизована, без сопствене монетарне политике и емисионе функције. С обзиром на то да земља користи евро као званичну валуту, ниво цена у великој мери зависи од кретања инфлације у еврозони, промена увозних цена и спољних трговинских токова. У периоду од 2008. до 2024. године минимална вредност инфлације износила је $-0,7\%$, максимална 13% , док је просечна вредност достигла $3,28\%$ (обрачунато на основу Табеле 49). Након иницијалног периода пораста цена изазваног глобалном финансијском кризом, инфлација је у више наврата улазила у

фазу дефлације, нарочито у годинама смањене економске активности и пада агрегатне тражње. Поновни раст цена након 2021. године одраз је снажног утицаја глобалних инфлаторних кретања, пораста трошкова увоза и енергетских поремећаја, док умеренији нивои у 2024. години указују на делимично смиривање инфлаторних притисака и стабилизацију домаћег тржишта. Посматрано у целини, инфлација у Црној Гори показује умерен степен стабилности уз повремене поремећаје изазване глобалним кризама и спољним тржишним шоковима.

Табела 49 – Сагледавање просечне годишње инфлације у Републици Црној Гори изражене у % за посматрани период

Године	Инфлација
2008.	9,00
2009.	3,60
2010.	0,40
2011.	3,50
2012.	4,10
2013.	2,20
2014.	-0,70
2015.	1,50
2016.	-0,30
2017.	2,40
2018.	2,60
2019.	0,40
2020.	-0,20
2021.	2,40
2022.	13,00
2023.	8,60
2024.	3,30

Извор: Сајт ММФ-а, доступно на:

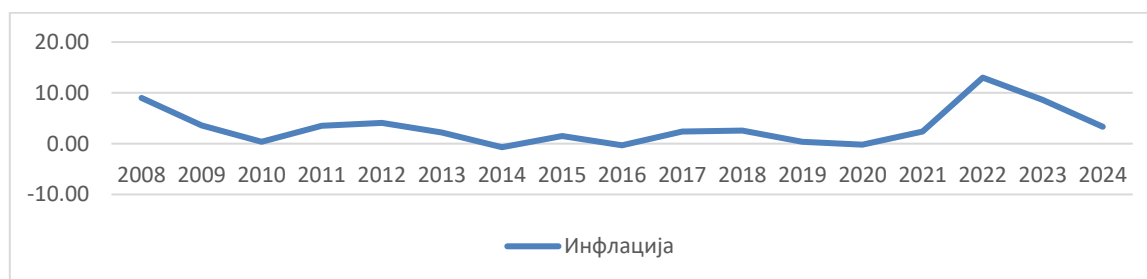
<https://www.imf.org/external/datamapper/PCPIPCH@WEO/SRB/MNE/MKD/BIH/ALB/HRV/BGR/ROU>

У почетном периоду, од 2008. до 2012. године, инфлација је релативно висока, што је последица пораста трошкова енергената и утицаја глобалне финансијске кризе на ценовне нивое. Већ од 2013. године започиње фаза стабилизације и ниске инфлације, у којој се у појединим годинама бележе и дефлаторни трендови, као што је случај 2014, 2016. и 2020. године, када су цене забележиле негативне стопе раста. Ови периоди

одражавају ограничену домаћу потрошњу и слабљење економске активности у условима спољних шокова.

Након 2021. године долази до израженог преокрета и снажног раста инфлације, који кулминира 2022. године када је достигнут максимум од 13%. Главни узроци овог пораста леже у расту глобалних цена енергената, хране и транспортних трошкова, као и у увозној зависности домаћег тржишта. У 2023. години инфлација остаје повишена (8,6%), али током 2024. долази до осетног пада на 3,3%, што указује на делимично прилагођавање и смиривање ценовних притисака. Сумирано, током посматраног периода Црна Гора показује висок степен осетљивости на спољне инфлаторне факторе, уз повремене фазе стабилизације које прате периоди глобалне ценовне равнотеже.

Графикон 40 – Графички приказ просечне годишње инфлације у Републици Црној Гори изражене у % за посматрани период



Извор: Ауторски приказ на основу Табеле 49.

Графикон 40 приказује кретање стопе инфлације у Републици Црној Гори у периоду 2008–2024. године и јасно илуструје њену осетљивост на спољне макроекономске факторе. Уочљив је иницијални пад инфлације након 2008. године, затим период релативне стабилизације и ниских стопа у интервалу 2013–2020, који укључује и неколико дефлаторних година. Од 2021. године инфлација нагло расте, достижући врхунац 2022. године, што се подудара са глобалним инфлаторним таласом изазваним растом цена енергената и хране. У 2024. години инфлација се враћа на умеренији ниво, што указује на делимично смиривање ценовних кретања. У целини, графикон показује да је инфлација у Црној Гори у великој мери увозна и условљена глобалним економским приликама, с ограниченом могућношћу домаћих политика да на њу утичу.

4.4.3. Анализа стопе инфлације у Републици Северној Македонији

Инфлациона кретања у Северној Македонији током последњих деценија одвијала су се у оквиру релативно предвидивог макроекономског оквира, заснованог на политици очувања ценовне стабилности и ограниченом деловању фискалних притисака. Трансмисија спољних шокова повремено је доводила до раста цена, али без нарушавања укупне стабилности тржишта. Другим речима, инфлација у Републици Северној Македонији у периоду од 2008. до 2024. године одликује се релативном стабилношћу уз умерене флукуације које су углавном последица спољних економских шокова и утицаја цена енергената и хране. Захваљујући стабилном девизном режиму и умереној фискалној политици, земља је током већег дела посматраног периода успела да одржи ниску и контролисану стопу раста цена. Минимална вредност инфлације износила је $-0,7\%$, максимална $14,2\%$, док је просечна вредност током периода износила $3,15\%$ (обрачунато на основу Табеле 50). Уопштено посматрано, македонска економија показује висок степен ценовне стабилности, што потврђује доследност монетарне политике и њену способност да одржи инфлацију у границама које не угрожавају одрживост јавних финансија.

Табела 50 – Сагледавање просечне годишње инфлације у Републици Северној Македонији изражене у % за посматрани период

Године	Инфлација
2008.	8,30
2009.	-0,70
2010.	1,50
2011.	3,90
2012.	3,30
2013.	2,80
2014.	-0,30
2015.	-0,30
2016.	-0,20
2017.	1,40
2018.	1,50
2019.	0,80
2020.	1,20
2021.	3,20
2022.	14,20
2023.	9,40
2024.	3,50

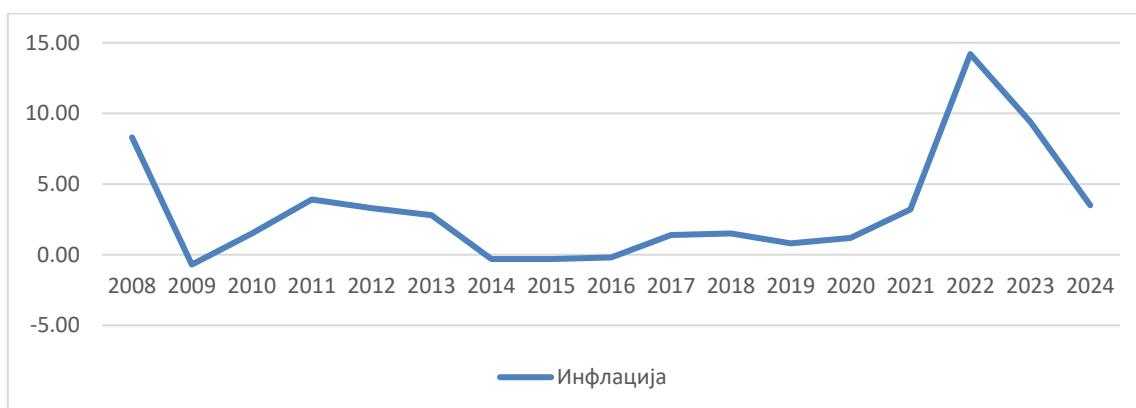
Извор: Сајт ММФ-а, доступно на:

<https://www.imf.org/external/datamapper/PCPIPCH@WEO/SRB/MNE/MKD/BIH/ALB/HRV/BGR/ROU>

Подаци из Табеле 50 показују да је инфлација у Републици Северној Македонији током периода 2008–2024. године пролазила кроз неколико јасно разграничених фаза, одражавајући спољне макроекономске утицаје и ограничене домаће инфлаторне притиске. У првим годинама посматраног периода, 2008. и 2009, забележене су значајне флукуације – од високе инфлације од 8,3% до дефлације од –0,7%, што је била директна последица глобалне финансијске кризе и пада тражње. У наредним годинама (2010–2013.) инфлација се постепено стабилизовала у распону од 2,8% до 3,9%, што указује на умерен раст цена и релативну макроекономску равнотежу.

Период од 2014. до 2016. године обележен је благом дефлацијом, када су стопе инфлације биле негативне или близу нуле, услед ниских цена енергената и слабијих инфлаторних очекивања. Након тога, од 2017. до 2020. године инфлација остаје ниска и стабилна, што је последица ограниченог раста домаће тражње и стабилног девизног курса денара. Међутим, од 2021. године започиње изразит раст цена, који достиже максимум у 2022. години (14,2%), што представља највиши ниво инфлације у целом посматраном периоду. Главни узроци тог скока налазе се у глобалном расту цена енергената и хране, као и у последицама поремећаја на међународним тржиштима. У 2023. и 2024. години инфлација постепено опада на 9,4% и 3,5%, што указује на стабилизацију ценовних услова и делимичну нормализацију тржишних токова.

Графикон 41 – Графички приказ просечне годишње инфлације у Републици Северној Македонији изражене у % за посматрани период



Извор: Ауторски приказ на основу Табеле 50.

Графикон 41 приказује кретање инфлације у Северној Македонији у периоду 2008–2024. године и јасно открива три развојна циклуса. Први циклус (2008–2012.) карактерише висок и променљив раст цена као последица глобалне финансијске кризе и њених преливних ефеката на домаће тржиште. Други циклус (2013–2020.) обележен је стабилизацијом и ниским стопама инфлације, укључујући и појаву дефлаторних тенденција у појединим годинама, што одражава контролисану монетарну политику и стабилан девизни курс. Трећи циклус (2021–2024.) доноси нагли раст цена, са врхунцем у 2022. години и постепеним смиривањем у наредном периоду. Сумирано, графикон потврђује да је македонска инфлација у целини остала под контролом, али снажно условљена спољним факторима и глобалним економским приликама.

4.4.4. Кретање инфлације у Босни и Херцеговини

Инфлациона кретања у Босни и Херцеговини у великој мери су одређена структуром економије која се снажно ослања на увоз и ограниченом способношћу монетарне политике да амортизује спољне шокове. Због функционисања валутног одбора и фиксираних курса конвертибилне марке према евр, динамика цена у земљи углавном прати трендове у еврозони и глобалним тржиштима енергената и хране. У складу са тиме, инфлација у Босни и Херцеговини у периоду од 2008. до 2024. године показује умерену, али осетљиву динамику. У анализираном периоду, минимална вредност инфлације износила је $-1,6\%$, максимална $14,0\%$, док је просечна вредност била $2,18\%$ (обрачунато на основу Табеле 51). У целини посматрано, Босна и Херцеговина је током већег дела периода задржала ниску и стабилну стопу инфлације, уз повремене порасте условљене спољним шоковима, што потврђује релативну ценовну стабилност њене економије.

Табела 51 – Сагледавање просечне годишње инфлације у Босни и Херцеговини изражене у % за посматрани период

Године	Инфлација
2008.	7,40
2009.	-0,40
2010.	2,10
2011.	4,00
2012.	2,10

2013.	-0,10
2014.	-0,90
2015.	-1,00
2016.	-1,60
2017.	0,80
2018.	1,40
2019.	0,60
2020.	-1,10
2021.	2,00
2022.	14,00
2023.	6,10
2024.	1,70

Извор: Сајт ММФ-а, доступно на:

<https://www.imf.org/external/datamapper/PCPIPCH@WEO/SRB/MNE/MKD/BIH/ALB/HRV/BGR/ROU>

На основу података из Табеле 51 може се закључити да је у почетном периоду, 2008. године, забележена релативно висока инфлација од 7,4%, као директна последица глобалног раста цена хране и енергената. Већ 2009. године инфлација нагло опада и прелази у негативне вредности, што одражава утицај светске финансијске кризе и пада агрегатне тражње. Период од 2010. до 2012. године карактерише умерена и стабилна инфлација, док се од 2013. до 2016. године јавља изражени дефлаторни тренд, са најнижом вредношћу од -1,6% у 2016. години. Тај период дефлације углавном је повезан са падом увозних цена и ниским нивоом домаће потрошње.

Од 2017. до 2020. године инфлација се креће у уском распону и задржава на ниским вредностима, што потврђује стабилност ценовног нивоа. Међутим, почетком 2021. године долази до снажног заокрета – инфлација нагло расте, достижући максимум од 14,0% у 2022. години, као резултат глобалне енергетске кризе и повећања цена основних добара. У наредном периоду, 2023. и 2024. године, инфлација се постепено смањује на 6,1% и 1,7%, што указује на успоравање раста цена и стабилизацију тржишта.

Графикон 42 – Графички приказ просечне годишње инфлације у Босни и Херцеговини изражене у % за посматрани период



Извор: Ауторски приказ на основу Табеле 51.

Графикон 42 приказује кретање инфлације у Босни и Херцеговини у периоду 2008–2024. године и указује на три јасна циклуса. Први (2008–2012.) обележен је релативно високим стопама и постепеним падом услед ефеката глобалне кризе. Други (2013–2020.) представља фазу ниске инфлације и повремене дефлације, што одражава стабилне, али слабе економске активности. Трећи циклус (2021–2024.) карактерише нагли раст цена, са врхунцем у 2022. години и постепеним смањењем у наредном периоду. У целини, графикон показује да инфлација у Босни и Херцеговини углавном следи глобалне трендове, уз ограничен утицај домаћих економских политика.

4.4.5. Динамика кретања инфлације у Републици Албанији

Инфлациона кретања у Албанији одражавају комбинацију унутрашњих структурних фактора и спољних утицаја. Током посматраног периода, економија је показала способност да одржи стабилност цена, уз умерене флукуације које су углавном биле кратког трајања и повезане са кризним циклусима и променама у тражњи. Земља је током већег дела посматраног периода успела да задржи релативно ниске стопе инфлације захваљујући доследној монетарној политици Централне банке Албаније и постепеној стабилизацији финансијског система. Минимална вредност инфлације износила је 1,3%, максимална 6,7%, док је просечна вредност током посматраног периода износила 2,58% (обрачунато на основу Табеле 52). У целини посматрано, Албанија показује умерен ниво ценовне стабилности, уз ограничене и краткотрајне инфлаторне притиске у кризним годинама.

Табела 52 – Сагледавање просечне годишње инфлације у Републици Албанији изражене у % за посматрани период

Године	Инфлација
2008.	3,30
2009.	2,20
2010.	3,60
2011.	3,40
2012.	2,00
2013.	1,90
2014.	1,60
2015.	1,90
2016.	1,30
2017.	2,00
2018.	2,00
2019.	1,40
2020.	1,60
2021.	2,00
2022.	6,70
2023.	4,80
2024.	2,20

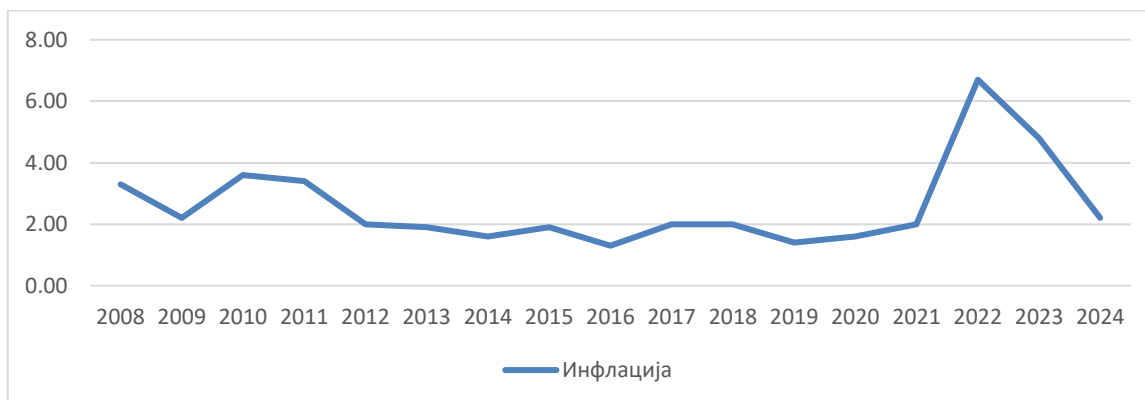
Извор: Сајт ММФ-а, доступно на:

<https://www.imf.org/external/datamapper/PCPIPCH@WEO/SRB/MNE/MKD/BIH/ALB/HRV/BGR/ROU>

У првим годинама посматраног периода, од 2008. до 2011., инфлација се кретала између 2,2% и 3,6%, што указује на стабилне макроекономске услове упркос ефектима глобалне финансијске кризе. Период од 2012. до 2020. године карактерише ниска и стабилна инфлација, углавном у распону од 1,3% до 2%, што је последица конзервативне монетарне политике и ограничених трошковних притисака у привреди.

Од 2021. године инфлација постепено расте, а највиша вредност у посматраном периоду забележена је 2022. године (6,7%), као последица глобалног раста цена енергената и хране. Већ 2023. и 2024. године долази до постепеног смањења на 4,8% и 2,2%, што указује на ефикасно деловање монетарних мера и стабилизацију ценовног нивоа.

Графикон 43 – Графички приказ просечне годишње инфлације у Републици Албанији изражене у % за посматрани период



Извор: Ауторски приказ на основу Табеле 52.

Графикон 43 приказује кретање стопе инфлације у Републици Албанији у периоду 2008–2024. године и открива три јасно дефинисана циклуса. Први (2008–2011.) обележен је умерено вишим стопама инфлације и постепеним смањењем након глобалне финансијске кризе. Други циклус (2012–2020.) представља дуг период ниске и стабилне инфлације, што указује на стабилност цена и ефикасну монетарну политику. Трећи циклус (2021–2024.) карактерише нагли раст цена, са врхунцем у 2022. години (6,7%), након чега следи постепен пад и стабилизација. Посматрано у целини, графикон потврђује да је инфлација у Албанији током већег дела периода остала умерена и предвидива, уз повремене краткотрајне порасте у условима глобалних ценовних поремећаја.

4.4.6. Динамика инфлације у Републици Хрватској

Током последње деценије, Хрватска је прошла кроз више различитих инфлаторних циклуса, од периода умерене дефлације након светске финансијске кризе до снажног пораста цена током енергетске и постпандемијске кризе. Инфлација у Републици Хрватској у периоду од 2008. до 2024. године показује умерену, али цикличну динамику, условљену глобалним економским кретањима, енергетским шоковима и процесом прилагођавања монетарне политике током приступања Европској унији и касније еврозони. Захваљујући релативно стабилном финансијском систему и чврстој

фискалној контроли, Хрватска је у већем делу периода задржала ниске стопе инфлације. Минимална вредност инфлације износила је $-0,6\%$, максимална $10,7\%$, док је просечна вредност током посматраног периода износила $2,69\%$ (обрачунато на основу Табеле 53). У целини, инфлација у Хрватској показује стабилан дугорочни тренд са ограниченим осцилацијама, што потврђује ефикасност монетарне политике и постепено усклађивање са европским економским стандардима.

Табела 53 – Сагледавање просечне годишње инфлације у Републици Хрватској изражене у % за посматрани период

Године	Инфлација
2008.	5,80
2009.	2,20
2010.	1,10
2011.	2,20
2012.	3,40
2013.	2,30
2014.	0,20
2015.	$-0,30$
2016.	$-0,60$
2017.	1,30
2018.	1,60
2019.	0,80
2020.	0,00
2021.	2,70
2022.	10,70
2023.	8,40
2024.	4,00

Извор: Сајт ММФ-а, доступно на:

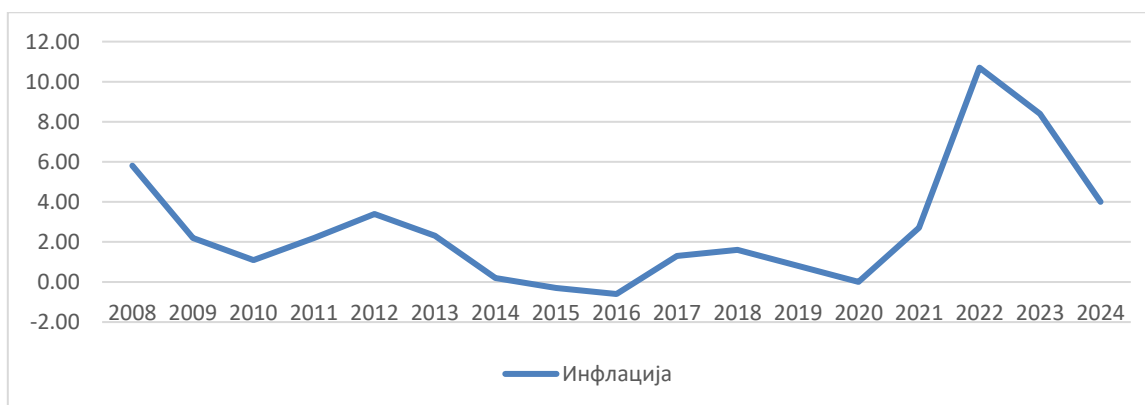
<https://www.imf.org/external/datamapper/PCPIPCH@WEO/SRB/MNE/MKD/BIH/ALB/HRV/BGR/ROU>

Подаци из Табеле 53 показују да је у почетном периоду, од 2008. до 2012. године, инфлација у Хрватској била релативно умерена и стабилна, крећући се у распону од $1,1\%$ до $5,8\%$, што одражава постепено прилагођавање након глобалне финансијске кризе и раст домаће потрошње. Од 2013. до 2020. године бележи се дуг период ниских и често негативних стопа инфлације, укључујући дефлаторне године 2015. и 2016, када су цене бележиле пад од $-0,3\%$ и $-0,6\%$. Тај период је резултат фискалне

консолидације, ограничене тражње и стабилне монетарне политике током припрема за улазак у Европску унију.

Почетком 2021. године долази до постепеног пораста инфлације, који се трансформише у нагли скок током 2022. године када је достигнут максимум од 10,7%, услед глобалног раста цена енергената и хране, као и појачаних трошкова увоза. У наредне две године инфлација се постепено смањује – на 8,4% у 2023. и 4,0% у 2024. години – што указује на делимично ублажавање инфлаторних притисака и стабилизацију цена након енергетског шока.

Графикон 44 – Графички приказ просечне годишње инфлације у Републици Хрватској изражене у % за посматрани период



Извор: Ауторски приказ на основу Табеле 53.

Графикон 44 приказује кретање инфлације у Републици Хрватској у периоду 2008–2024. године и јасно илуструје три основна циклуса. Први циклус (2008–2012.) обележен је умереним стопама инфлације и постепеним падом након ефеката глобалне кризе. Други циклус (2013–2020.) представља период ниских и често негативних стопа, када је инфлација углавном била стабилна или у дефлаторним границама, што указује на слабу домаћу тражњу и стабилну монетарну политику. Трећи циклус (2021–2024.) доноси снажан раст цена, са врхунцем у 2022. години и постепеним смањењем у наредним годинама. Глобално говорећи, графикон потврђује да је инфлација у Хрватској дугорочно стабилна, али осетљива на глобалне шокове и промене у спољнотрговинским условима.

4.4.7. Узроци раста цена у Републици Бугарској

Промене у нивоу цена у Републици Бугарској, углавном су проистицале из спољних фактора, попут кретања енергената, хране и глобалних инфлаторних таласа, док је домаћа тражња имала секундарни утицај. Инфлација у Републици Бугарској у периоду од 2008. до 2024. године показује изражену стабилност уз повремене осцилације условљене глобалним ценовним кретањима и ограниченим утицајем домаћих фактора. Као земља са важећим режимом валутног одбора, Бугарска нема самосталну монетарну политику, што значи да се динамика цена у великој мери формира под утицајем увозних цена и макроекономских прилика у еврозони. Минимална вредност инфлације у посматраном периоду износила је $-1,6\%$, максимална 13% , док је просечна стопа била $3,19\%$ (обрачунато на основу Табеле 54). Узимајући у обзир цео посматрани бериод, може се закључити да се бугарска економија током већег дела суочавала са ниском и контролисаном инфлацијом, што потврђује ефективност режима валутног одбора и стабилност ценовног окружења.

Табела 54 – Сагледавање просечне годишње инфлације у Републици Бугарској изражене у % за посматрани период

Године	Инфлација
2008.	12,00
2009.	2,50
2010.	3,00
2011.	3,40
2012.	2,40
2013.	0,40
2014.	-1,60
2015.	-1,10
2016.	-1,30
2017.	1,20
2018.	2,60
2019.	2,50
2020.	1,20
2021.	2,80
2022.	13,00
2023.	8,60
2024.	2,60

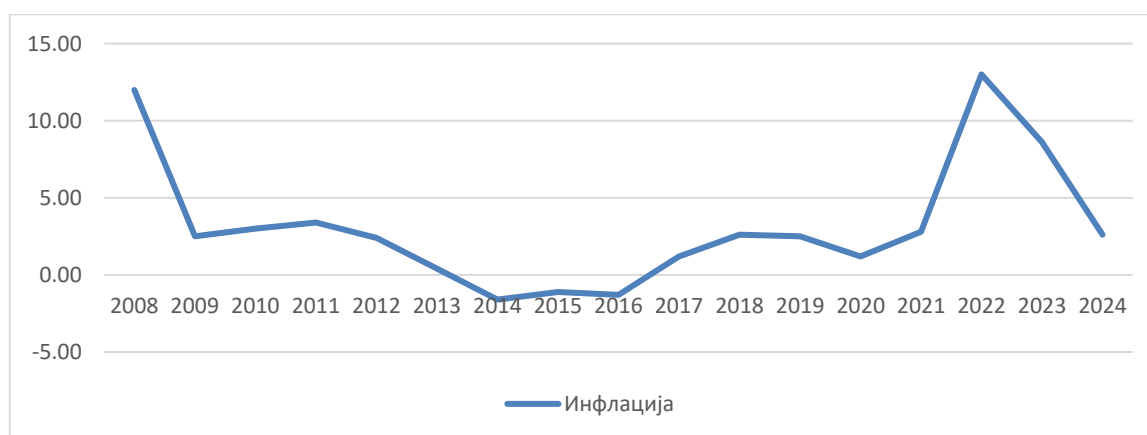
Извор: Сајт ММФ-а, доступно на:

<https://www.imf.org/external/datamapper/PCPIPCH@WEO/SRB/MNE/MKD/BIH/ALB/HRV/BGR/ROU>

Подаци из Табеле 54 показују да је инфлација у Републици Бугарској током периода 2008–2024. године пролазила кроз три јасно изражене фазе, које одражавају глобалне економске трендове и утицај режима валутног одбора. У првом периоду, од 2008. до 2012. године, инфлација је релативно висока и креће се у распону од 2,4% до 12%, што је последица снажног раста цена енергената и хране уочи и током глобалне финансијске кризе. Од 2013. године започиње други циклус, обележен ниском и чак негативном инфлацијом, када се у више узастопних година (2014–2016.) бележе дефлаторни трендови са вредностима испод нуле. Тај период одражава ограничену домаћу потрошњу, стабилност девизног курса и опрезну фискалну политику.

Трећи период, од 2017. до 2020. године, доноси постепен опоравак инфлације, која се креће око 2%, што указује на умерен раст цена у условима стабилног економског окружења. Међутим, од 2021. године долази до наглог заокрета – инфлација се убрзано повећава и достиже максимум од 13% у 2022. години, што представља највиши ниво у целом посматраном периоду. Главни узрок тог пораста налази се у глобалном расту трошкова енергената и хране, као и у поремећајима на тржишту снабдевања. Након тога, током 2023. и 2024. године, инфлација се постепено смањује на 8,6% и 2,6%, што указује на стабилизацију цена и смањење спољних инфлаторних притисака.

Графикон 45 – Графички приказ просечне годишње инфлације у Републици Бугарској изражене у % за посматрани период



Извор: Ауторски приказ на основу Табеле 54.

Графикон 45 приказује кретање стопе инфлације у Републици Бугарској у периоду 2008–2024. године и јасно илуструје три развојна циклуса. Први циклус (2008–2012.) обележен је релативно високим стопама и постепеним падом након глобалне кризе. Други циклус (2013–2020.) представља дуг период ниске и стабилне инфлације са повременим дефлаторним тенденцијама, што указује на ограничену домаћу тражњу и стабилан валутни режим. Трећи циклус (2021–2024.) карактерише нагли раст цена, са врхунцем у 2022. години, након чега следи постепено смањење и стабилизација инфлаторних притисака. Синтетизованим сагледавањем података са Графикона 35 потврђује се да је бугарска инфлација у највећој мери одређена спољним факторима, уз ограничен утицај домаће монетарне политике због режима валутног одбора.

4.4.8. Тренд кретања инфлације у Републици Румунији

Ценовна кретања у Румунији током последње деценије била су изразито променљива, под утицајем домаћих макроекономских циклуса, фискалне експанзије и спољних ценовних шокова. Инфлација у Републици Румунији у периоду од 2008. до 2024. године показује значајну променљивост и осетљивост на макроекономске и спољне факторе, што одражава специфичности транзиционе економије и постепено прилагођавање европским монетарним стандардима. У анализираном периоду, минимална вредност инфлације износила је $-1,6\%$, максимална $13,8\%$, док је просечна вредност достигла $4,62\%$ (обрачунато на основу Табеле 55). Кретање инфлације у Румунији показује циклични образац — од периода високих стопа током глобалне финансијске кризе, преко фазе стабилизације у другој половини посматраног периода, до поновног снажног раста цена након 2021. године.

Табела 55 – Сагледавање просечне годишње инфлације у Републици Румунији изражене у % за посматрани период

Године	Инфлација
2008.	7,80
2009.	5,60
2010.	6,10
2011.	5,80
2012.	3,30
2013.	4,00

2014.	1,10
2015.	-0,60
2016.	-1,60
2017.	1,30
2018.	4,60
2019.	3,80
2020.	2,60
2021.	5,00
2022.	13,80
2023.	10,40
2024.	5,60

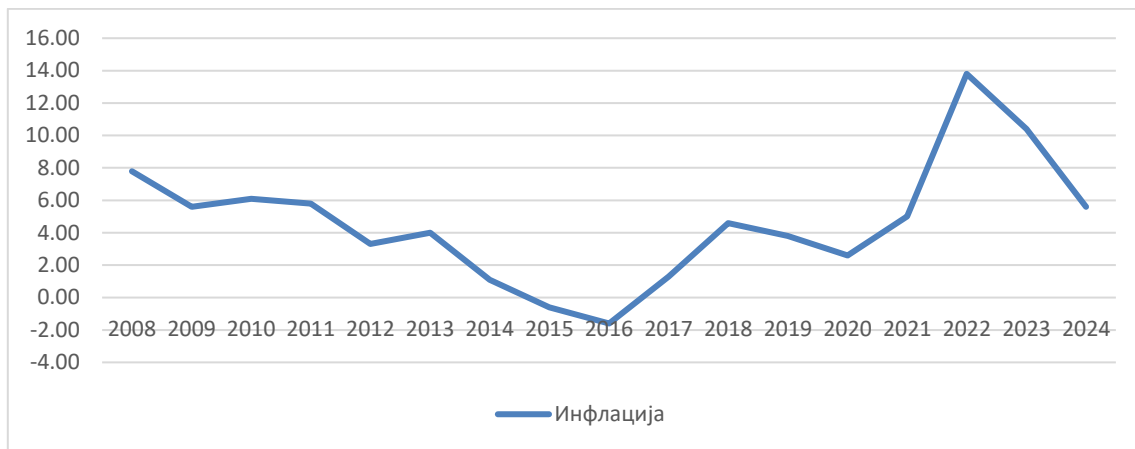
Извор: Сајт ММФ-а, доступно на:

<https://www.imf.org/external/datamapper/PCPIPCH@WEO/SRB/MNE/MKD/BIH/ALB/HRV/BGR/ROU>

Подаци из Табеле 55 показују да је инфлација у Републици Румунији током периода 2008–2024. године имала изражену волатилност, са више јасно разграничених циклуса. У почетном периоду, од 2008. до 2011. године, инфлација је задржавала виши ниво (између 5,6% и 7,8%) као последица преноса глобалних трошкова и домаћих структурних неравнотежа. Од 2012. до 2016. године приметан је снажан пад инфлације – прво на 3,3% и 1,1%, а затим у дефлаторне вредности од -0,6% и -1,6%. Тај период одражава ефекте фискалне консолидације, смањене потрошачке тражње и стабилизације финансијског система.

Након 2017. године почиње постепени раст цена – инфлација се стабилизује и креће се најчешће између 3% и 5%, што представља фазу уравнотеженог ценовног кретања у контексту убрзаног економског раста и умереног повећања плата. Међутим, од 2021. године долази до оштрог преокрета: инфлација нагло расте и достиже максимум од 13,8% у 2022. години, што представља највиши ниво у посматраном периоду. Главни узроци леже у расту цена енергената, хране и увозних трошкова, као и у утицају глобалне кризе снабдевања. Током 2023. и 2024. године инфлација опада на 10,4% и 5,6%, што указује на постепено смиривање притисака и ефикасније деловање монетарне политике.

Графикон 46 – Графички приказ просечне годишње инфлације у Републици Румунији изражене у % за посматрани период



Извор: Ауторски приказ на основу Табеле 55.

Графикон 46 приказује кретање стопе инфлације у Републици Румунији у периоду 2008–2024. године и јасно показује изражене инфлаторне циклусе. Први циклус (2008–2011.) карактерише висок ниво инфлације услед утицаја глобалне кризе и домаћих структурних слабости. Други циклус (2012–2016.) обележен је постепеним падом и појавом дефлаторних вредности, што одражава стабилизацију финансијског система и смањену домаћу тражњу. Трећи циклус (2017–2020.) доноси умерен раст цена у условима економског опоравка, док последњи циклус (2021–2024.) показује нагли скок инфлације, са врхунцем у 2022. години и постепеним смањењем након тога. У коначном, Графикон 46 потврђује да је румунска инфлација снажно условљена глобалним кретањима и да је земља, упркос повременим шоковима, успела да стабилизује ценовни ниво у завршним годинама посматраног периода.

4.4.9. Компаратвни приказ кретања инфлације у земљама Југоисточне Европе

На основу спроведене анализе инфлационих кретања у посматраним земљама, може се уочити општа правилност да пораст инфлације одражава притиске са стране трошкова и увозних цена, док њено смањење најчешће произилази из стабилизације монетарне политике и ограничења домаће тражње. Инфлација представља један од најосетљивијих показатеља макроекономске стабилности, а њено кретање у земљама Југоисточне Европе у великој мери зависи од глобалних финансијских услова, енергетских криза, али и девизних режима који се примењују у појединим државама.

Графикон 47 пружа компаративни приказ кретања стопе инфлације у земљама Југоисточне Европе у периоду од 2008. до 2024. године. Приказ омогућава уочавање заједничких регионалних трендова, као и разлика у ценовној динамици између посматраних држава, уз јасан утицај глобалних макроекономских кретања на националне економије.

На основу графикана може се закључити да је период од 2008. до 2012. године обележен релативно високим стопама инфлације у свим земљама региона, као последица глобалне финансијске кризе, нестабилности тржишта енергената и пораста цена хране. Након тога, у интервалу од 2013. до 2020. године, уочава се стабилизација и релативно ниске стопе инфлације – у појединим земљама, као што су Бугарска, Босна и Херцеговина и Северна Македонија, јављају се чак и дефлаторне вредности. Ово указује на успешну примену рестриктивнијих монетарних политика и ограничен раст домаће тражње.

Период након 2021. године доноси изражен преокрет у тренду: све земље региона бележе снажан раст инфлације, која достиже историјске врхунце током 2022. године. Главни узроци овог пораста налазе се у расту цена енергената, глобалним поремећајима у снабдевачким ланцима и спољним инфлаторним притисцима који су погађали мале и увозно зависне економије региона. Након 2023. године уочава се постепено смањење инфлације у свим државама, што указује на ефекте стабилизационих мера централних банака и прилагођавање домаћих економија новим условима тржишта.

Графикон 47 – Компаративни приказ кретања инфлације у земљама Југоисточне Европе у посматраном периоду



Извор: Ауторски приказ на основу табела 48, 49, 50, 51, 52, 53, 54 и 55.

Компаративно посматрано, Србија и Румунија су током већег дела периода бележиле више стопе инфлације у односу на регионални просек, што одражава динамичнију домаћу тражњу и нешто израженије фискалне и монетарне притиске. Са друге стране, Бугарска, Северна Македонија и Босна и Херцеговина показују стабилније ценовне токове, углавном захваљујући фиксним или стабилним девизним режимима. Албанија и Хрватска задржавају умерене и контролисане нивое инфлације, што потврђује доследност њихових монетарних политика.

Коначно, Графикон 47 потврђује да инфлација у земљама Југоисточне Европе прати заједничке регионалне и глобалне трендове, али уз различите интензитете у зависности од степена економске отворености, девизног режима и институционалне стабилности сваке државе.

4.5. Раст просечне бруто зараде у служби детерминанте јавног дуга

Просечна бруто зарада представља један од кључних макроекономских индикатора за рефлексију оствареног привредног напретка у одређеном временском интервалу, али и успешност трансмисије привредног раста на животни стандард становништва. У економским анализама јавних финансија овај индикатор има посебан значај, будући да

утиче на приходну и расходну страну буџета, а посредно и на ниво и динамику јавног дуга. Виши ниво зарада доприноси већим приходима од пореза и доприноса, што позитивно утиче на фискални капацитет земље и смањује потребу за новим задуживањем. Такође, веће зараде представљају акумулациону базу за нове инвестиције, што ублажава одлив профита и камата које су карактеристичне за спољни капитал (Alesina и Ardagna, 2010). Са друге стране, раст зарада (посебно у јавном сектору) може изазвати повећање буџетских расхода и притисак на фискалну равнотежу. Управо због ових супротстављених ефеката, кретање зарада представља један од кључних елемената за разумевање механизма који обликују одрживост јавног дуга.

Структуру бруто зарада чине нето зараде увећане за износ пореза и доприноса који падају на терет запосленог. Управо зато је концепт базиран на бруто зарадама адекватнији од концепта нето зарада када је ово истраживање у питању, јер одражава и обим јавних прихода који се генерише преко система пореза и доприноса (Еуростат, 2025).

Подаци о просечним бруто зарадама преузети са сајта Економске комисије Уједињених нација за Европу из званичне базе података *UNECE*, где су зараде исказане у националним валутама појединих земаља. Ради обезбеђивања међународне упоредивости и елиминације утицаја различитих валутних деноминација, све вредности су конвертоване у америчке доларе применом просечног годишњег девизног курса за сваку годину и валуту посебно. Подаци о курсевима преузети су са званичног сајта ММФ-а. Евалуација просечног раста бруто зараде у америчким доларима урађена је кроз следећи формулски облик:

$$\Delta \text{ Просечна бруто зарада}_t = \frac{\text{Просечна бруто зарада}_t - \text{Просечна бруто зарада}_{t-1}}{\text{Просечна бруто зарада}_{t-1}} \times 100$$

при чему је:

- $\Delta \text{ Просечна бруто зарада}_t$ – промена бруто зараде у текућој години,
- $\text{Просечна бруто зарада}_t$ – просечна бруто зарада у текућој години,
- $\text{Просечна бруто зарада}_{t-1}$ – просечна бруто зарада у претходној години.

Позитивна вредност добијене процентуалне промене указује на раст просечне бруто зараде, односно повећање номиналних примања у односу на претходну годину. Насупрот томе, негативна вредност означава смањење просечне бруто зараде, што представља негативан раст и указује на пад номиналних примања запослених. Оваква интерпретација омогућава јасно уочавање трендова раста и пада зарада у посматраном периоду, као и идентификацију економских фаза у којима су наступале промене у динамици зарада услед кризних или стабилизационих процеса у економији.

4.5.1. Сагледавање раста просечне бруто зараде у Републици Србији

Ниво и кретање зарада представљају важан показатељ економске снаге једне земље, али и квалитета живота њених становника. Раст плата у дугом року одражава не само продуктивност и макроекономску стабилност, већ и ефекте фискалне и социјалне политике усмерене на очување куповне моћи становништва. У периоду од 2008. до 2024. године просечна бруто зарада у Републици Србији, изражена у америчким доларима, повећана је са 820 на 1250 америчких долара, што представља укупан номинални раст од око 52% (UNECE, 2025; ММФ, 2025). Посматрано по динамици, просечна годишња стопа раста износила је 4,58%, што указује на умерен али континуиран тренд повећања зарада током анализираних периода (Обрачунато на основу Табеле 56). Ови подаци потврђују постепено јачање платног нивоа и уједно одражавају стабилизацију макроекономских услова након периода кризе између 2008. и 2015. године. Табела 56 приказује кретање раста просечне зараде у периоду од 2008. до 2024. године и омогућава увид у динамику зарада, као и утицај економских криза и стабилизације на бруто приходе радника.

Табела 56 – Сагледавање раста просечне бруто зараде исказане у америчким доларима у Републици Србији у интервалу од 2008. до 2024. године

Године	Раст просечне зараде (%)
2008.	23,64
2009.	-20,32
2010.	-6,51
2011.	17,74
2012.	-9,17
2013.	9,18
2014.	-2,54
2015.	-19,12
2016.	1,50

2017.	7,34
2018.	11,89
2019.	5,15
2020.	11,67
2021.	13,54
2022.	1,31
2023.	18,24
2024.	14,37

Извор: Обрачун аутора на основу података са сајтова ММФ-а и *UNECE*-а, доступно на:
https://w3.unece.org/PXWeb2015/pxweb/en/STAT/STAT__20-ME__3-MELF/60_en_MECCWagesY_r.px/
[https://data.imf.org/en/Data-Explorer?datasetUrn=IMF.STA:ER\(4.0.1\)](https://data.imf.org/en/Data-Explorer?datasetUrn=IMF.STA:ER(4.0.1))

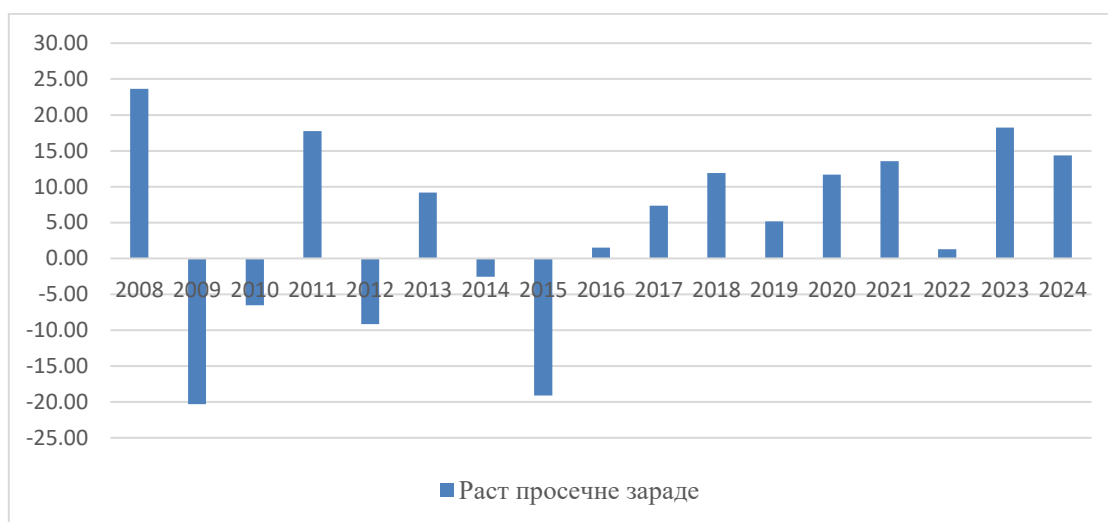
Из података је јасно видљиво да је период од 2008. до 2015. године био обележен значајним осцилацијама у просечној плати. Највећи раст зарада забележен је 2008. године, када је просечна зарада повећана за 23,64%, док је наредне године дошло до наглог пада од 20,32%. Овај драстични пад може се повезати са последицама глобалне финансијске кризе која је утицала и на економију Србије, што је довело до смањења плата у многим секторима. Нестабилност је настављена и током следећих година, са падом у 2010. години од 6,51% и поновним смањењем у 2012. и 2015. години, што показује колебљивост економских кретања и јачање утицаја макроекономских фактора на зараде. Са друге стране, од 2011. и 2013. године, примећују се позитивни пораст зарада од 17,74% и 9,18%, што указује на периоде економског опоравка унутар нестабилног периода.

Почевши од 2016. године, динамика зарада добија стабилнији карактер, са константним растом у наредним годинама, осим 2022. када је забележен умерен пораст од 1,31%. Овај тренд стабилног раста је посебно изражен у периоду од 2017. до 2024. године, када просечне зараде бележе сталан пораст, са најзначајнијим скоком од 18,24% у 2023. години. Ови подаци указују на економску стабилизацију, постепено повећање куповне моћи грађана и побољшање финансијског положаја радника у Србији.

Анализа укупног периода од 2008. до 2024. године показује да је просечна годишња промена зараде износила око 4,58%, што указује да, упркос великим осцилацијама током ранијег периода, дугорочни тренд зарада има умерен, али континуиран раст. Ови

подаци потврђују да економска политика и постепено побољшање макроекономских показатеља имају позитиван утицај на приходе радника, што се посебно види у последњих осам година анализираниог периода.

Графикон 48 – Графички приказ раста просечне бруто зараде исказане у америчким доларима у Републици Србији у интервалу од 2008. до 2024. године



Извор: Ауторски приказ на основу табеле 56.

Графички приказ промена просечних бруто зарада, представљен на графикону 38, визуелно потврђује ове закључке. Осцилације у првом делу периода су јасно видљиве, док последњих година графикон показује стабилан и постепен раст, што потврђује дугорочну позитивну тенденцију у кретању просечних зарада у Републици Србији.

4.5.2. Посматрање раста просечне бруто зараде у Републици Црној Гори

Кретање зарада у Црној Гори представља поуздан показатељ економских токова и одраз специфичне структуре привреде у којој доминирају услуге и туризам. У периоду од 2008. до 2024. године просечна бруто зарада у Републици Црној Гори, изражена у америчким доларима, повећана је са 895 на 1185 америчких долара, што представља укупан номинални раст од приближно 32% (UNECE, 2025; ММФ, 2025). Посматрано по динамици, просечна годишња стопа раста износила је 3,74%, што указује на умерен, али стабилан тренд повећања зарада током анализираниог периода (Обрачунато на основу Табеле 57). Ови резултати указују на постепено побољшање платног нивоа и релативну отпорност црногорске економије на спољне шокове, уз уочљиву

стабилизацију током последњих година посматраног периода. Табела 57 приказује раст просечне бруто зараде у периоду од 2008. до 2024. године и омогућава детаљнији увид у динамику зарада, као и утицај економских криза и процеса опоравка на бруто приходе запослених.

Табела 57 – Сагледавање раста просечне бруто зараде исказане у америчким доларима у Републици Црној Гори у интервалу од 2008. до 2024. године

Године	Раст просечне зараде (%)
2008.	31,55
2009.	-0,28
2010.	6,75
2011.	5,19
2012.	-7,05
2013.	3,86
2014.	-0,41
2015.	-16,44
2016.	3,59
2017.	3,01
2018.	4,84
2019.	-3,62
2020.	2,44
2021.	4,85
2022.	-0,37
2023.	15,42
2024.	10,33

Извор: Обрачун аутора на основу података са сајтова ММФ-а и *UNECE*-а, доступно на: https://w3.unecese.org/PXWeb2015/pxweb/en/STAT/STAT__20-ME__3-MELF/60_en_MECCWagesY_r.px/;
[https://data.imf.org/en/Data-Explorer?datasetUrn=IMF.STA:ER\(4.0.1\)](https://data.imf.org/en/Data-Explorer?datasetUrn=IMF.STA:ER(4.0.1))

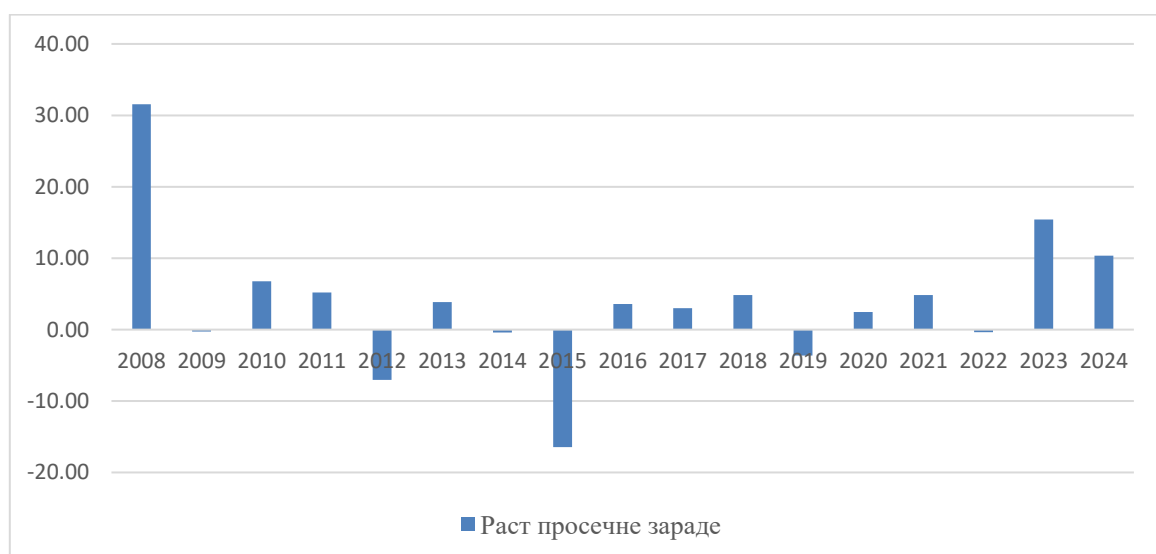
Подаци показују да је 2008. година била обележена значајним порастом просечне зараде, која је порасла за 31,55%, што указује на снажан економски раст у то време. Након овог рекордног скока, следи период релативне стабилности, са минималним колебањима у 2009. години (-0,28%) и умереним растом у 2010. и 2011. години, када зараде бележе повећање од 6,75% односно 5,19%. Ови подаци указују да је након велике експанзије уследило прилагођавање зарада на нове економске услове.

Међутим, период од 2012. до 2015. године карактерише нова серија осцилација. Негативан раст од 7,05% у 2012. години и значајно смањење зарада од 16,44% у 2015. години указују на економске потешкоће, вероватно као резултат споријег економског раста и структурних проблема на тржишту рада. Истовремено, пораст зарада у 2013. (+3,86%) и блажи пад у 2014. (-0,41%) указују да је економија Црне Горе била изложена пролазним позитивним импулсима, који ипак нису били довољни за одрживи раст.

Од 2016. године приметан је постепени опоравак просечних зарада. Раст у интервалима од 2,44% до 4,85% у периоду од 2016. до 2021. године указује на стабилизовани тренд, иако са релативно умереним стопама повећања. Испоставља се да је економија Црне Горе у овом периоду успела да одржи константан, али скроман раст зарада, што доприноси постепеном побољшању куповне моћи грађана.

Године 2023. и 2024. бележе значајан скок зарада од 15,42% односно 10,33%, што потврђује снажнију економску активност и повољније макроекономске услове у последњем делу анализираних периода. Ови резултати указују да Црна Гора у овом тренутку бележи стабилан и убрзан раст просечних зарада, слично као и Србија, иако са мање осцилација у ранијем периоду.

Графикон 49 – Графички приказ раста просечне бруто зараде исказане у америчким доларима у Републици Црној Гори у интервалу од 2008. до 2024. године



Извор: Ауторски приказ на основу табеле 57.

Укупан преглед података од 2008. до 2024. године показује да, упркос појединачним годинама са падом зарада, дугорочни тренд у Црној Гори има позитиван карактер. Анализа графикана 49 визуелно потврђује ове закључке, са јасно видљивим колебањима у ранијем периоду и стабилним растом последњих година. Укупно посматрано, просечна зарада у Црној Гори показује постепено побољшање животног стандарда, што указује на економску стабилизацију и раст економске продуктивности.

4.5.3. Анализирање раста просечне бруто зараде у Републици Северној Македонији

Раст дохотка становништва у Републици Северној Македонији у великој мери је повезан са постепеним приближавањем европским економским стандардима, стабилношћу девизног режима и умереним привредним растом у последњој деценији. У периоду од 2008. до 2024. године просечна бруто зарада у Републици Северној Македонији, изражена у америчким доларима, повећана је са 625 на 1090 америчких долара, што представља укупан номинални раст од приближно 74% (UNECE, 2025; ММФ, 2025). Посматрано по динамици, просечна годишња стопа раста износила је 4,56%, што указује на стабилан и континуиран тренд повећања зарада током анализираниог периода (Обрачунато на основу Табеле 58). Ови резултати потврђују постепено јачање платног нивоа и позитивне ефекте макроекономске стабилизације, нарочито након 2015. године. Табела 58 приказује кретање просечне бруто зараде у периоду од 2008. до 2024. године и омогућава детаљнији увид у динамику зарада и њихову повезаност са економским циклусима у земљи.

Табела 58 – Сагледавање раста просечне бруто зараде исказане у америчким доларима у Републици Северној Македонији у интервалу од 2008. до 2024. године

Године	Раст просечне зараде (%)
2008.	16,07
2009.	8,32
2010.	-4,18
2011.	6,42
2012.	-7,44
2013.	4,41
2014.	0,88
2015.	-14,13
2016.	1,67
2017.	4,63
2018.	10,95
2019.	-0,32

2020.	9,95
2021.	9,86
2022.	-1,19
2023.	18,56
2024.	13,03

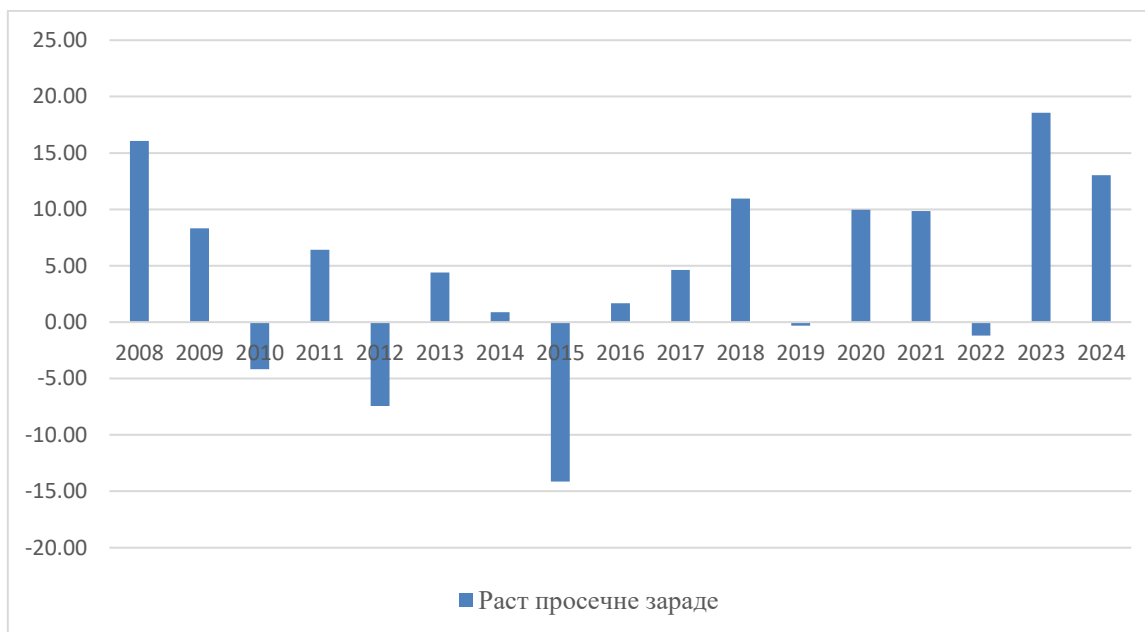
Извор: Обрачун аутора на основу података са сајтова ММФ-а и *UNECE*-а, доступно на: https://w3.unece.org/PXWeb2015/pxweb/en/STAT/STAT__20-ME__3-MELF/60_en_MECCWagesY_r.px/;
[https://data.imf.org/en/Data-Explorer?datasetUrn=IMF.STA:ER\(4.0.1\)](https://data.imf.org/en/Data-Explorer?datasetUrn=IMF.STA:ER(4.0.1))

Почетак периода карактерише умерено позитиван раст просечне зараде, при чему је 2008. година забележила пораст од 16,07%, а 2009. година наставила са значајним растом од 8,32%. Након ових година следи период мањих колебања, са падом од 4,18% у 2010. години и умереним порастом у 2011. години (+6,42%). Ова кретања указују да је економија Северне Македоније у раним годинама анализираног периода успевала да одржи раст зарада, али је била подложна спорадичним економским притисцима.

Период од 2012. до 2015. године карактерише већа нестабилност, са падом зарада од 7,44% у 2012. и 14,13% у 2015. години, док су у осталим годинама забележени скромни растови. Ова осцилација указује на утицај макроекономских фактора и структурних изазова на тржиште рада. Истовремено, 2013. и 2014. година бележе скроман, али константан раст од 4,41% и 0,88%, што потврђује да је економија успевала да се делимично опорави између периода смањења зарада.

Од 2016. године примећује се стабилнији тренд раста, са повећањима зарада од 1,67% до 10,95% у периоду од 2016. до 2018. године. Иако је 2019. година забележила минималан пад од 0,32%, у наредним годинама зараде поново расту, са значајним скоком од 9,95% у 2020. и 9,86% у 2021. години. Последње две године анализираног периода, 2023. и 2024., показују снажан раст од 18,56% и 13,03%, што указује на појачану економску активност и побољшање финансијског положаја грађана.

Графикон 50 – Графички приказ раста просечне бруто зараде исказане у америчким доларима у Републици Северној Македонији у интервалу од 2008. до 2024. године



Извор: Ауторски приказ на основу табеле 58.

Укупна анализа периода од 2008. до 2024. године показује да, упркос појединачним годинама са падом зарада, дугорочни тренд у Северној Македонији има позитиван карактер. Графикон 50 визуелно потврђује ове закључке, приказујући колебљивост зарада у ранијем периоду и стабилан, убрзан раст последњих година. На основу ових података може се закључити да економија Северне Македоније показује постепено побољшање животног стандарда грађана, као и повећање куповне моћи у дугом временском периоду.

4.5.4. Приказ раста просечне бруто зараде Босне и Херцеговине

Динамика кретања зарада у Босни и Херцеговини представља одраз специфичне структуре привреде и ограниченог простора за динамичнији раст дохотка. Ниво плата у великој мери зависи од јавног сектора, дознака из иностранства и постепеног раста продуктивности у услужним делатностима, што чини овај показатељ поузданим мерилем економске стабилности и животног стандарда становништва. У периоду од 2008. до 2024. године просечна бруто зарада, изражена у америчким доларима, повећана је са 830 на 1180 америчких долара, што представља укупан номинални раст од приближно 42% (UNECE, 2025; ММФ, 2025). Посматрано по динамици, просечна

годишња стопа раста износила је 3,80%, што указује на умерен, али стабилан тренд повећања зарада током анализираниог периода (Обрачунато на основу Табеле 59). Наведени резултати указују на постепено побољшање платног нивоа и куповне моћи грађана, уз умерен утицај спољних шокова и макроекономских ограничења. Табела 59 приказује кретање раста просечне бруто зараде у периоду од 2008. до 2024. године и омогућава детаљнији увид у динамику зарада и њихову повезаност са економским токовима у земљи.

Табела 59 – Сагледавање раста просечне бруто зараде исказане у америчким доларима у Босни и Херцеговини у интервалу од 2008. до 2024. године

Године	Раст просечне зараде (%)
2008.	24,55
2009.	2,81
2010.	-3,72
2011.	9,68
2012.	-5,81
2013.	3,47
2014.	-0,14
2015.	-16,52
2016.	0,35
2017.	3,34
2018.	8,08
2019.	-1,08
2020.	5,68
2021.	8,90
2022.	-0,89
2023.	16,12
2024.	9,82

Извор: Обрачун аутора на основу података са сајтова ММФ-а и *UNECE*-а, доступно на: https://w3.unece.org/PXWeb2015/pxweb/en/STAT/STAT__20-ME__3-MELF/60_en_MECCWagesY_r.px/;
[https://data.imf.org/en/Data-Explorer?datasetUrn=IMF.STA:ER\(4.0.1\)](https://data.imf.org/en/Data-Explorer?datasetUrn=IMF.STA:ER(4.0.1))

Почетак периода карактерише снажан раст просечне зараде, са скоком од 24,55% у 2008. години, што указује на позитиван економски импулс у раним фазама анализираниог периода. Након тога, следи релативно умерен раст од 2,81% у 2009. години, праћен падом зарада од 3,72% у 2010. години, што указује на краткотрајну реакцију економије на глобалну финансијску кризу и њене локалне ефекте.

Период од 2011. до 2015. године карактерише осцилирајући тренд, са повећањима зарада у 2011. години (+9,68%) и 2013. години (+3,47%), али и значајним падовима у 2012. и 2015. години (-5,81% и -16,52%). Ови подаци указују на нестабилност зарада у периоду економског прилагођавања, као и на утицај структурних и макроекономских фактора на тржиште рада у Босни и Херцеговини.

Од 2016. године примећује се постепени опоравак и стабилизација кретања просечних зарада. Скромни раст од 0,35% у 2016. години и постепено повећање у наредним годинама, са 8,08% у 2018. години, указује на стабилан, али умерен економски напредак. Период од 2019. до 2022. године карактерише мањи раст и појединачни падови зарада, што показује да су економски изазови и даље присутни, али у мањој мери него у ранијем периоду.

Значајан раст просечних зарада бележи се у 2023. и 2024. години, са повећањем од 16,12% и 9,82%, што указује на јачу економску активност и позитиван утицај стабилнијих макроекономских показатеља. Укупно посматрано, дугорочни тренд показује постепено побољшање животног стандарда грађана и повећање куповне моћи.

Графикон 51 – Графички приказ раста просечне бруто зараде исказане у америчким доларима у Босни и Херцеговини у интервалу од 2008. до 2024. године



Извор: Ауторски приказ на основу табеле 59.

Графикон 51 визуелно потврђује ове закључке, приказујући осцилације у ранијем периоду и стабилан раст последњих година. Анализа података потврђује да, упркос привременим падовима, просечне зараде у Босни и Херцеговини имају позитиван дугорочни тренд, са јасним сигнаlima економске стабилизације и опоравка.

4.5.5. Динамика раста просечне бруто зараде у Републици Албанији

Током последње деценије Албанија је забележила постепен раст зарада, што одражава континуирано јачање економије и стабилизацију тржишта рада након периода структурних промена. У периоду од 2008. до 2024. године просечна бруто зарада, изражена у америчким доларима, повећана је са 500 на 830 америчких долара, што представља укупан номинални раст од приближно 66% (UNECE, 2025; ММФ, 2025). Посматрано по динамици, просечна годишња стопа раста износила је 5,60%, што указује на релативно убрзан, али постепен тренд повећања зарада током анализираниог периода (Обрачунато на основу Табеле 60). Ови резултати одражавају јачање макроекономске стабилности и раст продуктивности у албанској економији, посебно након 2015. године. Табела 60 приказује кретање раста просечне бруто зараде у периоду од 2008. до 2024. године и омогућава детаљнији увид у динамику зарада и промене економских услова у земљи.

Табела 60 – Сагледавање раста просечне бруто зараде исказане у америчким доларима у Републици Албанији у интервалу од 2008. до 2024. године

Године	Раст просечне зараде (%)
2008.	35,10
2009.	-7,04
2010.	-11,89
2011.	7,95
2012.	-3,50
2013.	0,42
2014.	1,07
2015.	-11,92
2016.	1,51
2017.	6,50
2018.	13,94
2019.	1,79
2020.	3,58
2021.	11,86
2022.	-0,89
2023.	27,97

2024.	18,70
-------	-------

Извор: Обрачун аутора на основу података са сајтова ММФ-а и *UNECE*-а, доступно на: https://w3.unecse.org/PXWeb2015/pxweb/en/STAT/STAT__20-ME__3-MELF/60_en_MECCWagesY_r.px/;
[https://data.imf.org/en/Data-Explorer?datasetUrn=IMF.STA:ER\(4.0.1\)](https://data.imf.org/en/Data-Explorer?datasetUrn=IMF.STA:ER(4.0.1))

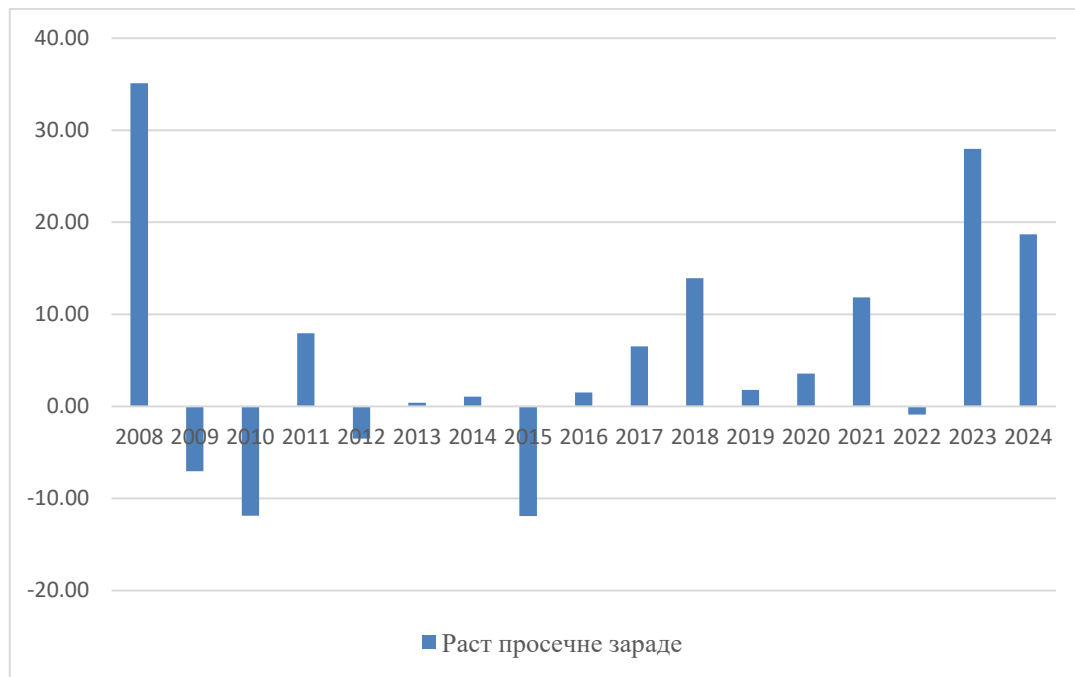
Почетак анализираног периода карактерише изузетно висок раст просечне зараде у 2008. години, са повећањем од 35,10%, што указује на снажан економски импулс у то време. Међутим, следеће две године доносе значајне падове – у 2009. години зараде се смањују за 7,04%, а у 2010. години за 11,89%, што одражава негативне ефекте глобалне економске кризе и њене последице на албанско тржиште рада.

Период од 2011. до 2015. године карактерише умерен раст и флукуације зарада. Повећање од 7,95% у 2011. години показује економски опоравак, али следеће године доносе релативно мање осцилације, са падом у 2012. години (-3,50%) и скромним растом у 2013. и 2014. години (+0,42% и +1,07%). Поновни пад од 11,92% у 2015. години указује на краткотрајне економске потешкоће и нестабилност тржишта рада.

Од 2016. године примећује се постепени и стабилнији раст просечних зарада. Повећање зарада у 2016. и 2017. години (+1,51% и +6,50%), затим значајан скок у 2018. години (+13,94%), показују да економија Албаније успева да одржи континуитет у повећању зарада и постепено побољшава куповну моћ грађана. Следеће године бележе умерени раст, док 2020. и 2021. година показују скок од 3,58% и 11,86%, што указује на појачану економску активност и повољније макроекономске услове.

Посебно се истиче последњи период, 2023. и 2024. године, када просечна зарада бележи значајан раст од 27,97% и 18,70%. Ови подаци указују на снажан економски опоравак и повећање животног стандарда, вероватно подстакнут растом продуктивности и утицајем стабилних економских политика

Графикон 52 – Графички приказ раста просечне бруто зараде исказане у америчким доларима у Републици Албанији у интервалу од 2008. до 2024. године



Извор: Ауторски приказ на основу табеле 60.

Графикон 52 визуелно потврђује ове трендове, са јасно видљивим осцилацијама у ранијем периоду и снажним растом у последњим годинама. Укупан преглед података показује да, упркос привременим падовима, просечне зараде у Албанији имају позитиван дугорочни тренд, са значајним сигнаlima економске стабилизације и побољшања финансијског положаја грађана.

4.5.6. Волумен раста просечне бруто зараде у Републици Хрватској

Ниво и кретање просечне бруто зараде у Републици Хрватској пружају јасан увид у развој економских токова и еволуцију животног стандарда у посткризном периоду. У интервалу од 2008. до 2024. године просечна бруто зарада, изражена у америчким доларима, повећана је са 1395 на 1980 америчких долара, што представља укупан номинални раст од приближно 42% (UNECE, 2025; ММФ, 2025). Посматрано по динамици, просечна годишња стопа раста износила је 3,29%, што указује на умерен, али континуиран тренд раста зарада током анализираниог периода (Обрачунато на основу Табеле 61). Наведени подаци одражавају стабилност хрватске економије у годинама након приступања Европској унији и постепено унапређење куповне моћи

становништва. Табела 61 приказује кретање раста просечне бруто зараде у периоду од 2008. до 2024. године и омогућава детаљнији увид у динамику зарада у контексту макроекономских промена у земљи.

Табела 61 – Сагледавање раста просечне бруто зараде исказане у америчким доларима у Републици Хрватској у интервалу од 2008. до 2024. године

Године	Раст просечне зараде (%)
2008.	15,21
2009.	-3,66
2010.	-3,72
2011.	5,50
2012.	-6,61
2013.	4,79
2014.	0,29
2015.	-16,35
2016.	1,88
2017.	5,05
2018.	9,80
2019.	-0,92
2020.	6,35
2021.	7,85
2022.	-3,08
2023.	18,53
2024.	14,96

Извор: Обрачун аутора на основу података са сајтова ММФ-а и *UNECE*-а, доступно на:https://w3.unece.org/PXWeb2015/pxweb/en/STAT/STAT__20-ME__3-MELF/60_en_MECCWagesY_r.px/;
[https://data.imf.org/en/Data-Explorer?datasetUrn=IMF.STA:ER\(4.0.1\)](https://data.imf.org/en/Data-Explorer?datasetUrn=IMF.STA:ER(4.0.1))

Период од 2008. до 2010. године обележен је почетним растом од 15,21% у 2008. години, након чега следе падови у 2009. и 2010. години (-3,66% и -3,72%). Ови резултати одражавају негативан утицај глобалне финансијске кризе на хрватску економију, која се тада суочавала са смањењем куповне моћи и нестабилношћу на тржишту рада.

Од 2011. до 2015. године примећује се период умереног раста и осцилација. Повећање зарада у 2011. години (+5,50%) и 2013. години (+4,79%) указује на делимичан економски опоравак, док падови у 2012. и 2015. години (-6,61% и -16,35%) показују да

економија и даље трпи последице претходних криза. Ове осцилације указују на структурне изазове у економији и варијабилност на тржишту рада.

Период од 2016. до 2022. године обележен је стабилнијим растом, са постепеним повећањем зарада у већини година. Скроман раст у 2016. години (+1,88%) и постепени пораст у 2017. и 2018. години (+5,05% и +9,80%) указују на стабилизацију економије. Падови у 2019. и 2022. години (-0,92% и -3,08%) су релативно умерени, што потврђује да економија постепено налази стабилан пут раста.

Посебно се истиче период од 2023. до 2024. године, када је забележен снажан раст просечне зараде, односно 18,53% у 2023. и 14,96% у 2024. години. Ови подаци указују на појачан економски опоравак, повећање продуктивности и побољшање финансијског положаја грађана.

Графикон 53 – Графички приказ раста просечне бруто зараде исказане у америчким доларима у Републици Хрватској у интервалу од 2008. до 2024. године



Извор: Ауторски приказ на основу табеле 61.

Графикон 53 визуелно потврђује ове закључке, приказујући осцилације у ранијем периоду и стабилан, убрзан раст у последњим годинама. Укупна анализа показује да, упркос привременим падовима, дугорочни тренд у Хрватској има позитиван карактер, са јасним сигнаlima економске стабилизације и повећања животног стандарда.

4.5.7. Кретање раста просечне бруто зараде у Републици Бугарској

Просечна бруто зарада у Републици Бугарској представља један од најилустративнијих показатеља убрзаног економског раста и конвергенције према развијенијим економијама региона. У периоду од 2008. до 2024. године просечна бруто зарада, изражена у америчким доларима, повећана је са 400 на 1285 америчких долара, што представља укупан номинални раст од преко 220% (UNECE, 2025; ММФ, 2025). Посматрано по динамици, просечна годишња стопа раста износила је 9,5%, што указује на изразито убрзан тренд повећања зарада током анализираних периода (Обрачунато на основу Табеле 62). Ови резултати потврђују континуирано јачање економске снаге, раст продуктивности и побољшање животног стандарда грађана у оквиру процеса интеграције у европске економске токове. Табела 62 приказује кретање просечне бруто зараде у периоду од 2008. до 2024. године и омогућава детаљнији увид у динамику зарада и њихову повезаност са структурним променама у економији.

Табела 62 – Сагледавање раста просечне бруто зараде исказане у америчким доларима у Републици Бугарској у интервалу од 2008. до 2024. године

Године	Раст просечне зараде (%)
2008.	36,51
2009.	6,32
2010.	2,10
2011.	13,32
2012.	-2,03
2013.	8,87
2014.	5,47
2015.	-10,27
2016.	7,40
2017.	11,28
2018.	15,82
2019.	4,89
2020.	11,63
2021.	17,02
2022.	0,59
2023.	18,45
2024.	13,87

Извор: Обрачун аутора на основу података са сајтова ММФ-а и UNECE-а, доступно на: https://w3.unece.org/PXWeb2015/pxweb/en/STAT/STAT__20-ME__3-MELF/60_en_MECCWagesY_r.px/;

[https://data.imf.org/en/Data-Explorer?datasetUrn=IMF.STA:ER\(4.0.1\)](https://data.imf.org/en/Data-Explorer?datasetUrn=IMF.STA:ER(4.0.1))

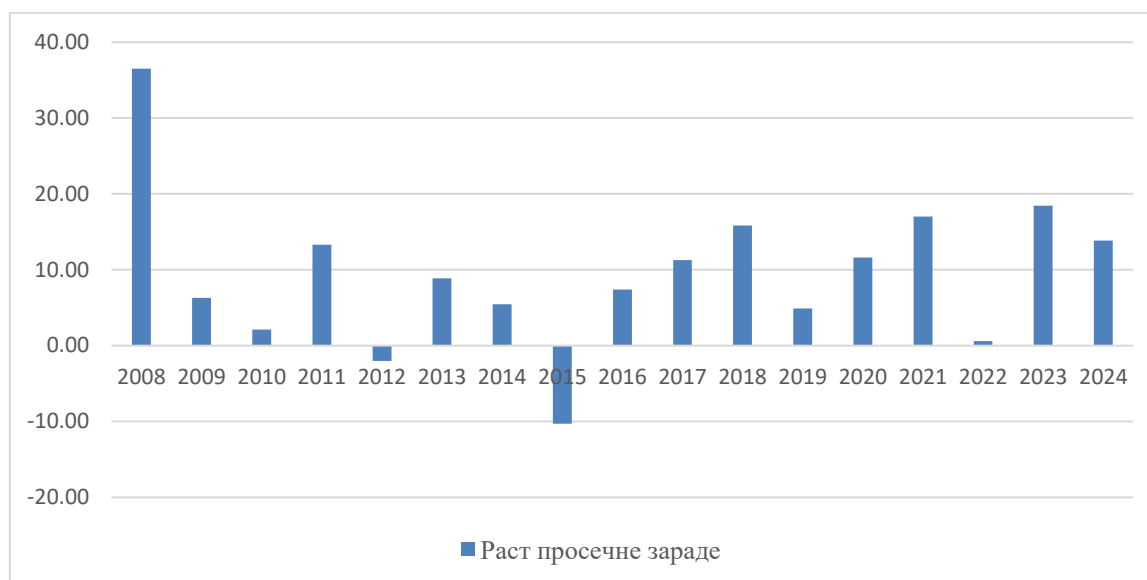
Почетни период обележава изузетно висок раст у 2008. години, када просечне зараде бележе повећање од 36,51%, што указује на снажан економски импулс и позитиван утицај ранијих економских политика. Након тога, 2009. и 2010. година доносе умерене позитивне промене (+6,32% и +2,10%), што показује отпорност економије на глобалну финансијску кризу и делимичан опоравак.

Период од 2011. до 2015. године карактерише умерен раст уз повремене падове. Зараде бележе значајан пораст у 2011. години (+13,32%) и у 2013. години (+8,87%), док 2012. и 2015. година доносе пад зарада (−2,03% и −10,27%). Ова осцилација указује на стабилност економије са краткорочним изазовима и показује да Бугарска успева да одржи континуитет раста зарада упркос макроекономским флукуацијама.

Од 2016. године примећује се снажнији и стабилнији раст. Повећање у 2016. и 2017. години (+7,40% и +11,28%), као и даљи раст у 2018. и 2019. години (+15,82% и +4,89%), указују на унапређење економских услова и постепено побољшање животног стандарда. Наредне године, посебно 2020. и 2021., бележе значајан скок од +11,63% и +17,02%, што потврђује јачање економске активности и раст продуктивности.

Последњи период, 2022–2024. година, показује стабилан раст са мањим колебањима. Скромно повећање у 2022. години (+0,59%) прати снажан раст у 2023. и 2024. години (+18,45% и +13,87%), што указује на јасну позитивну динамику зарада и континуитет економског напредка.

Графикон 54 – Графички приказ раста просечне бруто зараде исказане у америчким доларима у Републици Бугарској у интервалу од 2008. до 2024. године



Извор: Ауторски приказ на основу табеле 62.

Графикон 54 визуелно потврђује ове трендове, приказујући високе осцилације у ранијем периоду и стабилан, снажан раст у последњим годинама. Укупна анализа показује да Бугарска у дугорочном периоду бележи позитиван тренд у повећању просечних зарада, са значајним сигнаlima економске стабилизације и побољшања финансијског положаја грађана.

4.5.8. Тренд кретања раста просечне бруто зараде у Републици Румунији

Кретање просечне бруто зараде у Републици Румунији одражава динамику економске трансформације и постепеног приближавања стандарду развијених земаља Европске уније. У периоду од 2008. до 2024. године просечна бруто зарада, изражена у америчким доларима, повећана је са 700 на 1230 америчких долара, што представља укупан номинални раст од приближно 76% (UNECE, 2025; ММФ, 2025). Посматрано по динамици, просечна годишња стопа раста износила је 7,86%, што указује на изразито снажан и стабилан тренд повећања зарада током анализираних периода (Обрачунато на основу Табеле 63). Ови резултати одражавају јачање продуктивности, раст конкурентности и постепено усклађивање нивоа плата са европским просеком. Табела 63 приказује кретање раста просечне бруто зараде у периоду од 2008. до 2024.

године и пружа детаљнији увид у динамику зарада и њихову повезаност са макроекономским токовима у земљи.

Табела 63 – Сагледавање раста просечне бруто зараде исказане у америчким доларима у Републици Румунији у интервалу од 2008. до 2024. године

Године	Раст просечне зараде (%)
2008.	22,14
2009.	-13,44
2010.	-1,12
2011.	8,54
2012.	-8,42
2013.	9,26
2014.	6,99
2015.	-8,31
2016.	8,59
2017.	15,02
2018.	38,96
2019.	8,20
2020.	2,75
2021.	8,22
2022.	-1,83
2023.	23,37
2024.	14,78

Извор: Обрачун аутора на основу података са сајтова ММФ-а и *UNECE*-а, доступно на:https://w3.unece.org/PXWeb2015/pxweb/en/STAT/STAT__20-ME__3-MELF/60_en_MECCWagesY_r.px/;
[https://data.imf.org/en/Data-Explorer?datasetUrn=IMF.STA:ER\(4.0.1\)](https://data.imf.org/en/Data-Explorer?datasetUrn=IMF.STA:ER(4.0.1))

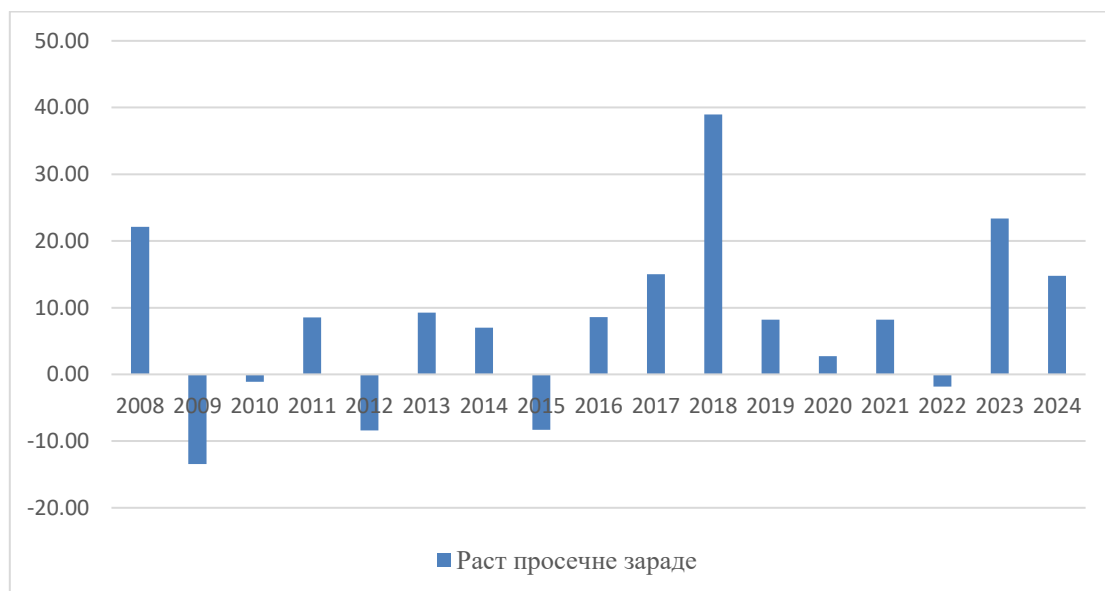
Почетни период, 2008–2010. година, обележен је значајним осцилацијама. У 2008. години просечна зарада бележи раст од 22,14%, што указује на позитиван економски импулс пре глобалне финансијске кризе. Међутим, 2009. година доноси оштар пад (-13,44%), а 2010. година мањи пад (-1,12%), што одражава негативне ефекте кризе на румунску економију и смањење куповне моћи грађана.

Период од 2011. до 2015. године карактерише измешан тренд, са растом зарада у 2011. и 2013. години (+8,54% и +9,26%), али и падовима у 2012. и 2015. години (-8,42% и -8,31%). Ова осцилација указује на постојање економских изазова и нестабилности тржишта рада, али и на способност економије да се постепено опорави.

Од 2016. године примећује се стабилнији и снажнији раст. Посебно се издваја 2017. година (+15,02%) и 2018. година (+38,96%), када је забележен изузетан скок просечне зараде, што указује на снажан економски раст и повећање животног стандарда грађана. Следеће године бележе умерен раст, док 2020. и 2021. година показују стабилан, али скромнији раст (+2,75% и +8,22%).

Период од 2022. до 2024. године показује континуирани позитиван тренд, са благим падом у 2022. години (-1,83%), након чега следе значајни скокови у 2023. и 2024. години (+23,37% и +14,78%), што потврђује стабилнији економски напредак и повећање финансијског положаја грађана.

Графикон 55 – Графички приказ раста просечне бруто зараде исказане у америчким доларима у Републици Румунији у интервалу од 2008. до 2024. године



Извор: Ауторски приказ на основу табеле 63.

Графикон 55 визуелно потврђује ове закључке, приказујући снажне осцилације у ранијем периоду и изражен раст у последњим годинама. Укупна анализа показује да Румунија, упркос краткорочним падовима, бележи дугорочни позитиван тренд у повећању просечних зарада, са јасним сигнаlima економске стабилизације и побољшања животног стандарда.

4.5.9. Компаративни приказ промене просечне зараде у земљама Југоисточне Европе

Компаративна анализа промене просечне зараде у земљама Југоисточне Европе, обухватајући Србију, Црну Гору, Северну Македонију, Босну и Херцеговину, Албанију, Хрватску, Бугарску и Румунију, омогућава увид у регионалне трендове, економску стабилност и динамику раста животног стандарда. Графикон 43 јасно приказује колебања у зарадама током периода од 2008. до 2024. године и омогућава идентификацију како краткорочних падова тако и дугорочних трендова.

Почетни период 2008–2010. година обележен је значајним флукуацијама. Скоро све земље бележе високе растове у 2008. години (Албанија +35,10%, Бугарска +36,51%, Румунија +22,14%), након чега следе падови, нарочито у време глобалне финансијске кризе 2009. године. Србија (–20,32%), Албанија (–7,04%), Румунија (–13,44%) и Хрватска (–3,66%) показују различит степен осетљивости на економске шокове, што указује на различите макроекономске капацитете и структурну стабилност економија.

Период 2011–2015. године карактерише умерен раст уз повремене падове. Србија, Босна и Херцеговина и Северна Македонија бележеју осцилације са просечним растом од 3–10% у позитивним годинама и падовима до –16% у годинама са рецесијом. Слично, Албанија и Хрватска имају нестабилан раст, док Бугарска и Румунија показују склоност ка стабилнијем расту са периодичним падовима.

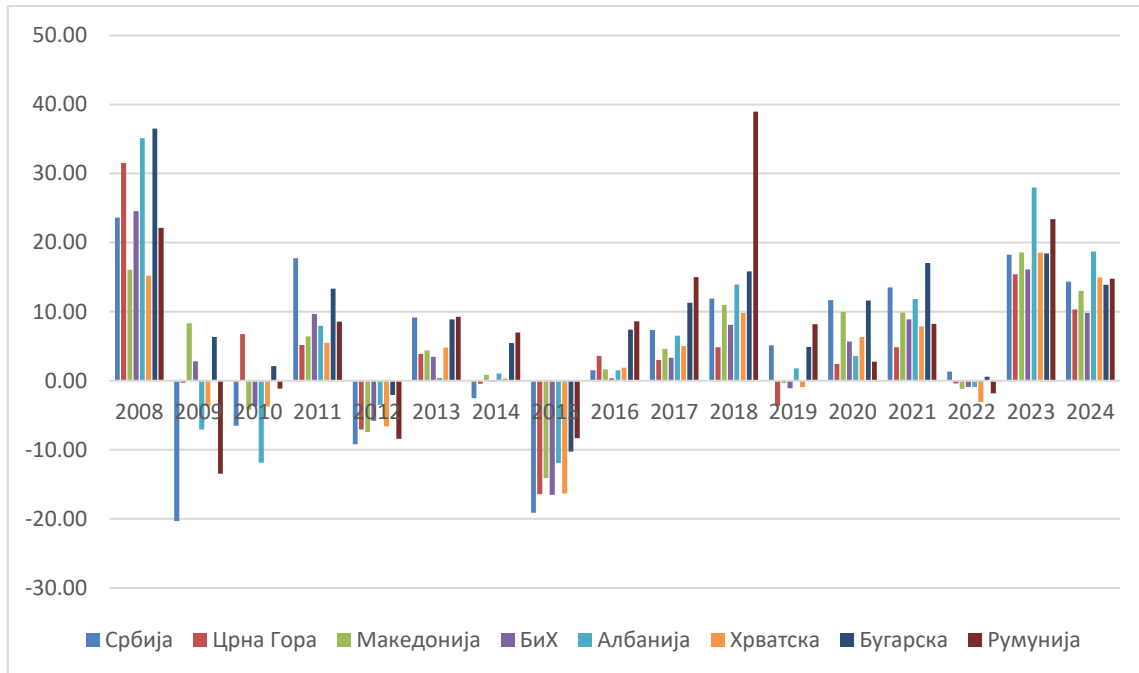
Од 2016. године до 2024. године примећује се снажнији и конзистентнији раст у већини земаља. Србија, Албанија, Бугарска и Румунија бележе убрзани раст просечне зараде, што указује на постепено побољшање животног стандарда, раст продуктивности и економску стабилизацију. Северна Македонија, Хрватска и БиХ бележе умеренији, али конзистентан раст, са изузетком појединих година са мањим падовима.

Најзначајнији трендови у региону укључују следеће:

- Албанија и Бугарска показују највише скокове у раним годинама и поновни значајан раст у 2023–2024. години.
- Румунија бележи изузетан раст у 2018. и 2023. години, са скоковима преко 20–30%, што указује на снажан економски импулс.

- Србија и Северна Македонија имају стабилнији, али умеренији раст, са повременим падовима током кризних година.
- Хрватска и Босна и Херцеговина показују умерен раст уз периодичне рецесијске падове, али са позитивним дугорочним трендом.

Графикон 56 – Компаративни приказ промене просечне зараде у земљама Југоисточне Европе



Извор: Ауторски приказ на основу табела: 56, 57, 58, 59, 60, 61, 62 и 63.

Компаративни приказ открива да, упркос различитим почетним условима и степену отпорности на економске кризе, све земље региона бележе дугорочни позитиван тренд у повећању просечне зараде. На Графикону 56 визуелно се истиче да највеће осцилације и скокове имају земље са највећим економским импулсима (Албанија, Бугарска, Румунија), док Србија, Хрватска и Северна Македонија показују стабилнији тренд кроз умерене флукуације.

Анализа потврђује да је регион Југоисточне Европе у периоду 2008–2024. године карактерисан постепеним економским опоравком и континуираним повећањем животног стандарда, при чему различите земље бележе специфичне динамике, зависне од макроекономских политика и унутрашњих економских структура.

4.6. Отвореност економије и њен утицај на кретање јавног дуга

Отвореност економије представља један од фундаменталних макроекономских индикатора који описује степен повезаности националних економија у глобалним токовима робе и услуга. У контексту јавних финансија, овај показатељ има посебан значај јер одражава потенцијал земље за привлачење страних инвестиција, као и осетљивост буџета и јавног дуга на спољнотрговинске и платнобилансне шокове. Виши степен отворености може допринети већој економској ефикасности и фискалним приходима кроз раст извоза и увоза, али истовремено повећава и изложеност спољним ризицима и зависност од глобалних економских кретања. Због тога се анализа степена отворености економије сматра важним елементом у процени фискалне стабилности и одрживости јавног дуга (Lane и Milesi-Ferretti, 2006).

Показатељ отворености економије дефинише се као рацио укупне вредности збира извоза и увоза према БДП-у, изражен у процентима. Подаци о извозу и увозу преузети су са званичне базе података Светске банке (СБ, 2025), док су подаци о висини БДП-а преузети са сајта Међународног монетарног фонда (ММФ, 2025). Евалуација степена отворености економије изведена је према следећем формулском облику (Federal Reserve Bank of St. Louis, 2017):

$$\text{Отвореност економије}_t = \frac{\text{Извоз}_t + \text{Увоз}_t}{\text{БДП}_t} \times 100$$

при чему је:

- Отвореност економије_t – отвореност економије у текућој години,
- Извоз_t – укупна вредност извоза у текућој години,
- Увоз_t – укупна вредност увоза у текућој години,
- БДП_t – вредност БДП-а у текућој години.

Више вредности овог показатеља указују на снажнију интегрисаност земље у међународну трговину и већи степен спољне зависности, док ниже вредности означавају релативно затворенију економију и ограничену изложеност глобалним тржишним утицајима. Таква интерпретација омогућава праћење односа између спољнотрговинске активности и фискалне одрживости у дужем временском хоризонту.

4.6.1. Сагледавање нивоа отворености економије у Републици Србији

Отвореност економије представља важан показатељ повезаности привреде Републике Србије са међународним тржиштима и степена њене интегрисаности у глобалне економске токове. У периоду од 2008. до 2024. године степен отворености српске економије повећан је са 75,8% на 111,5%, што представља укупан раст од приближно 46 %. Посматрано по динамици, просечна годишња стопа отворености износила је 95%, што указује на висок степен интеграције националне економије у светску трговину током анализираних периода (Обрачунато на основу Табеле 64). Ови подаци потврђују постепено јачање спољнотрговинских веза Србије и раст њене зависности од глобалних економских кретања. Табела 64 приказује кретање степена отворености економије у Републици Србији у периоду од 2008. до 2024. године и омогућава увид у еволуцију спољнотрговинске активности и њен утицај на макроекономску стабилност земље.

Табела 64 – Сагледавање отворености економије Републике Србије у интервалу од 2008. до 2024. године

Године	Отвореност економије (%)
2008.	75,8
2009.	63,5
2010.	73,7
2011.	75,7
2012.	82,1
2013.	84,3
2014.	88,4
2015.	93,5
2016.	97,7
2017.	102,7
2018.	105,6
2019.	107,6
2020.	100,3
2021.	112,3
2022.	131,9
2023.	114,5
2024.	111,5

Извор: Обрачун аутора на основу података са сајтова СБ и ММФ-а, доступно на: <https://data.worldbank.org/indicator/NE.EXP.GNFS.ZS>;

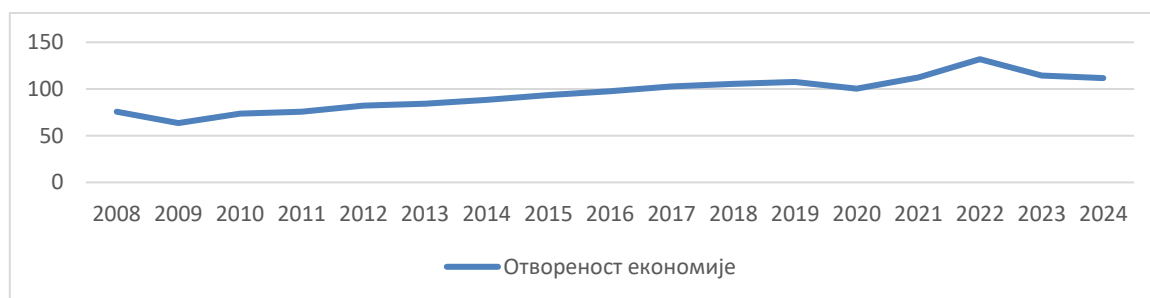
<https://data.worldbank.org/indicator/NE.IMP.GNFS.ZS>;

<https://www.imf.org/external/datamapper/NGDPD@WEO/OEMDC/ADVEC/WEOWORLD>

Почетком периода (2008–2010.) забележен је пад отворености економије са 75,8 на 63,5% у 2009. години, што се може повезати са ефектима глобалне финансијске кризе на извозно-увозне токове. Након тога, индикатор бележи стабилан раст, достижући 107,6% у 2019. години, што указује на постепено повећавање интеграције Србије у међународну економију и растућу трговинску активност.

Период 2020–2024. година карактерише благо флукутирање, са привременим падом у 2020. години на 100,3% услед глобалних економских потреса и поремећаја у трговинским токовима изазваних пандемијом КОВИД-19. Од 2021. године проценат поново расте и достиже врхунац од 131,9% у 2022. години, након чега следи умерено смањење на 111,5% у 2024. години. Ово показује да је економија Србије успешно прилагодила своје трговинске и инвестиционе активности и да је наставила процес интеграције у глобалне токове.

Графикон 57 – Сагледавање отворености економије у Републици Србији за посматрани период



Извор: Ауторски приказ на основу табеле 64.

Графикон 57 визуелно приказује кретање индекса отворености и истиче три карактеристичне фазе:

1. Период кризе и привременог смањења отворености (2008–2009);
2. Фаза стабилног раста и повећања интеграције у међународне токове (2010–2019);
3. Период флукуација и достижења историјски високог нивоа (2020–2024).

У целини, подаци указују на растућу интегрисаност Републике Србије у светску економију, са постепеним јачањем трговинских веза и повећањем значаја међународних финансијских токова за домаћу економију.

4.6.2. Посматрање степена отворености економије у Црној Гори

Међународна размена робе и услуга има пресудан утицај на динамику привредног раста и конкурентност малих и отворених економија, попут Црне Горе. У периоду од 2008. до 2024. године степен отворености црногорске економије смањен је са 132,3% на 112,4%, што представља номинално смањење од око 20%. Просечна годишња вредност отворености економије у посматраном периоду износила је 107,8%, што указује на изразито висок ниво интеграције у међународну трговину током анализираних периода (Обрачунато на основу Табеле 65). Ови подаци потврђују да је црногорска економија структурно оријентисана ка спољној размени, уз изражену зависност од увоза и ограничен извозни капацитет, што има значајне импликације за спољнотрговински биланс и одрживост јавног дуга. Табела 65 приказује кретање степена отворености економије у Републици Црној Гори у периоду од 2008. до 2024. године и пружа детаљнији увид у динамику спољнотрговинских активности и њихов утицај на макроекономску стабилност.

Табела 65 – Сагледавање отворености економије Републике Црне Горе у интервалу од 2008. до 2024. године

Године	Отвореност економије (%)
2008.	132,3
2009.	99,4
2010.	99,7
2011.	106,6
2012.	111,8
2013.	102,7
2014.	100,1
2015.	102,7
2016.	103,7
2017.	105,6
2018.	109,6
2019.	108,8
2020.	87
2021.	105
2022.	125,9
2023.	118,6

2024.	112,4
-------	-------

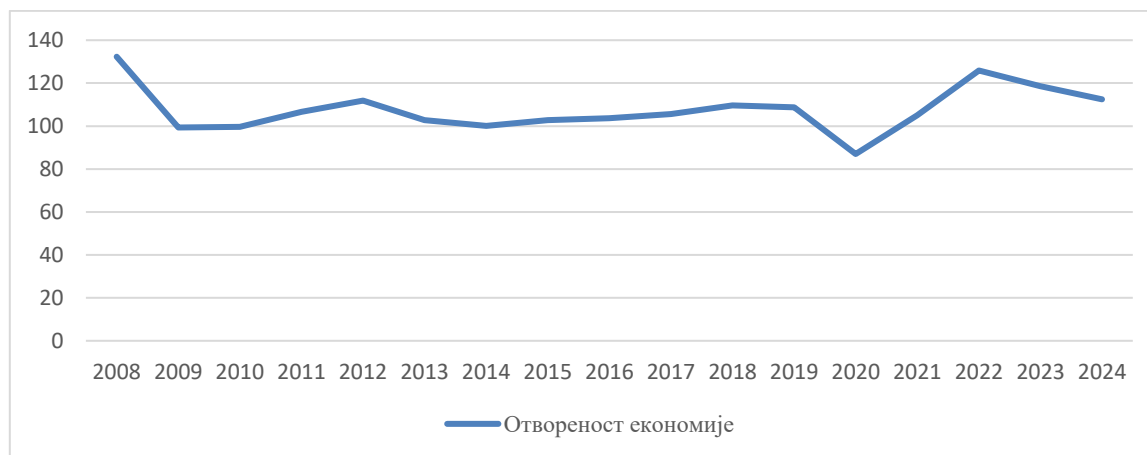
Извор: Обрачун аутора на основу података са сајтова СБ и ММФ-а, доступно на:
<https://data.worldbank.org/indicator/NE.EXP.GNFS.ZS>;
<https://data.worldbank.org/indicator/NE.IMP.GNFS.ZS>;
<https://www.imf.org/external/datamapper/NGDPD@WEO/OEMDC/ADVEC/WEOWORLD>

Подаци из Табеле 64 показују да је почетком периода (2008–2010.) дошло до значајног пада отворености црногорске економије са 132,3% на 99,4% у 2009. години, што се може објаснити ефектима светске финансијске кризе и смањењем трговинских токова. Након тога, Црна Гора бележи постепен раст и релативну стабилност, достижући 111,8% у 2012. години, што указује на постепено прилагођавање економије међународним токовима.

Период од 2013. до 2019. карактерише умерена стабилност отворености са вредностима између 100 и 110%, што одражава константну трговинску активност и фискалну прилагодљивост економије. У 2020. години долази до значајног пада на 87% услед глобалне кризе изазване пандемијом КОВИД-19, која је довела до смањења извоза и туризма, кључних сектора црногорске економије.

Од 2021. године следи брзи опоравак, са растом отворености економије на 125,9% у 2022. години, након чега следи благо смањење на 112,4% у 2024. години. Ово показује да је економија Црне Горе успешно прилагодила своје трговинске и инвестиционе токове и да је задржала висок ниво интеграције у међународне економске токове.

Графикон 58 – Сагледавање отворености економије у Републици Црној Гори за посматрани период



Извор: Ауторски приказ на основу табеле 65.

Графикон 58 визуелно приказује кретање индекса отворености и истиче три карактеристичне фазе:

1. Период високе отворености и почетног пада (2008–2010);
2. Фаза стабилизације и умереног раста (2011–2019);
3. Период флукуација и брзог опоравка након кризе (2020–2024).

У целини, Црна Гора показује висок ниво економске отворености са израженим осцилацијама услед спољних и домаћих шокова, што истиче значај трговине и туризма за одрживост економије.

4.6.3. Сагледавање отворености економије у Северној Македонији

Степен отворености економије Републике Северне Македоније представља поуздан показатељ њене интегрисаности у међународне токове робе и услуга и важан елемент у процени спољне економске стабилности. У периоду од 2008. до 2024. године степен отворености македонске економије, изражен као однос збира вредности извоза и увоза према бруто домаћем производу, повећан је са 111,5% на 125,4%, што представља укупан раст од приближно 14%. Посматрано по динамици, просечна годишња вредност отворености износила је 121,79%, што указује на висок степен спољнотрговинске активности и дубоку интеграцију македонске привреде у регионалне и глобалне ланце

вредности (Обрачунато на основу Табеле 66). Ови резултати одражавају стабилан раст извоза и релативну зависност од увоза, што спољну трговину чини једним од кључних фактора који утичу на фискалну стабилност и дугорочну одрживост јавног дуга. Табела 66 приказује кретање степена отворености економије у Републици Северној Македонији у периоду од 2008. до 2024. године и пружа детаљнији увид у динамику спољнотрговинских токова и њихов утицај на макроекономску стабилност земље.

Табела 66 – Сагледавање отворености економије Републике Северне Македоније у интервалу од 2008. до 2024. године

Године	Отвореност економије (%)
2008.	111,5
2009.	87,2
2010.	97,9
2011.	113,2
2012.	112,2
2013.	104,9
2014.	112,6
2015.	113,7
2016.	116,2
2017.	124,1
2018.	133,2
2019.	138,6
2020.	128,3
2021.	146,7
2022.	166,2
2023.	138,5
2024.	125,4

Извор: Обрачун аутора на основу података са сајтова СБ и ММФ-а, доступно на:
<https://data.worldbank.org/indicator/NE.EXP.GNFS.ZS;>
<https://data.worldbank.org/indicator/NE.IMP.GNFS.ZS;>
<https://www.imf.org/external/datamapper/NGDPD@WEO/OEMDC/ADVEC/WEOWORLD>

Почетком посматраног периода дошло је до пада отворености економије северне македоније са 111,5% на 87,2% услед глобалне финансијске кризе, која је негативно утицала на извоз и међународну трговину. Након 2010. године, индекс бележи континуирани раст са релативним флукуацијама, достижући ниво од 138,6% у 2019. години, што указује на постепено јачање интеграције у међународне економске токове.

Период од 2020. до 2022. карактерише краткорочни пад у 2020. години на 128,3% услед кризе изазване пандемијом КОВИД-19, након чега следи брз опоравак и достигнуће рекордне отворености од 166,2% у 2022. години. Током последње две године, 2023–2024., отвореност македонске економије благо опада на 125,4%, али остаје на високом нивоу, што указује на снажну и стабилну интеграцију Северне Македоније у међународне токове.

Графикон 59 – Сагледавање отворености економије у Републици Северној Македонији за посматрани период



Извор: Ауторски приказ на основу табеле 66.

Графикон 59 визуелно приказује кретање индекса отворености и истиче три карактеристичне фазе:

1. Период пада и кризе (2008–2009.);
2. Фаза постепеног раста и стабилизације (2010–2019.);
3. Период флукуација и достижења рекордних вредности са благим падом (2020–2024.).

Подаци указују на снажну интеграцију Северне Македоније у међународну економију, са растућим значајем извоза, увоза и спољних финансијских токова за одрживост економског раста.

4.6.4. Анализа отворености економије у Босни и Херцеговини

Када говоримо о отворености економије Босне и Херцеговине, можемо констатовати да она има велики значај за развој ове недовољно развијене државе југоисточне

Европе. Отвореност економије Босне и Херцеговине представља значајан показатељ развоја њених спољнотрговинских односа и степена интеграције у регионалне и глобалне економске токове. У периоду од 2008. до 2024. године степен отворености босанско-херцеговачке економије, повећан је са 86,1% на 100%, што представља укупан раст од око 14%. Посматрано динамички, просечна годишња вредност отворености износила је 91,18%, што указује на релативно висок ниво укључености земље у међународну трговину (Обрачунато на основу Табеле 67). Ови подаци сугеришу постепено јачање извозног сектора и стабилизацију увозне зависности, што укупно доприноси уравнотеженијем спољнотрговинском положају земље и фискалној стабилности. Табела 67 приказује кретање степена отворености економије у Босни и Херцеговини у периоду од 2008. до 2024. године и омогућава увид у динамику спољнотрговинских токова и њихов утицај на макроекономску стабилност земље.

Табела 67 – Сагледавање отворености економије Босне и Херцеговине у интервалу од 2008. до 2024. године

Године	Отвореност економије (%)
2008.	86,1
2009.	73,7
2010.	81
2011.	87,8
2012.	88,2
2013.	87,9
2014.	90,6
2015.	88,3
2016.	88,2
2017.	96,6
2018.	98,4
2019.	94,5
2020.	82,1
2021.	96,5
2022.	110,2
2023.	99,9
2024.	100

Извор: Обрачун аутора на основу података са сајтова СБ и ММФ-а, доступно на:
<https://data.worldbank.org/indicator/NE.EXP.GNFS.ZS>;
<https://data.worldbank.org/indicator/NE.IMP.GNFS.ZS>;
<https://www.imf.org/external/datamapper/NGDPD@WEO/OEMDC/ADVEC/WEOWORLD>

Подаци из Табеле 67 показују да је почетком посматраног периода дошло до значајног пада процента отворености са 86,1 у 2008. на 73,7 у 2009. години, што се може довести у везу са последицама светске финансијске кризе. Након тога следи постепени опоравак и релативна стабилност током периода 2010–2016., са вредностима процената у распону од 81 до 88,2.

Период 2017–2019. карактерише умерени раст степена отворености босанске економије, који достиже 98,4% у 2018. години, што указује на побољшање интеграције у међународну економију и раст трговинских токова. У 2020. години проценат пада на 82,1 услед пандемије КОВИД-19, али након тога следи брз опоравак на рекордних 110,2% у 2022. години. Последње две године, 2023–2024., показују благо смањење отворености на око 100%, што указује на отпочињање стабилизационог тренда.

Графикон 60 – Сагледавање отворености економије у Босни и Херцеговини за посматрани период



Извор: Ауторски приказ на основу табеле 67.

Графикон 60 визуелно приказује кретање отворености босанске економије и јасно истиче три карактеристичне фазе:

1. Период пада и кризе (2008–2009.);
2. Фаза постепеног раста и стабилизације (2010–2019.);
3. Период флукуација и постизање високих вредности уз благо смањење (2020–2024.).

У целини, Босна и Херцеговина бележи умерено високу економску отвореност са периодима осцилација, при чему је значај извоза и увоза и даље кључан за одрживост економског раста и стабилност спољнотрговинских токова.

4.6.5. Динамика отворености економије у Републици Албанији

Албанија је држава југоисточне Европе, чији ново развијености умногоме зависи од њене отворености према осталим државама, нарочито према развијенијим регионима. Због тога ниво отворености економије Републике Албаније представља значајан показатељ њене трговинске интеграције и степена повезаности са међународним економским токовима. У периоду од 2008. до 2024. године степен отворености албанске економије благо је повећан са 77,4% на 79,1%, што представља раст од свега 1,7%. У посматраном временском периоду, просечна годишња вредност отворености економије у Албанији износила је 76,19%, што указује на умерен ниво интегрисаности у међународну трговину током анализираниог периода (Обрачунато на основу Табеле 68). Наведени резултати указују на релативну стабилност спољнотрговинске активности и ограничен раст укупне спољне размене, што је последица структуре економије засноване на домаћој потрошњи и умереном извозном потенцијалу. Табела 68 приказује кретање степена отворености економије у Републици Албанији у периоду од 2008. до 2024. године и омогућава увид у развој спољнотрговинских токова и њихов утицај на макроекономску стабилност земље.

Табела 68 – Сагледавање отворености економије Републике Албаније у интервалу од 2008. до 2024. године

Године	Отвореност економије (%)
2008.	77,4
2009.	75,1
2010.	76,6
2011.	81,2
2012.	76,5
2013.	75,9
2014.	75,4
2015.	71,8
2016.	74,8
2017.	78,2
2018.	75,7
2019.	75,3
2020.	59,5
2021.	75,6
2022.	84,7
2023.	82,5
2024.	79,1

Извор: Обрачун аутора на основу података са сајтова СБ и ММФ-а, доступно на:
<https://data.worldbank.org/indicator/NE.EXP.GNFS.ZS>;
<https://data.worldbank.org/indicator/NE.IMP.GNFS.ZS>;
<https://www.imf.org/external/datamapper/NGDPD@WEO/OEMDC/ADVEC/WEOWORLD>

У периоду 2008–2011., отвореност економије је показивала благо повећање, са 77,4% у 2008. години на 81,2% у 2011. години, иако је 2009. године забележен пад на 75,1% услед последица глобалне економске кризе. Након 2011. године уследио је период умерене стабилизације и лаганог смањења, при чему се вредности кретале између 75% и 76% до 2015. године, када је достигнута најнижа вредност у том периоду од 71,8%.

Од 2016. до 2019. године отвореност економије се поново повећавала и кретала око 75–79%, са кратким скоком у 2017. години на 78,2%. Година 2020. означила је драматичан пад на 59,5%, што се може повезати са глобалним последицама пандемије КОВИД-19, укључујући прекид међународне трговине и ограничења кретања.

Након овог пада, економија је показала брз опоравак: 2021. године отвореност је била 75,6%, да би 2022. достигла рекордних 84,7%, а затим благо опала на 82,5% у 2023. и 79,1% у 2024. години. Овај раст указује на обновљену и све већу интеграцију Албаније у глобалној економији.

Графикон 61 – Сагледавање отворености економије у Републици Албанији за посматрани период



Извор: Ауторски приказ на основу табеле 68.

Укупно гледано, отвореност економије Албаније у посматраном периоду одликује се високом вредношћу већином изнад 70%, што потврђује релативно висок степен интеграције у међународну трговину. Истовремено, значајни падови током глобалних

криза показују да је економија осетљива на спољне шокове, али да има капацитет за брз опоравак и даље јачање отворености.

4.6.6. Сагледавање нивоа отворености економије у Републици Хрватској

Убрзана интеграција Хрватске у европске економске токове и постепено повећање спољнотрговинске активности након уласка у Европску унију значајно су обликовали структуру њене привреде. Трговина робом и услугама постала је један од главних покретача економског раста и извора фискалних прихода, уз растући утицај туризма и извозно оријентисаних индустрија. У периоду од 2008. до 2024. године степен отворености хрватске економије повећан је са 82,1% на 102,7%, што представља укупан раст од приближно 21%. Посматрано кроз тренд, просечна годишња вредност отворености износила је око 91,50%, што указује на висок степен интегрисаности у међународну трговину током анализираних периода (Обрачунато на основу Табеле 69). Наведени подаци одражавају постепено јачање извозне компоненте економије и користи које је земља остварила кроз процес приступања Европској унији, што је допринело већој конкурентности и стабилности спољнотрговинског биланса. Табела 69 приказује кретање степена отворености економије у Републици Хрватској у периоду од 2008. до 2024. године и омогућава увид у динамику трговинске активности и њен утицај на макроекономску стабилност земље.

Табела 69 – Сагледавање отворености економије Републике Хрватске у интервалу од 2008. до 2024. године

Године	Отвореност економије (%)
2008.	82,1
2009.	69,7
2010.	72,6
2011.	77,7
2012.	79
2013.	80,9
2014.	85,2
2015.	90,6
2016.	92,1
2017.	97,2
2018.	99,1
2019.	101,4
2020.	89,6
2021.	102,3

2022.	125,2
2023.	107,7
2024.	102,7

Извор: Обрачун аутора на основу података са сајтова СБ и ММФ-а, доступно на:
<https://data.worldbank.org/indicator/NE.EXP.GNFS.ZS>;
<https://data.worldbank.org/indicator/NE.IMP.GNFS.ZS>;
<https://www.imf.org/external/datamapper/NGDPD@WEO/OEMDC/ADVEC/WEOWORLD>

Подаци показују да је почетком посматраног периода дошло до значајног пада процента отворености економије са 82,1 у 2008. на 69,7 у 2009. години, што се може довести у везу са последицама светске финансијске кризе. Након тога, следи постепени опоравак и стабилан раст отворености током периода 2010–2019., са вредностима процената који расту од 72,6 у 2010. до 101,4 у 2019. години, при чему је највећи скок забележен у периоду 2016–2019., када отвореност премашује 97% и наставља раст до 101,4%.

Година 2020. обележена је падом отворености економије на 89,6% услед глобалних последица пандемије КОВИД-19, али након тога следи брз опоравак и раст процента на рекордних 125,2 у 2022. години. Последње две године, 2023–2024., показују благо смањење отворености хрватске економије на 107,7% и 102,7%, што указује на зачетак стабилизационог тренда у будућем периоду.

Графикон 62 – Сагледавање отворености економије у Републици Хрватској за посматрани период



Извор: Ауторски приказ на основу табеле 69.

Графикон 62 визуелно приказује кретање процента отворености економије Хрватске и истиче три карактеристичне фазе:

1. Период опадања отвореностина почетку Светске економске кризе (2008–2009.);
2. Фаза постепеног раста и стабилизације (2010–2019.);
3. Период флукуација и постизање рекордних вредности уз благо смањење у при крају циклуса (2020–2024).

Посматрано у целини, Хрватска бележи висок волумен отворености економије, при чему раст извоза и увоза и даље игра кључну улогу у јачању економске интеграције и подршци одрживом економском расту.

4.6.7. Степен отворености економије у Републици Бугарској

Економска отвореност Републике Бугарске представља показатељ високог степена укључености националне привреде у међународну трговину и дугорочне оријентације ка извозној активности. У периоду од 2008. до 2024. године степен отворености бугарске економије смањен је са 124,7% на 109,3%, што представља релативно смањење од око 15%. У просеку, отвореност бугарске економије износила је 120,85%, што указује на изузетно висок ниво интегрисаности у међународне трговинске токове током целог анализираног периода (Обрачунато на основу Табеле 70). Наведени резултати потврђују стабилну позицију бугарске економије као једне од најотворенијих у региону, са израженом зависношћу од спољне тражње и извозно оријентисаних индустријских сектора. Табела 70 приказује кретање степена отворености економије у Републици Бугарској у периоду од 2008. до 2024. године и пружа увид у развој спољнотрговинских односа и њихов утицај на макроекономску стабилност земље.

Табела 70 – Сагледавање отворености економије Републике Бугарске у интервалу од 2008. до 2024. године

Године	Отвореност економије (%)
2008.	124,7
2009.	92,7
2010.	103,4
2011.	117,4
2012.	123,9
2013.	129,7
2014.	130,3
2015.	126,8
2016.	122,8
2017.	129,6
2018.	128,9

2019.	125
2020.	110,3
2021.	121,1
2022.	138,9
2023.	119,7
2024.	109,3

Извор: Обрачун аутора на основу података са сајтова СБ и ММФ-а, доступно на:
<https://data.worldbank.org/indicator/NE.EXP.GNFS.ZS>;
<https://data.worldbank.org/indicator/NE.IMP.GNFS.ZS>;
<https://www.imf.org/external/datamapper/NGDPD@WEO/OEMDC/ADVEC/WEOWORLD>

Подаци у Табели 70 показују да је почетком посматраног периода дошло до значајног пада отворености хрватске економије са 82,1% у 2008. на 69,7% у 2009. години, што се може довести у везу са последицама светске финансијске кризе. Након тога, следи постепени опоравак и стабилан раст отворености током периода 2010–2019., са вредностима процената које расту од 72,6 у 2010. до 101,4 у 2019. години, при чему је највећи скок забележен у периоду 2016–2019., када отвореност премашује 97% и наставља раст до 101,4%.

Од 2015. до 2019. године проценат отворености бугарске економије показује умерене флукуације, задржавајући се између 122,8% и 129,6%. Година 2020. обележена је падом на 110,3% услед пандемије КОВИД-19, али након тога следи опоравак, са рекордном вредности у 2022. години (138,9%). Последње две године, 2023–2024., показују значајан пад отворености на 119,7% и 109,3%, што указује на релативно смањење отворености у поређењу са раним годинама посматраног периода.

Графикон 63 – Сагледавање отворености економије у Републици Бугарској за посматрани период



Извор: Ауторски приказ на основу табеле 70.

Графикон 63 визуелно приказује кретање индекса отворености Бугарске и истиче три карактеристичне фазе:

1. Периодпада и кризе (2008–2009.);
2. Фаза постепеног раста и стабилизације (2010–2019.);
3. Флукуације и постизање рекордних вредности уз релативан пад (2020–2024.).

Република Бугарска бележи висок ниво економске отворености, при чему је значај извоза и увоза и даље кључан за одрживи економски раст и интеграцију у глобалну економију. Висок удео спољне трговине у БДП-у указује на снажну повезаност бугарске привреде са европским тржиштем, али и на осетљивост на промене у глобалној тражњи. Такав степен отворености представља и прилику и изазов за одржавање макроекономске стабилности и фискалне отпорности земље.

4.6.8. Тренд кретања отворености економије у Румунији

Република Румунија карактерише умерен, али стабилан ниво економске отворености, који одражава постепену интеграцију земље у међународне трговинске токове и растућу повезаност са европским тржиштем. У периоду од 2008. до 2024. године степен отворености румунске економије повећан је са 65,2% на 77,3%, што представља укупан раст од око 12%. Просечна годишња отвореност румунске економије износила је готово 80%, што указује на постепено јачање трговинских активности и усклађивање економских структура са европским стандардима (Обрачунато на основу Табеле 71). Ови подаци потврђују да је Румунија током анализираних периода остварила стабилан раст извоза и постепено смањивала трговински дефицит, што је позитивно утицало на њену фискалну позицију и одрживост јавног дуга. Табела 71 приказује кретање степена отворености економије у Републици Румунији у периоду од 2008. до 2024. године и омогућава увид у развој спољнотрговинских односа и њихов утицај на макроекономску стабилност земље.

Табела 71 – Сагледавање отворености економије Републике Румуније у интервалу од 2008. до 2024. године

Године	Отвореност економије (%)
--------	--------------------------

2008.	65,2
2009.	58,4
2010.	69,9
2011.	76,2
2012.	76,6
2013.	81,4
2014.	83,4
2015.	83,5
2016.	85,9
2017.	87,1
2018.	86,5
2019.	84,4
2020.	78
2021.	86,6
2022.	93,7
2023.	83,1
2024.	77,3

Извор: Обрачун аутора на основу података са сајтова СБ и ММФ-а, доступно на:
<https://data.worldbank.org/indicator/NE.EXP.GNFS.ZS>;
<https://data.worldbank.org/indicator/NE.IMP.GNFS.ZS>;
<https://www.imf.org/external/datamapper/NGDPD@WEO/OEMDC/ADVEC/WEOWORLD>

Почетком посматраног периода, отвореност економије Румуније била је 65,2% у 2008. години, да би у 2009. години опала на 58,4% као последица глобалне финансијске кризе. Након тога уследио је стабилан раст отворености током периода 2010–2017., када проценат достиже 87,1, са нарочито приметним скоковима у периоду 2010–2013. године, што указује на постепено јачање интеграције Румуније у међународну економију.

Од 2018. до 2019. године проценат отворености економије благо опада на 84,4, уз значајнији пад у 2020. години на 78% услед глобалних последица пандемије КОВИД-19. Након 2020. године следи опоравак и раст отворености економије до рекордних 93,7% у 2022. години, али последње две године, 2023–2024., показују поновно смањење на 83,1% и 77,3%, што указује на стабилизован ниво отворености уз задржавање умерено високих вредности.

Графикон 64 – Сагледавање отворености економије у Републици Румунији за посматрани период



Извор: Ауторски приказ на основу табеле 71.

Графикон 64 визуелно приказује кретање индекса отворености Румуније и истиче три карактеристичне фазе:

1. Период пада и кризе (2008–2009.);
2. Фаза постепеног раста и стабилизације (2010–2019.);
3. Флукуације и постизање рекордних вредности уз благо смањење (2020–2024.).

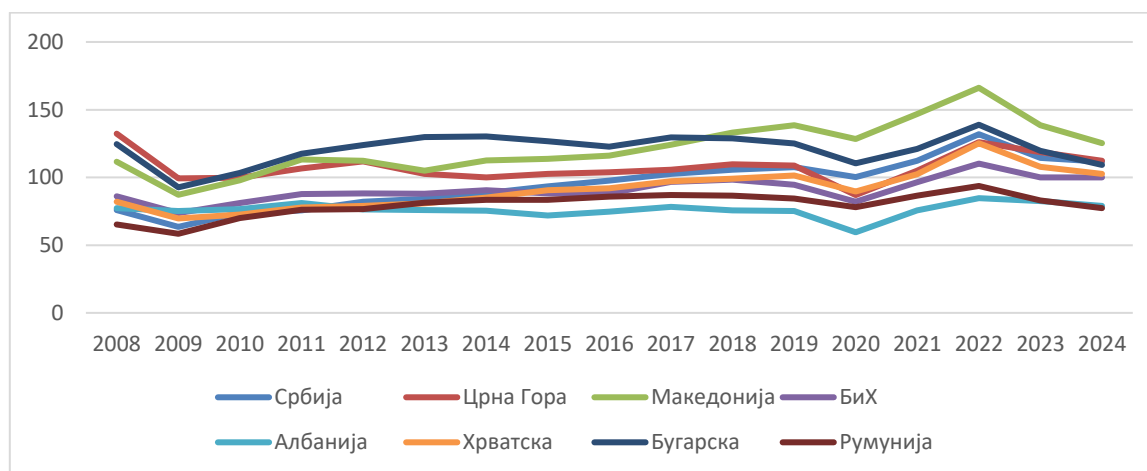
Коначно, Румунија бележи умерено висок ниво економске отворености, при чему раст извоза и увоза игра кључну улогу у јачању економске интеграције и подршци одрживом економском расту. Висок удео спољне трговине у БДП-у указује на постепено усклађивање структуре румунске економије са захтевима европског тржишта и повећање конкурентности домаћих производа. Иако је степен отворености нешто нижи у односу на најразвијеније чланице Европске уније, континуирани раст извоза и умерено смањење трговинског дефицита представљају позитивне сигнале за очување макроекономске стабилности и фискалне одрживости земље.

4.6.9. Компаративни приказ отворености економије у земљама Југоисточне Европе

На основу претходне анализе нивоа отворености економија, можемо констатовати да је за државе Југоисточне Европе од изузетног значаја да буду на вишем нивоу отворености економије ка спољњем свету, јер је то предуслов њиховог даљег економског развоја. Компаративни приказ отворености економија земаља Југоисточне Европе омогућава анализу позиција и динамике њихових интеграција у међународне трговинске и финансијске токове. Графикон 65, заснован на подацима из табела 64–71,

симултано визуализује кретање њихових процената отворености економија током периода 2008–2024. године.

Графикон 65 – Компаративни приказ отворености економије у земљама Југоисточне Европе у посматраном периоду



Извор: Ауторски приказ на основу табела 64, 65, 66, 67, 68, 69, 70 и 71.

Анализа показује да земље региона бележе различите нивое и динамику отворености. Бугарска и Хрватска се издвајају високим процентима отворености економија током већег дела посматраног периода, што указује на интензивну интеграцију у глобалну економију и значајан обим спољнотрговинских токова. Са друге стране, Румунија и Албанија показују умерено висок ниво отворености са периодима значајних флукуација, посебно у кризним годинама и током пандемије КОВИД-19. Босна и Херцеговина заузима средњи положај у региону, са стабилним али релативно умереним вредностима процената отворености економије, али уз видљиве осцилације услед домаћих и спољних економских утицаја.

Посматрајући трендове, може се уочити неколико заједничких карактеристика:

1. Период кризе 2008–2009. – готово све земље бележе пад отворености услед глобалне финансијске кризе.
2. Фаза постепеног раста и стабилизације (2010–2019.) – земље региона генерално бележе раст или стабилизацију процената отворености, уз различите интензитете.

3. Флуктуације током пандемије и постпандемијски период (2020–2024.) – пад отворености у 2020. години је праћен брзим опоравком и достигањем рекордних вредности у неким земљама, док друге бележе благо смањење.

У целини, компаративни приказ потврђује да је економска отвореност кључни фактор регионалне интеграције и да је ниво и динамика отворености различит између земаља Југоисточне Европе. Земље са високим и стабилним нивоом отворености економија, као што су Бугарска и Хрватска, показују већу отпорност и капацитет за укључивање у глобалне економске токове, док земље са умереним вредностима, као што су Албанија и Румунија, имају простор за јачање економске интеграције и трговинске сарадње у региону.

4.7. Промене буџетског биланса и његова улога у јавном дугу

Буџетски биланс представља један од најзначајнијих индикатора фискалне одрживости и директну детерминанту динамике јавног дуга. Он показује однос између укупних јавних прихода и јавних расхода у одређеном временском периоду и одражава способност државе да финансира своје обавезе без прекомерног задуживања (Escolano, 2010). Позитиван буџетски биланс (суфицит) указује на вишак прихода у односу на расходе, што омогућава смањење јавног дуга или стварање фискалних резерви (Musgrave и Musgrave, 1989). Насупрот томе, негативан биланс (дефицит) значи да држава троши више него што прикупља, што најчешће доводи до потребе за новим задуживањем и раста јавног дуга. Улогу буџетског биланса као детерминанте јавног дуга додатно потврђује и ММФ указујући да се кретање односа јавног дуга и БДП-а може посматрати кроз четири кључне променљиве: каматну стопу на постојећи дуг, стопу инфлације, реални раст БДП-а и однос дефицита према БДП-у (ММФ, 2012). Европска централна банка (2010) истиче да су упорно високи дефицити један од главних извора ризика за фискалну одрживост, јер доводе до раста каматних стопа, већих трошкова сервисирања дуга и успоравања економског раста. Такви процеси могу створити негативну повратну спрегу између раста дуга и каматних стопа, чиме се јавне финансије доводе у нестабилну путању. Да би се избегли ови ризици, неопходно је усмерити фискалну политику ка постепеном смањењу односа јавног дуга и БДП-а и обнови фискалног простора за будуће генерације.

Подаци о буџетском билансу, исказани као проценат БДП-а преузети су из званичне база података ММФ-а, а евалуација промена буџетског биланса урађена је применом следећег формулског облика:

$$\Delta \text{Буџетски биланс}_t = \text{Буџетски биланс}_t - \text{Буџетски биланс}_{t-1}$$

при чему је:

- $\Delta \text{Буџетски биланс}_t$ – промена буџетског биланса у текућој години
- Буџетски биланс_t – буџетски биланс текуће године
- $\text{Буџетски биланс}_{t-1}$ – буџетски биланс претходне године

Позитивна вредност добијене промене означава побољшање фискалне позиције, односно смањење дефицита или пораст суфицита, док негативна вредност упућује на погоршање буџетске равнотеже и потенцијални раст јавног дуга. Таква анализа омогућава идентификацију фискалних фаза у којима је дошло до поштравања или релаксације буџетске политике и њеног утицаја на дугорочну одрживост јавних финансија.

4.7.1. Сагледавање промене стања буџета у Републици Србији

Промена буџетског биланса представља показатељ динамике фискалне политике и начина на који држава реагује на економске и финансијске изазове. Стање буџета Републике Србије у претходним периодима је било одраз прилика у земљи, али и утицаја из иностранства. Извесна колебања су се могла уочити у време финансијских и економских криза изазваних различитим узроцима. У периоду од 2008. до 2024. године забележене су значајне осцилације у кретању буџетског биланса, при чему је највеће погоршање износило $-6,91\%$, док је највеће побољшање достигло $3,75\%$ у односу на претходну годину. Просечна годишња промена износила је $-0,55\%$ (обрачунато на основу Табеле 72), што указује на умерено фискално погоршање у дужем периоду. Ови подаци одражавају високу осетљивост буџета на циклусе економског раста и кризе, посебно током периода глобалне финансијске кризе, пандемије КОВИД-19 и енергетске нестабилности након 2020. године. Табела 72 приказује промене буџетског биланса у Републици Србији у периоду од 2008. до 2024. године и омогућава увид у динамику прилагођавања фискалне политике и њен утицај на токове јавног дуга.

Табела 72 – Приказ промена буџетског биланса Републике Србије у интервалу од 2008. до 2024. године

Године	Промене буџетског биланс (%)
2008.	-3,45
2009.	0,95
2010.	-0,05
2011.	-0,40
2012.	-2,36
2013.	1,32
2014.	-0,82
2015.	2,36
2016.	2,17
2017.	2,40
2018.	-0,54
2019.	-0,78
2020.	-6,91
2021.	3,75
2022.	3,02
2023.	-1,07
2024.	-0,52

Извор: Обрачун аутора на основу података са сајта ММФ-а, доступно на: https://www.imf.org/external/datamapper/GGXCNL_G01_GDP_PT@FM/SRB/MNE/MKD/VIN/ALB/HRV/BGR/ROU

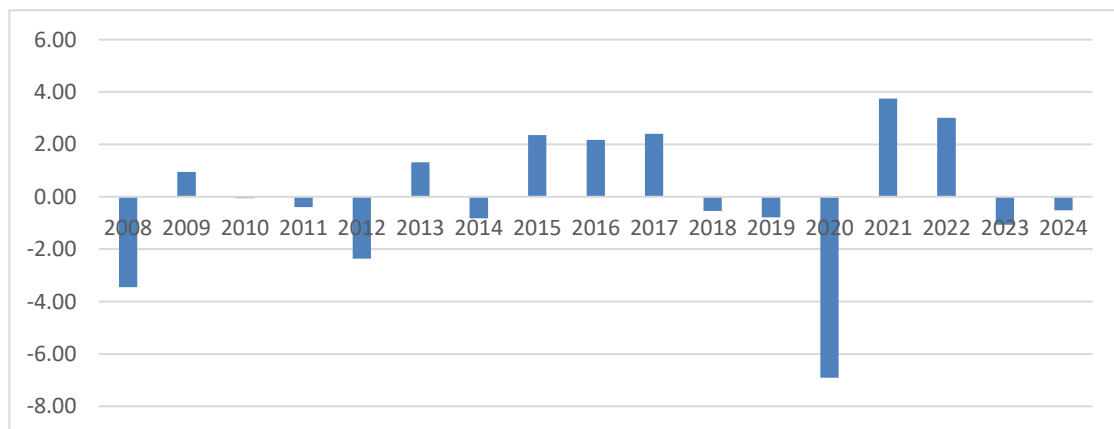
Подаци приказани у Табели 72 омогућавају преглед промена буџетског биланса у Републици Србији током периода 2008–2024. године. Буџетски биланс представља кључни показатељ фискалне стабилности и економског здравља земље, а његове промене одражавају утицај економских криза, фискалних политика и спољних фактора на државне приходе и расходе.

Период 2008–2012. године карактерише променљива динамика буџетског биланса. Година 2008. бележи погоршање од -3,45%, услед глобалне финансијске кризе, док 2009. година показује позитивну промену буџетског биланса (+0,95%), што указује на краткотрајни опоравак и антикризне мере владе. Током периода 2010–2012., промена буџетског биланса осцилира са вредностима између -0,05 и -2,36%, што указује на истрајност Владе да стабилизује фискалну ситуацију, уз и даље видљиве последице кризе.

Период 2013–2017. обележен је стабилнијим и чешће позитивним променама буџетског биланса. Највиша позитивна промена у овом периоду остварен је 2017. године (+2,40%), што указује на ефикасније управљање приходима и расходима у односу на претходну годину, али и на раст економских активности. Међутим, у периоду 2018–2019. поново су забележене негативне промене буџетског биланса (–0,54 и –0,78%), показујући краткотрајне флукуације и потребу за прилагођавањем фискалне политике.

Година 2020. доноси најдраматичнију промену буџетског биланса од –6,91%, што је директна последица пандемије КОВИД-19, изузетних расхода за здравствени сектор и мере подршке економији. Након тога, период 2021–2022. карактерише снажан опоравак са позитивном променом биланса од +3,75% и +3,02%, док последње две године (2023–2024.) бележе благо погоршање од –1,07% и –0,52%, указујући на стабилизовану фискалну позицију уз умерене дефиците.

Графикон 66 – Сагледавање промена буџетског биланса у Републици Србији за посматрани период



Извор: Ауторски приказ на основу табеле 72.

Графикон 66 визуелно приказује три карактеристичне фазе промена буџетског биланса:

1. Период кризе и опоравка (2008–2012.);
2. Фаза стабилизације и умереног побољшања буџетског биланса (2013–2019.);
3. Период екстерних шокова и опоравка (2020–2024.).

Посматрано у целини, анализа показује да Република Србија током посматраног периода бележи осцилаторне тенденције побољшања и погоршања буџетског биланса, што је директна последица употребе фискалне политике као кључног механизма за покретање привреде у контракционим фазама привредних циклуса и тежњи за одрживом политиком јавног дуга у фазама опоравка и економске стабилизације.

4.7.2. Посматрање промене буџетског салда у Црној Гори

Промене буџетског биланса у Републици Црној Гори указују на изражену фискалну осетљивост и ограничену отпорност јавних финансија на спољне и унутрашње економске шокове. Стање буџета у годинама које су претходиле анализираном периоду може се окарактерисати као релативно уравнотежено, уз повремене дефиците финансиране углавном спољним задуживањем и приходима од приватизације. Такав модел финансирања омогућио је краткорочну стабилност, али је уједно повећао дугорочну фискалну рањивост земље. У периоду од 2008. до 2024. године највеће погоршање буџетског биланса износило је $-10,74\%$, док је највеће побољшање достигло $+10,19\%$ у односу на претходну годину. Просечна годишња промена буџетског биланса износила је $-0,66\%$ (обрачунато на основу Табеле 73), што указује на благу тенденцију фискалног погоршања током анализираног периода. Ови подаци одражавају изразиту зависност буџета од спољних прилива, као и снажне флукуације јавних расхода за време кризних циклуса, посебно током пандемије КОВИД-19 и периода посткризне фискалне консолидације. Табела 73 приказује промене буџетског биланса у Републици Црној Гори у периоду од 2008. до 2024. године и омогућава увид у динамику фискалних корекција и њихов утицај на кретање јавног дуга.

Табела 73 – Приказ промена буџетског биланса Републике Црне Горе у интервалу од 2008. до 2024. године

Године	Промене буџетског биланс (%)
2008.	-10,74
2009.	-4,41
2010.	1,84
2011.	-1,86
2012.	0,89
2013.	1,35

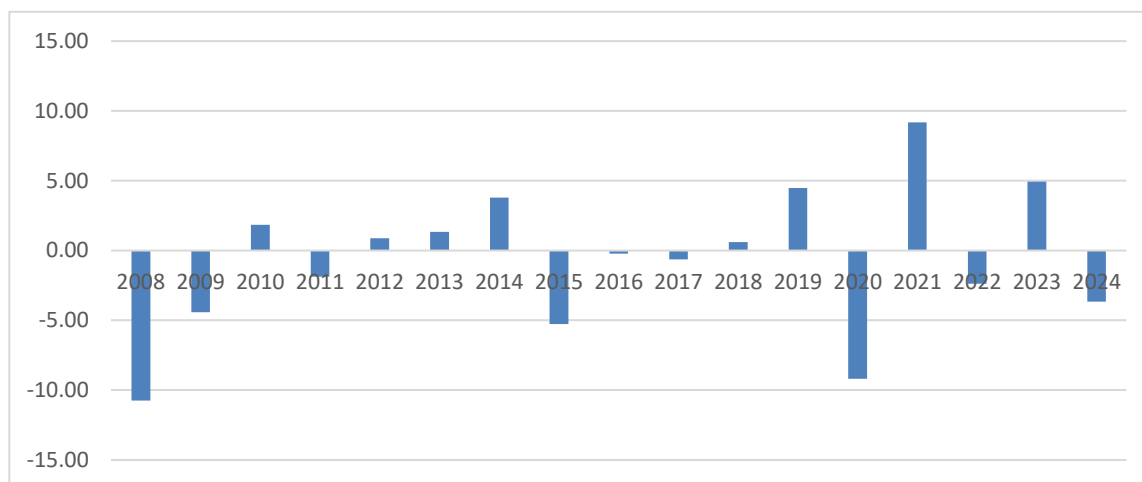
2014.	3,79
2015.	-5,26
2016.	-0,22
2017.	-0,63
2018.	0,60
2019.	4,49
2020.	-9,18
2021.	9,19
2022.	-2,37
2023.	4,94
2024.	-3,66

Извор: Обрачун аутора на основу података са сајта ММФ-а, доступно на: https://www.imf.org/external/datamapper/GGXCNL_G01_GDP_PT@FM/SRB/MNE/MKD/VIN/ALB/HRV/BGR/ROU

Почетак периода (2008. и 2009. година) карактерише се великим падом буџетског биланса од -10,74% и -4,41%, што указује на снажан удар Светске економске кризе на црногорску привреду. Током периода 2010–2014., промена буџетског биланса показује позитивне и негативне вредности, са највишим растом од +3,79% у 2014. години и падом у 2011. години од -1,86%. Ова динамика указује на настојања Владе да регулише расходе и повећа приходе уз истовремено прилагођавање на економске изазове.

Период 2015–2019. карактерише релативно висока осцилација буџетског биланса, са падом од -5,26% у 2015. и растом од +4,49% у 2019. години. Година 2020. бележи значајан пад од -9,18%, директно повезан са глобалном пандемијом КОВИД-19 и потребом за фискалним стимулацијама економије. Након тога, 2021. година доноси рекордни пораст од +9,19%, али последње три године показују поновне флукуације са вредностима -2,37% (2022.), +4,94% (2023) и -3,66% (2024).

Графикон 67 – Сагледавање промена буџетског биланса у Републици Црној Гори за посматрани период



Извор: Ауторски приказ на основу табеле 73.

Графикон 67 визуелно приказује три карактеристичне фазе кретања буџетског биланса у Црној Гори:

1. Период великог пада буџетског биланса и кризе (2008–2009.);
2. Фаза постепене стабилизације и умерених осцилација (2010–2019.);
3. Период екстерних шокова и наглих флукуација (2020–2024.).

Црна Гора током посматраног периода бележи значајне осцилације буџетског биланса, што указује на потребу за доследном фискалном политиком и мерљивим инструментима за одржавање макроекономске стабилности и дугорочне одрживости јавних финансија.

4.7.3. Проматрање промене буџетског биланса у Северној Македонији

Промена буџетског биланса у Републици Северној Македонији одражава релативно стабилан, али умерено процикличан карактер фискалне политике, која је током посматраног периода реаговала на макроекономске флукуације и спољне шокове. У периоду од 2008. до 2024. године највеће погоршање буџетског биланса износило је – 6,08%, док је највеће побољшање достигло +2,73% у односу на претходну годину. Просечна годишња промена буџетског биланса износила је –0,30% (обрачунато на основу Табеле 74), што указује на умерену фискалну неравнотежу и ограничене

могућности за сузбијање дефицита у условима спољних притисака. Табела 74 приказује промене буџетског биланса у Републици Северној Македонији у периоду од 2008. до 2024. године и пружа увид у динамику фискалног прилагођавања и његов утицај на ниво јавног дуга.

Табела 74 – Приказ промена буџетског биланса Републике Северне Македоније у интервалу од 2008. до 2024. године

Године	Промене буџетског биланс (%)
2008.	-1,51
2009.	-1,70
2010.	0,22
2011.	-0,06
2012.	-1,34
2013.	-0,03
2014.	-0,35
2015.	0,71
2016.	0,78
2017.	-0,03
2018.	0,97
2019.	-0,21
2020.	-6,08
2021.	2,73
2022.	0,09
2023.	0,62
2024.	0,16

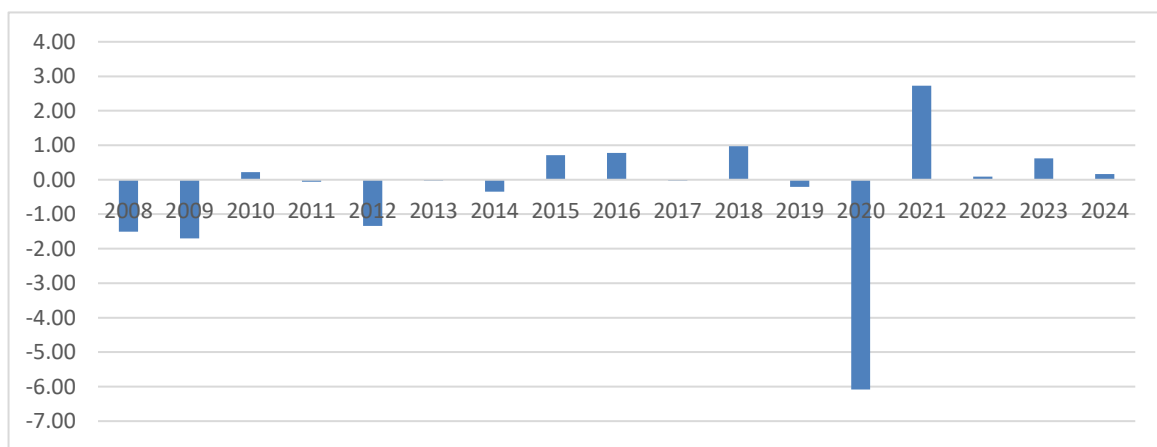
Извор: Обрачун аутора на основу података са сајта ММФ-а, доступно на: https://www.imf.org/external/datamapper/GGXCNL_G01_GDP_PT@FM/SRB/MNE/MKD/BIH/ALB/HRV/BGR/ROU

Почетак посматраног периода обележава умерени пад буџетског биланса од -1,51 у 2008. години, који се у 2009. години додатно продубљује на -1,70 услед глобалне финансијске кризе.

Након 2009. године, следи период релативне стабилности и благог опоравка, са индикаторима који се крећу око нуле или благо позитивних вредности (+0,22% у 2010., -0,06% у 2011., -0,03% у 2013.), што указује на стабилизацију јавних финансија. Значајнији раст се бележи у периоду 2015–2018., када промена буџетског биланса достиже позитивне вредности између +0,71% и +0,97%.

Година 2020. обележена је изразитим падом од $-6,08\%$ услед економских последица пандемије КОВИД-19, али након тога долази до брзог опоравка ($+2,73\%$ у 2021. години). Последње три године, 2022–2024., карактеришу мање флукуације и задржавање промена буџетског биланса на нивоу близу нуле, са вредностима од $+0,09\%$, $+0,62\%$ и $+0,16\%$, што указује на релативну стабилност јавних финансија у последњем периоду посматрања.

Графикон 68 – Сагледавање промена буџетског биланса у Републици Северној Македонији за посматрани период



Извор: Ауторски приказ на основу табеле 74.

Графикон 68 визуелно приказује кретање промена буџетског биланса Северне Македоније и истиче три карактеристичне фазе:

1. Период благог пада и кризе (2008–2009.);
2. Фаза постепеног опоравка и релативне стабилности (2010–2019.);
3. Флукуације и брз опоравак након кризе (2020–2024.).

Посматрано у целини, Северна Македонија показује умерену променљивост промена буџетског биланса уз периоде кризе и опоравка, при чему је последњи период посматрања карактерисан стабилизацијом и очувањем одрживости јавних финансија.

4.7.4. Анализа промене буџетског салда Босне и Херцеговине

Промене буџетског биланса у Босни и Херцеговини одражавају релативно стабилну, али умерено ограничену фискалну позицију, условљену сложенем институционалном

структуром и децентрализованим системом јавних финансија. У периоду од 2008. до 2024. године највеће погоршање буџетског биланса износило је $-5,87\%$, док је највеће побољшање достигло $+4,32\%$ у односу на претходну годину. Просечна годишња промена износила је $-0,11\%$ (обрачунато на основу Табеле 75), што указује на релативну фискалну стабилност, уз минималне осцилације у буџетском позиционирању. Ови резултати показују да је фискална политика у Босни и Херцеговини била умерено рестриктивна, са настојањем да се очува равнотежа између јавне потрошње и буџетских прихода у условима ограничене координације међу нивоима власти. Табела 75 приказује промене буџетског биланса у Босни и Херцеговини у периоду од 2008. до 2024. године и пружа детаљан увид у токове фискалног прилагођавања и њихов утицај на јавни дуг.

Табела 75 – Приказ промена буџетског биланса Босне и Херцеговине у интервалу од 2008. до 2024. године

Године	Промене буџетског биланс (%)
2008.	-3,99
2009.	-1,52
2010.	1,28
2011.	1,33
2012.	0,05
2013.	1,40
2014.	-1,59
2015.	2,68
2016.	0,53
2017.	1,45
2018.	-0,16
2019.	-0,26
2020.	-5,87
2021.	4,32
2022.	0,33
2023.	-1,82
2024.	0,03

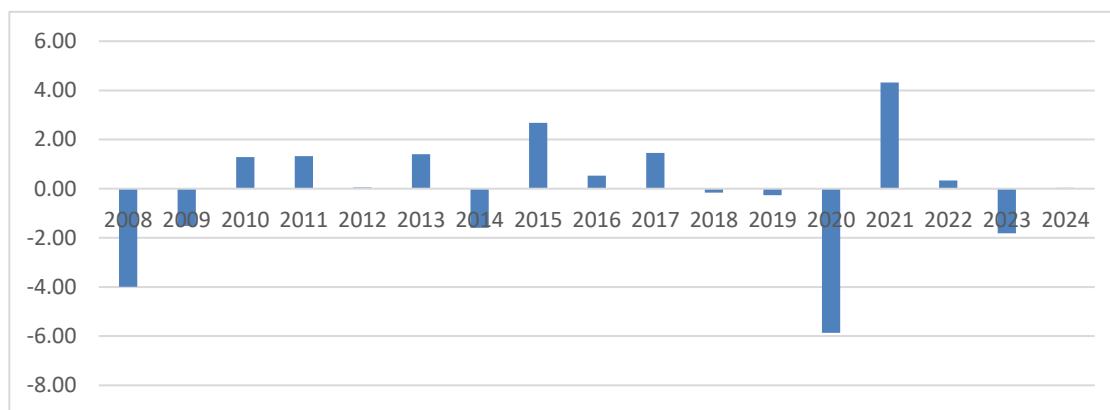
Извор: Обрачун аутора на основу података са сајта ММФ-а, доступно на: https://www.imf.org/external/datamapper/GGXCNL_G01_GDP_PT@FM/SRB/MNE/MKD/BIH/ALB/HRV/BGR/ROU

Почетак посматраног периода обележава релативно изражен пад буџетског биланса од $-3,99\%$ у 2008. години, који се у 2009. смањује на $-1,52\%$, што је последица глобалне финансијске кризе.

У периоду 2010–2013. године, Босна и Херцеговина бележи постепени опоравак са позитивним вредностима промена буџетског биланса, које варирају од $+0,05\%$ до $+1,40\%$, указујући на умерено побољшање финансијске позиције. Међутим, 2014. године долази до новог пада од $-1,59\%$, након чега следи период релативне стабилности и умерених флукуација (2015–2019.) са вредностима између $-0,26\%$ и $+2,68\%$.

Година 2020. обележена је значајним падом од $-5,87\%$ услед економских последица пандемије КОВИД-19, али након тога следи брз опоравак ($+4,32\%$ у 2021. години). Последње три године посматрања (2022–2024.) карактеришу мање осцилације буџетског биланса са вредностима $+0,33\%$, $-1,82\%$ и $+0,03\%$, што указује на релативну стабилизацију јавних финансија.

Графикон 69 – Сагледавање промена буџетског биланса у Босни и Херцеговини за посматрани период



Извор: Ауторски приказ на основу табеле 75.

Графикон 69 визуелно приказује кретање промена буџетског биланса Босне и Херцеговине кроз три карактеристичне фазе:

1. Период кризе и почетног пада (2008–2009.);
2. Фаза постепеног опоравка и релативне стабилности (2010–2019.);
3. Флукуације током кризе и стабилизација (2020–2024.).

Босна и Херцеговина показују динамичан буџетски биланс са периодима изражених негативних вредности током економских криза, али и способношћу брзог опоравка и очувања стабилности у последњем делу посматраног периода.

4.7.5. Стање буџета Албаније у функцији одрживости јавног задуживања

Промена буџетског биланса у Републици Албанији показује релативно стабилну фискалну динамику уз повремене осцилације условљене спољним економским утицајима и домаћим буџетским прилагођавањима. У периоду који је претходио анализираним годинама, албански буџет карактерисали су умерени дефицити, око 3%, настали услед високих јавних инвестиција и ограничених фискалних прихода (ММФ, 2025). Такав модел фискалне политике омогућио је подстицање економске активности, али је истовремено довео до раста јавног дуга и потребе за постепеном консолидацијом јавних финансија. У периоду од 2008. до 2024. године највеће побољшање буџетског биланса износило је +3,03%, док је највеће погоршање достигло -4,75% у односу на претходну годину. Просечна годишња промена буџетског биланса износила је +0,16% (обрачунато на основу Табеле 76), што указује на благо побољшање фискалне равнотеже током посматраног периода. Ови резултати одражавају постепену консолидацију јавних финансија и напоре у правцу стабилизације буџетске политике након периода финансијских криза и повећаних јавних расхода. Табела 76 приказује промене буџетског биланса у Републици Албанији у периоду од 2008. до 2024. године и пружа увид у фискалне прилагођавања и њихов утицај на динамику јавног дуга.

Табела 76 – Приказ промена буџетског биланса Републике Албаније у интервалу од 2008. до 2024. године

Године	Промене буџетског биланс (%)
2008.	-1,65
2009.	-1,68
2010.	3,03
2011.	0,01
2012.	0,07
2013.	-1,75
2014.	-0,24
2015.	1,12
2016.	2,79
2017.	0,09
2018.	-0,21

2019.	-0,32
2020.	-4,75
2021.	2,10
2022.	0,93
2023.	2,32
2024.	0,87

Извор: Обрачун аутора на основу података са сајта ММФ-а, доступно на: https://www.imf.org/external/datamapper/GGXCNL_G01_GDP_PT@FM/SRB/MNE/MKD/VIN/ALB/HRV/BGR/ROU

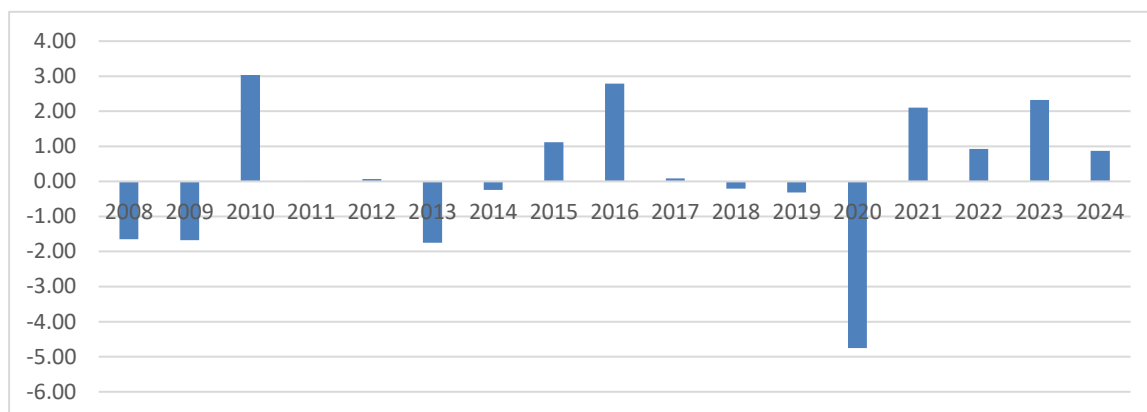
Почетак посматраног периода обележавају умерено негативне вредности пробене буџетског биланса од $-1,65\%$ у 2008. и $-1,68\%$ у 2009. години, што се може повезати са последицама светске финансијске кризе и потребом Владе да одржи макроекономску стабилност.

У 2010. године, Албанија бележи позитивану промену буџетског биланса, уз остварену вредност од $3,03\%$, што указује на побољшање финансијске дисциплине и ефикаснију управу јавним приходима и расходима. Међутим, период од 2011. до 2014. године карактерише релативна нестабилност са мањим флукуацијама, укључујући и минимално позитивне и негативне вредности, што указује на умерене економске изазове и прилагођавање буџетске политике условима домаће економије.

Период од 2015. до 2019. године доноси постепено побољшање фискалне ситуације, са година у којима је промена буџетског биланса или била позитивна значајније или благо негативна, што одражава стабиллизовану фискалну политику и раст јавних прихода. Ипак, 2020. година обележена је израженим падом од $-4,75\%$, што је директно последица глобалне пандемије КОВИД-19 и економских ограничења која су утицала на приходе државног буџета.

Након кризе 2020. године, следи период опоравка, са позитивним променама буџетског биланса у интервалу од 2021. до 2024. године, када Албанија бележи вредности између $+0,87\%$ и $2,32\%$. Овај период указује на повећану стабилност и боље прилагођавање буџетске политике економским условима, уз наставак реформских напора у јавним финансијама.

Графикон 70 – Сагледавање промена буџетског биланса у Републици Албанији за посматрани период



Извор: Ауторски приказ на основу табеле 76.

Графикон 70 визуелно приказује динамику буџетског биланса у Албанији и истиче три карактеристичне фазе кретања:

1. Период кризе и почетног пада (2008–2009.);
2. Фаза постепеног опоравка и умерене нестабилности (2010–2019.);
3. Период пандемијског пада и напредног опоравка (2020–2024.).

У посматраном временском интервалу, Албанија је показала способност да реагује на спољне и унутрашње економске шокове, уз постепено побољшање фискалне стабилности у последњем делу посматраног периода. Иако су током појединих година забележене осцилације у буџетској равнотежи, доминантан тренд указује на јачање буџетске дисциплине и ефикаснију контролу јавне потрошње. Такав развој фискалне политике допринео је очувању макроекономске стабилности и стварању предуслова за одрживији ниво јавног дуга у средњем року.

4.7.6. Волумен промене буџетског биланса у Републици Хрватској

Промене буџетског биланса у Републици Хрватској одражавају јасне фазе фискалне консолидације и прилагођавања у условима економских криза и процеса приступања Европској унији. У годинама које су претходиле анализираном периоду, хрватске јавне финансије карактерисали су изражени дефицити и раст јавне потрошње, нарочито у секторима инфраструктуре и јавне управе, што је у великој мери финансирано спољним задуживањем. Такав фискални модел омогућио је убрзану модернизацију и

припрему за улазак у ЕУ, али је уједно повећао осетљивост буџета на економске шокове и потребу за каснијом консолидацијом јавних финансија (Ott, 2003). У периоду од 2008. до 2024. године највеће погоршање буџетског биланса износило је $-9,54\%$, док је највеће побољшање достигло $+4,68\%$ у односу на претходну годину. Просечна годишња промена буџетског биланса износила је $0,01\%$ (обрачунато на основу Табеле 77), што указује на стабилну, готово неутралну динамику фискалне политике у дужем периоду. Иако је у време глобалне финансијске кризе и пандемије КОВИД-19 дошло до наглашених фискалних дисбаланса, Хрватска је у последњим годинама показала изразиту фискалну дисциплину и постепено прешла у зону суфицита. Такав развој указује на унапређену буџетску контролу, раст прихода и смањење јавног дуга као удела у БДП-у. Табела 77 приказује промене буџетског биланса у Републици Хрватској у периоду од 2008. до 2024. године и омогућава увид у фискалне корекције и њихову улогу у стабилизацији јавних финансија.

Табела 77 – Приказ промена буџетског биланса Републике Хрватске у интервалу од 2008. до 2024. године

Године	Промене буџетског биланс (%)
2008.	-0,06
2009.	-4,81
2010.	0,69
2011.	-1,07
2012.	2,07
2013.	-0,06
2014.	0,33
2015.	1,66
2016.	2,49
2017.	1,84
2018.	-0,57
2019.	2,08
2020.	-9,54
2021.	4,68
2022.	2,69
2023.	-1,00
2024.	-1,28

Извор: Обрачун аутора на основу података са сајта ММФ-а, доступно на: https://www.imf.org/external/datamapper/GGXCNL_G01_GDP_PT@FM/SRB/MNE/MKD/BIH/ALB/HRV/BGR/ROU

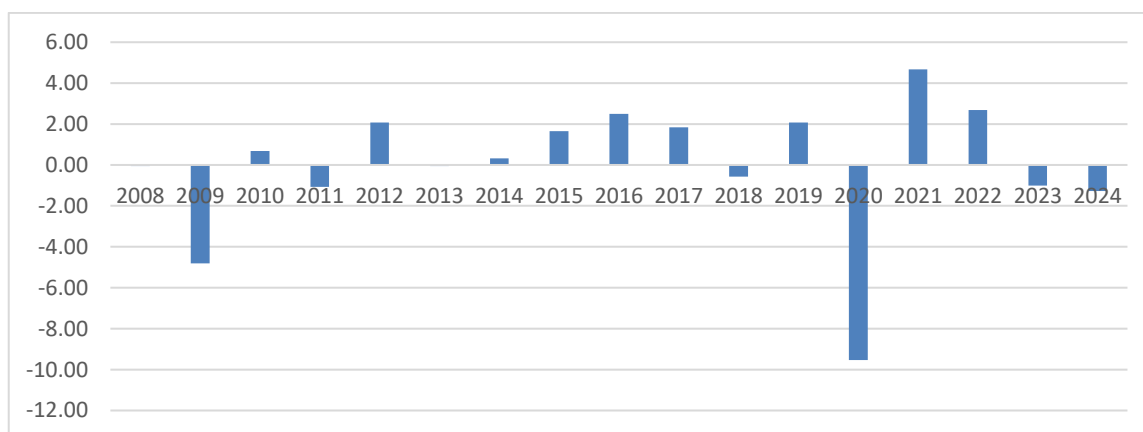
Почетак посматраног периода обележен је негативним променама биланса од $-0,06\%$ у 2008. години, и $-4,81\%$ у 2009. години услед глобалне финансијске кризе која је погодила целу Европу.

Након кризног периода, од 2010. до 2014. године присутна умерен раст и стабилизација буџетског биланса, са позитивним и негативним вредностима које указују на фискалне прилагођавања и постепено враћање економске стабилности. Вредности као што су $+0,69\%$ у 2010. и $+2,07\%$ у 2012. години указују на епизоде краткорочног опоравка и успешне мере владе за повећање прихода и контролу расхода.

Период од 2015. до 2019. године доноси релативно позитивне промене, са вредностима између $+0,33\%$ и $+2,49\%$, што одражава стабилну фискалну политику и континуирано јачање финансијске дисциплине. Ипак, 2020. година представља значајан шок за буџет, са падом буџетског биланса од $-9,54\%$, што је директна последица пандемије КОВИД-19 и економских ограничења која су довела до смањења прихода и повећања расхода.

Након кризе, Хрватска бележи период опоравка од 2021. до 2022. године, са позитивним вредностима од $+4,68\%$ и $+2,69\%$, док последње две године, 2023. и 2024., показују благи пад, што указује на умерене флукутације уз очување фискалне стабилности у дугорочном смислу.

Графикон 71 – Сагледавање промена буџетског биланса у Републици Хрватској за посматрани период



Извор: Ауторски приказ на основу табеле 77.

Графикон 71 визуелно приказује динамику промена буџетског биланса у Хрватској и истиче три главне фазе кретања:

1. Период кризе и израженог пада (2008–2009.);
2. Фаза постепеног опоравка и стабилизације (2010–2019.);
3. Период пандемијског шока и наредног опоравка (2020–2024.).

Хрватска показује способност адаптације буџетске политике на спољне и унутрашње економске изазове, уз постепено јачање фискалне дисциплине и стабилности у последњем делу посматраног периода. Упркос израженим негативним променама буџетског биланса током глобалне финансијске кризе и пандемије КОВИД-19, континуиране мере консолидације и усклађивање са европским фискалним правилима омогућиле су постепени повратак у зону изравнања приходне и расходне стране буџетског биланса. Такав развој фискалне политике потврђује напредак у одговорном управљању јавним финансијама и стварању услова за одрживији ниво јавног дуга у средњем року.

4.7.7. Анализа стања буџета Републике Бугарске

Буџетска политика Бугарске традиционално је обележена високим нивоом фискалне дисциплине и конзервативним приступом јавним финансијама, што је омогућило земљи да током дугог временског периода избегне изражене дефиците и очува стабилност јавног сектора. Таква политика, заснована на рестриктивном управљању расходима и опрезном задуживању, допринела је очувању макроекономске равнотеже и постепеном усклађивању са фискалним стандардима Европске уније. У периоду од 2008. до 2024. године највеће погоршање буџетског биланса износило је $-3,59\%$, док је највеће побољшање достигло $+4,31\%$ у односу на претходну годину. Просечна годишња промена износила је $-0,16\%$ (обрачунато на основу Табеле 78), што указује на релативно стабилну фискалну динамику са повременим прилагођавањима у условима економских криза и циклуса опоравка. У целини, Бугарска је током посматраног периода показала висок степен фискалне дисциплине, уз контролисано коришћење јавне потрошње и одржавање ниског нивоа јавног дуга у односу на БДП. Табела 78 приказује промене буџетског биланса у Републици Бугарској у периоду од 2008. до 2024. године и пружа увид у динамику фискалних кретања и њихов утицај на стабилност јавних финансија.

Табела 78 – Приказ промена буџетског биланса Републике Бугарске у интервалу од 2008. до 2024. године

Године	Промене буџетског биланса (%)
2008.	-0,36
2009.	-3,59
2010.	-2,91
2011.	1,94
2012.	1,40
2013.	-1,32
2014.	-1,90
2015.	0,88
2016.	4,31
2017.	-0,72
2018.	-0,70
2019.	-1,08
2020.	-1,96
2021.	0,12
2022.	2,00
2023.	-2,23
2024.	-0,01

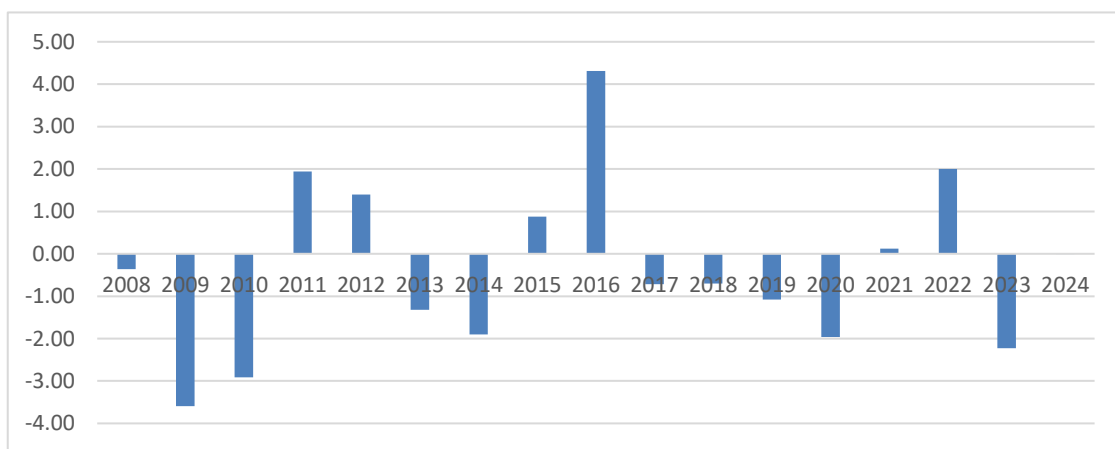
Извор: Обрачун аутора на основу података са сајта ММФ-а, доступно на: https://www.imf.org/external/datamapper/GGXCNL_G01_GDP_PT@FM/SRB/MNE/MKD/VIN/ALB/HRV/BGR/ROU

Почетак посматраног периода, 2008. година, обележен је релативно благом негативном променом биланса од -0,36%, али већ у 2009. години следи значајан пад на -3,59% услед глобалне финансијске кризе која је погодила Европу и смањила буџетске приходе. Период 2010–2011. године доноси даљи пад на -2,91% у 2010, након чега следи краткотрајни опоравак у 2011. години са позитивном променом биланса од +1,94.

У периоду 2012–2014. године, буџетски биланс показује умерене флукуације, са вредностима од +1,40% у 2012. години до -1,90% у 2014., што указује на континуирана прилагођавања фискалне политике у циљу стабилизације економије. Период 2015–2016. године обележен је растом буџетског биланса, са рекордном позитивном променом биланса од +4,31% у 2016. години, што представља најзначајнију позитивну промену у посматраном периоду и одраз успешно спроведених мера за повећање прихода и контролу расхода.

Од 2017. до 2019. године, Бугарска бележи благи пад буџетског биланса, са вредностима промена између $-0,72$ и $-1,08$, након чега 2020. година доноси нови негативни шок ($-1,96\%$) као последицу пандемије КОВИД-19. У наредним годинама, 2021–2022., следи опоравак са скромним позитивним вредностима ($+0,12\%$ и $+2,00\%$), док последње две године, 2023–2024., показују нови пад, што указује на умерене флукутације уз очување релативне стабилности.

Графикон 72 – Сагледавање промена буџетског биланса у Републици Бугарској за посматрани период



Извор: Ауторски приказ на основу табеле 78.

Графикон 72 визуелно приказује кретање промена буџетског биланса у Бугарској и истиче три главне фазе:

1. Период кризе и изражених негативних вредности (2008–2010);
2. Фаза опоравка и позитивних промена (2011–2016);
3. Период умерених флукутација и пандемијског шока (2017–2024).

Бугарска показује способност прилагођавања фискалне политике на спољне и унутрашње економске изазове, са периодима краткотрајног опоравка и умерене стабилности у последњем делу посматраног периода. Такви резултати указују на континуитет у спровођењу одговорне буџетске политике и очување макроекономске стабилности као предуслова за дугорочну фискалну одрживост.

4.7.8. Тренд кретања промене буџетског биланса у Републици Румунији

Буџетска политика Румуније током последњих деценија пролази кроз изразите фазе између фискалне експанзије и консолидације, што одражава осетљивост јавних финансија на макроекономске и политичке промене. У годинама економског раста повећана јавна потрошња доприноси подстицању привредне активности, док у периодима успоравања доминирају мере ограничења расхода и стабилизације буџета (ММФ, 2025). Највеће погоршање буџетског биланса износило је $-4,99\%$, док је највеће побољшање достигло $+2,84\%$, уз просечну годишњу промену од $-0,33\%$ (обрачунато на основу Табеле 79). Ови подаци указују на умерену фискалну нестабилност, али и на способност постепеног прилагођавања јавних финансија у складу са макроекономским кретањима и захтевима Европске уније. У целини, Румунија показује тенденцију ка унапређењу фискалне дисциплине у новијем периоду, што доприноси очувању поверења инвеститора и стабилизацији јавног дуга.

Табела 79 – Приказ промена буџетског биланса Републике Румуније у интервалу од 2008. до 2024. године

Године	Промене буџетског биланса (%)
2008.	-1,55
2009.	-2,26
2010.	0,64
2011.	2,08
2012.	1,75
2013.	-0,05
2014.	0,68
2015.	0,41
2016.	-1,15
2017.	-0,36
2018.	0,12
2019.	-1,81
2020.	-4,99
2021.	2,84
2022.	0,87
2023.	0,22
2024.	-3,04

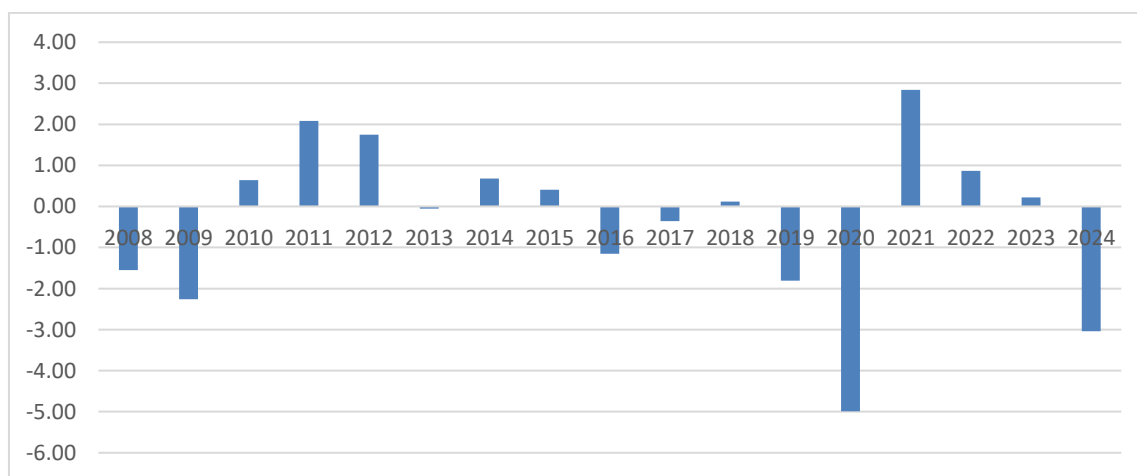
Извор: Обрачун аутора на основу података са сајта ММФ-а, доступно на: https://www.imf.org/external/datamapper/GGXCNL_G01_GDP_PT@FM/SRB/MNE/MKD/VIN/ALB/HRV/BGR/ROU

Почетак посматраног периода, 2008. година, обележен је негативном променом биланса од $-1,55\%$, а 2009. година доноси даљи пад на $-2,26\%$ услед последица глобалне финансијске кризе.

Од 2010. до 2012. године следи период опоравка и позитивних промена, са позитивним променама буџетског биланса од $+2,08\%$ у 2011. и $+1,75\%$ у 2012. години, што показује успешну фискалну реакцију на претходне негативне трендове. Међутим, следи низ умерених флукуација у периоду 2013–2019., са вредностима које се крећу између $-0,05\%$ и $-1,81\%$, указујући на стабилизацију али и на трајни утицај економских изазова.

Година 2020. представља најизраженији пад, са негативним променама биланса од $-4,99\%$, као последицу пандемије КОВИД-19 и њених економских последица. Након тога, следи период опоравка у 2021. и 2022. години са позитивним вредностима од $+2,84\%$ и $+0,87\%$, док последње две године, 2023–2024., показују нову амплитуду, са вредностима $+0,22\%$ и $-3,04\%$, што указује на одржавање нестабилности у оквиру дугорочног тренда.

Графикон 73 – Сагледавање промена буџетског биланса у Републици Румунији за посматрани период



Извор: Ауторски приказ на основу табеле 79.

Графикон 73 визуелно приказује кретање промена буџетског биланса и истиче три главне фазе:

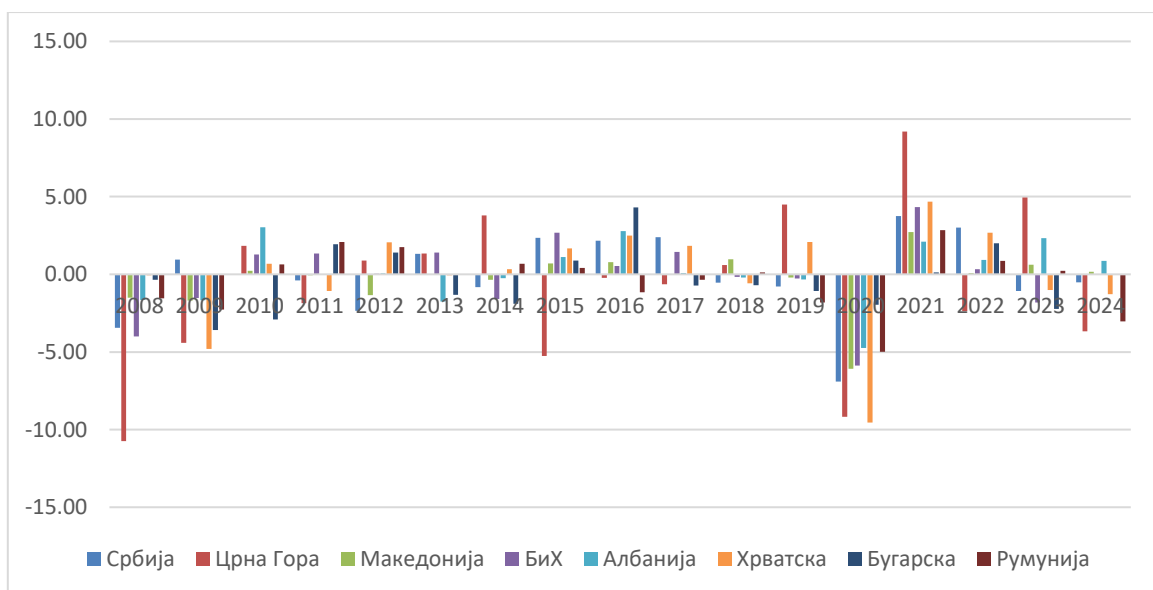
1. Период кризе и негативних вредности (2008–2009.);
2. Фаза опоравка и умерених позитивних промена (2010–2012.);
3. Флукуације и утицај спољних шокова уз релативну нестабилност (2013–2024.).

Румунија показује релативну отпорност на спољне економске ударце уз периоде опоравка, али и трајне изазове у стабилизацији буџетског биланса током посматраног периода. Такви трендови указују на потребу за доследнијом фискалном консолидацијом како би се осигурала дугорочна одрживост јавних финансија.

4.7.9. Компаратвни приказ промене буџетског биланса у земљама Југоисточне Европе

Компаратвни приказ промена буџетског биланса у земљама Југоисточне Европе за период 2008–2024. године открива значајне разлике у динамици и стабилности фискалних политика појединих држава. Графикон 74 приказује како су глобални економски шокови, попут финансијска криза из 2008. и 2009. године и пандемије КОВИД-19 у 2020. години, утицали на све посматране економије, али са различитом амплитудом и трајањем ефекта.

Графикон 74 – Компаратвни приказ промене буџетског биланса у земљама Југоисточне Европе у посматраном периоду



Извор: Ауторски приказ на основу табела 72, 73, 74, 75, 76, 77, 78 и 79.

Северна Македонија и Албанија покажују релативно умерене промене током већег дела периода, уз изузетак 2020. године када је дошло до значајнијег пада буџетског биланса због пандемије. БиХ и Румунија бележе већу волатилност, са видљивим периодима опоравка након кризних година, али и новим флукуацијама у последњим годинама. Хрватска, Бугарска и Црна Гора карактеришу комбинација оштрих падова у кризним годинама и снажних позитивних промена током опоравка, што указује на високу осетљивост њихових буџетских политика на спољне шокове.

Компаратвни приказ истиче да су земље Југоисточне Европе показале различиту отпорност на економске потресе: неке државе успевају да одрже релативну стабилност уз умерене промене, док друге бележе веће осцилације и периоде јасног негативног или позитивног тренда. Ова анализа омогућава боље разумевање фискалне поузданости региона и потенцијалних ризика у периоду будућих економских изазова.

V ЕКОНОМЕТРИЈСКА АНАЛИЗА ДЕТЕРМИНАНТИ КРЕТАЊА ЈАВНОГ ДУГА НА ЊЕГОВУ ВИСИНУ

5.1. Приступ истраживању, избор променљивих и постављање економетријског модела

У овом делу биће спроведено истраживање повезаности између кретања јавног дуга, израженог као проценат БДП-а, и кључних детерминанти његове динамике, међу којима се издвајају реални раст БДП-а (%), стране директне инвестиције (%), каматна стопа на јавни дуг (%), инфлација (%), раст просечне годишње зараде у доларима (%), отвореност економије (%) и промена буџетског биланса (%). Анализа обухвата земље Југоисточне Европе у периоду од 2008. до 2024. године, а заснива се на примени панел регресионих модела (*Pooled OLS*, *FEM* и *REM*) у циљу утврђивања статистички значајних веза између наведених варијабли. Тиме се проверава колико дефинисани фактори доприносе објашњењу динамике јавног дуга, као и да ли њихово деловање указује на одрживост или потенцијалне ризике за фискалну стабилност посматраних земаља. Резултати истраживања пружиће емпиријску основу за потврду или одбацивање постављених хипотеза, али и релевантне смернице за обликовање економских политика у контексту задуживања и одрживог управљања јавним финансијама.

Истраживање припада групи квантитативних истраживања, будући да се заснива на унапред одређеном и строго структурираном процесу. Сам истраживачки дизајн обухвата фазу прикупљања и систематизације података, као и њихову анализу применом економетријских метода. С обзиром на то да се у раду проучава веза између једне зависне и више независних променљивих, истраживање има дизајн корелационих студија.

Полазна основа истраживања заснива се на комбинацији релевантних теоријских поставки и налаза претходних емпиријских студија о одрживости јавних финансија, што усмерава примењени приступ ка дедуктивно–импликативном оквиру. Централно место у анализи заузима зависна варијабла – промена јавног дуга израженог као проценат БДП-а у односу на претходну годину, која одражава динамику задужености и фискалног прилагођавања посматраних земаља. Као независне варијабле одабрани су кључни макроекономски индикатори: реални раст БДП-а (%), стране директне

инвестиције (%), каматна стопа на јавни дуг (%), инфлација (%), раст просечне годишње зараде у доларима (%), отвореност економије (%) и промена буџетског биланса (%).

Циљ методолошког оквира јесте да се, применом регресионих панел модела (*Pooled OLS, FEM и REM*), провери у којој мери наведене варијабле утичу на динамику јавног дуга у земљама Југоисточне Европе у периоду 2008–2024. године. На овај начин испитују се постављене хипотезе и проверава њихова сагласност са теоријским знањима и досадашњим емпиријским налазима.

5.1.1. Истраживачки узорак и избор променљивих

У циљу добијања поузданих и упоредивих резултата анализе, истраживање обухвата осам земаља Југоисточне Европе које се према класификацији ОЕЦД-а сврставају у регион „Југоисточна Европа“: Албанија, Босна и Херцеговина, Бугарска, Хрватска, Црна Гора, Северна Македонија, Румунија и Србија. Временски оквир истраживања обухвата период од 2008. до 2024. године, чиме се обезбеђује довољно дуг хоризонт посматрања за уочавање трендова у кретању јавног дуга и његових детерминанти.

Подаци су прикупљени из релевантних међународних база, пре свега Међународног монетарног фонда (ММФ), Светске банке (СБ), Уједињених нација (УН), као и из званичних публикација националних централних банака. Тиме је обезбеђена методолошка конзистентност и међународна упоредивост коришћених показатеља, при чему се посебно водило рачуна да методологија обрачуна код различитих извора буде усаглашена, како би резултати анализе били што поузданији и међусобно упоредиви. За обраду и анализу података коришћен је статистички софтвер *SPSS*, док су прелиминарна структурирања базе и појединачна поређења урађена у оквиру *Microsoft Excel*-а. Панел података формиран је тако да обухвата укупно 136 посматрања, при чему су све варијабле у панелу података изражене као проценти. Оваква конструкција узорка омогућава спровођење панел регресионе анализе и тестирање постављених хипотеза о детерминисаности промене јавног дуга.

У складу са циљевима истраживања, основна подела променљивих врши се на зависну и независне. Зависна променљива у овом раду јесте промена јавног дуга изражена као проценат БДП-а у односу на претходну годину (ЈАВНИ_ДУГ_промена). Овај

показатељ омогућава да се, поред нивоа задужености, обухвати и динамика фискалног прилагођавања и ефекти макроекономских шокова на кретање јавног дуга.

Независне променљиве обухватају одабране индикаторе који се у литератури и пракси идентификују као кључни фактори одрживости јавних финансија. У истраживању су укључене следеће променљиве:

- Реални раст БДП-а (РЕАЛНИ_РАСТ_БДП)
- Стране директне инвестиције (СДИ)
- Каматна стопа (КАМАТНА_СТОПА)
- Инфлација (ИНФЛАЦИЈА)
- Раст просечне годишње зараде у доларима (ПРОСЕЧНА_ЗАРАДА_раст)
- Отвореност економије (ОТВОРЕНОСТ_ЕКОНОМИЈЕ)
- Промена буџетског биланса (БУЏЕТСКИ_БИЛАНС_промена)

Табела 80 – Зависна и независне променљиве коришћене у истраживању

Врста променљиве	Назив променљиве	Симбол
Зависна	Промена јавног дуга изражена као проценат БДП-а у односу на претходну годину	ЈАВНИ_ДУГ_промена
Независне	Реални раст БДП-а	РЕАЛНИ_РАСТ_БДП
	Стране директне инвестиције	СДИ
	Каматна стопа	КАМАТНА_СТОПА
	Инфлација	ИНФЛАЦИЈА
	Раст просечне годишње зараде у доларима	ПРОСЕЧНА_ЗАРАДА_раст
	Отвореност економије	ОТВОРЕНОСТ_ЕКОНОМИЈЕ
	Промена буџетског биланса	БУЏЕТСКИ_БИЛАНС_промена

	биланса	на
--	---------	----

Извор: Приказ аутора.

На тај начин, модел укључује једну зависну и седам независних променљивих које заједно чине основу за емпиријску процену детерминанти јавног дуга у земљама Југоисточне Европе у периоду 2008–2024. године. Тиме се обезбеђује свеобухватан оквир за анализу утицаја макроекономских фактора на динамику јавног дуга и тестирање постављених истраживачких хипотеза.

5.1.2. Постављање панел регресионог модела

У анализи панел података најчешће се користе линеарни модели који обједињују просторну димензију (између појединачних јединица) и временску димензију (кроз посматране периоде). Општи формални израз панел регресионог модела може се представити на следећи начин (адаптирано према Gujarati и Porter, 2009):

$$y_{it} = \beta_{1it} + \sum_{k=2}^K \beta_{kit} x_{kit} + u_{it}$$

$$i=1,\dots,N; t=1,\dots,T; k=1,\dots,K$$

где је:

- y_{it} – вредност зависне променљиве за i -ту земљу у периоду t ;
- β_{1it} – слободан члан (*intercept*), који у панел моделима може да варира по земљама (i) и временским периодима (t);
- β_{kit} – непознати регресиони параметри, који су у општем облику модела панел података варијабилни по јединкама и временским периодима, тј. нису константни као у класичној регресионој анализи;
- x_{kit} – вредност k -те независне променљиве за i -ту земљу у периоду t ;
- u_{it} – случајна грешка са аритметичком средином једнаком нули и константном варијансом за свако i и t .

На основу прегледа претходне литературе и дефинисаних зависне и независних променљивих, постављен је следећи регресиони модел:

$$\text{ЈАВНИ_ДУГ_промена}_{it} = \alpha + \beta_1 \text{РЕАЛНИ_РАСТ_БДП}_{it} + \beta_2 \text{СДИ}_{it} + \beta_3 \text{КАМАТНА_СТОПА}_{it} + \beta_4 \text{ИНФЛАЦИЈА}_{it} + \beta_5 \text{ПРОСЕЧНА_ЗАРАДА_раст}_{it} + \beta_6 \text{ОТВОРЕНОСТ_ЕКОНОМИЈЕ}_{it} + \beta_7 \text{БУЏЕТСКИ_БИЛАНС_промена}_{it} + u_{it}$$

На основу овако дефинисаног регресионог модела спроводи се емпиријска анализа утицаја изабраних макроекономских показатеља на промену удела јавног дуга у БДП-у у земљама Југоисточне Европе током периода 2008–2024. године.

5.2. Основна анализа података и методолошки оквир регресионе процене

Панел подаци коришћени у овом истраживању имају карактер балансираног панела, будући да све временске серије обухватају једнаке периоде за све земље у узорку. Укупно посматрање обухвата 136 јединица (8 земаља у периоду од 2008. до 2024. године), што омогућава истовремено разматрање временске и просторне димензије јавног дуга и његових детерминанти.

Пре примене регресионих модела за панел податке спроведене су основне провере претпоставки регресионе анализе. Аутокорелација резидуала проверена је помоћу *Durbin–Watson (DW)* статистике, док је присуство мултиколинearности испитано на основу *VIF* показатеља. Хетероскедастичност је проверена визуелно, анализом дијаграма расејаности (*scatter plot*) између предвиђених вредности и резидуала. Резултати графичког приказа нису указали на систематску промену варијансе резидуала, што сугерише да су одступања приближно константна дуж читавог опсега узорка. У складу са тим, закључено је да не постоје озбиљна одступања од основних претпоставки класичне регресионе анализе, те су обезбеђени услови за поуздану оцену панел регресионих модела (Baltagi, 2005).

Након спроведене дијагностике приступило се емпиријској оцени модела. У првој фази процењена су сва три основна облика регресионих модела за панел податке (Wooldridge, 2002):

- модел обичних најмањих квадрата (*Pooled OLS*),
- модел са случајним ефектима (*REM*) и
- модел са фиксним ефектима (*FEM*).

На основу добијених резултата спроведени су одговарајући тестови за избор најадекватнијег модела. *F-тест* није потврдио постојање статистички значајних разлика између земаља, што указује да модел са фиксним ефектима (*FEM*) није оправдан и да је адекватније применити једноставни *Pooled OLS* приступ.

На основу резултата *REM* модела, ручно је израчунат *Breusch–Pagan Lagrange Multiplier (LM) тест*. Добијена вредност $LM = 0,001$ била је знатно испод критичне вредности $\chi^2(1) = 3,84$ на нивоу значајности од 5%, што указује да варијансе случајних ефеката нису статистички значајне, односно да *REM* модел није оправдан.

С обзиром на то да *F-тест* није потврдио оправданост примене модела са фиксним ефектима, а да резултати *LM теста* такође нису указали на статистичку значајност случајних ефеката, није имало потребе за применом *Hausman теста*, који се користи у ситуацијама када су оба модела – *FEM* и *REM* – методолошки оправдана.

Иако ће резултати модела са фиксним и случајним ефектима бити приказани у наставку ради компаративног увида, на основу спроведених тестова и дијагностичких показатеља као најадекватнији модел издваја се *Pooled OLS*, који пружа најстабилније и статистички најпоузданије оцене у оквиру анализираних земаља Југоисточне Европе.

5.2.1. Дескриптивна статистика

Дескриптивном статистичком анализом приказују се основне карактеристике променљивих коришћених у истраживању, чиме се омогућава преглед основних параметара пре спровођења регресионе процене. Циљ оваквог приступа јесте да се на сажет и прегледан начин представи динамика података у посматраном периоду и тиме омогући боље разумевање међусобних односа између зависне и независних варијабли.

У оквиру дескриптивне анализе израчунате су аритметичке средине, минималне и максималне вредности, као и мере распршености (стандардна девијација и варијанса). Додатно су посматране и карактеристике дистрибуције података кроз коефицијент асиметрије (*skewness*) и спљоштености (*kurtosis*). Ови показатељи омогућавају да се утврди у којој мери подаци одступају од нормалне дистрибуције и да ли постоје екстремне вредности које би могле утицати на резултате регресионе анализе.

Добијени резултати дескриптивне статистике представљају полазну основу за даљу економетријску обраду и интерпретацију ефеката реалног раста БДП-а, страних директних инвестиција, каматне стопе на јавни дуг, инфлације, раста просечне годишње зараде у доларима, отворености економије и промена буџетског биланса на промену јавног дуга у посматраним земљама Југоисточне Европе у периоду 2008–2024. године.

5.2.1.1. Статистички приказ динамике јавног дуга у земљама Југоисточне Европе за посматрани временски период

Зависну променљиву у овом истраживању представља промена удела јавног дуга у БДП-у (ЈАВНИ_ДУГ_промена), која одражава динамику фискалне позиције земаља Југоисточне Европе у периоду 2008–2024. године. Анализа основних дескриптивних статистика омогућава сагледавање просечних вредности, распона, одступања и екстремних вредности ове променљиве, што пружа важан увид у варијабилност задужености током времена и између земаља региона. На основу тих показатеља (Табеле 81, 82 и 83) може се уочити општа структура расподеле података, као и периоди у којима је дошло до наглих промена у нивоу јавног дуга под утицајем кризних епизода и фискалних мера.

Табела 81 – Дескриптивна статистика промене јавног дуга (% БДП-а) на нивоу целог панела (2008–2024.)

Варијабла	<i>N</i>	Мин.	Макс.	Просек	Стан. девијација	Варијанса	Асиметричност	Спљоштеност
ЈАВНИ_ДУГ_промена	136	-21,70	28,50	1,1955	5,74688	33,027	,329	4,908

Извор: Приказ аутора на основу статистичког софтвера *SPSS*.

Основни статистички параметри приказани у Табели 81 указују на значајну варијабилност у кретању јавног дуга током посматраног периода. Висок распон између минималне и максималне вредности упућује на то да су поједине земље региона у појединим годинама пролазиле кроз интензивне фискалне корекције – од снажног смањења дуга до израженог раста задужености. Оваква динамика пре свега одражава

утицај кризних епизода, али и различите приступе фискалној политици у време опоравка. У целини, резултати показују да су током 2008–2024. године земље Југоисточне Европе биле изложене израженим осцилацијама у нивоу јавног дуга, што потврђује нестабилност њихових фискалних позиција и осетљивост на спољне економске шокове.

Табела 82 – Основни дескриптивни показатељи промене јавног дуга (% БДП-а) по земљама Југоисточне Европе (2008–2024.)

Земља	Просек промене дуга	Минимум	Максимум
Албанија	0,13	–9,6	8,8
Босна и Херцеговина	0,86	–6,3	12,1
Бугарска	0,38	–4,1	9,1
Хрватска	1,21	–9,7	15,6
Северна Македонија	1,84	–2,9	10,4
Црна Гора	1,81	–21,7	28,5
Румунија	2,48	–2,4	12,8
Србија	0,85	–9,7	9,7

Извор: Приказ аутора на основу статистичког софтвера *SPSS*.

Подаци у Табели 82 показују значајне разлике између земаља у динамици јавног дуга. Уочљиво је да су неке земље, попут Румуније и Црне Горе, бележиле веће флукуације, док су Албанија и Бугарска имале стабилније кретање и ниже просечне стопе промене дуга. Ради потпунијег увида у временску расподелу вредности и идентификацију екстремних година, у наставку је дата Табела 83, која приказује основне дескриптивне показатеље за промену јавног дуга на нивоу целог панела по годинама, укључујући средњу вредност, као и минималне и максималне вредности (екстреми).

Табела 83 – Основни дескриптивни показатељи промене јавног дуга (% БДП-а) по годинама у земљама Југоисточне Европе (2008–2024.)

Година	Просек промене дуга	Минимум	Максимум
2008.	1,44	-2,9	12,1
2009.	5,59	-0,2	9,5
2010.	3,44	-2,0	8,9
2011.	2,51	-1,3	6,3
2012.	5,13	2,2	9,7
2013.	3,41	0,2	10,6
2014.	4,61	1,2	9,4
2015.	0,95	-1,1	5,4
2016.	-0,80	-3,5	1,7
2017.	-3,45	-9,7	-0,2
2018.	-1,32	-4,2	5,7
2019.	-0,23	-2,1	6,9
2020.	11,14	3,9	28,5
2021.	-3,63	-21,7	2,2
2022.	-5,58	-15,0	0,2
2023.	-3,38	-10,1	0,6
2024.	0,48	-4,1	4,0

Извор: Приказ аутора на основу статистичког софтвера *SPSS*.

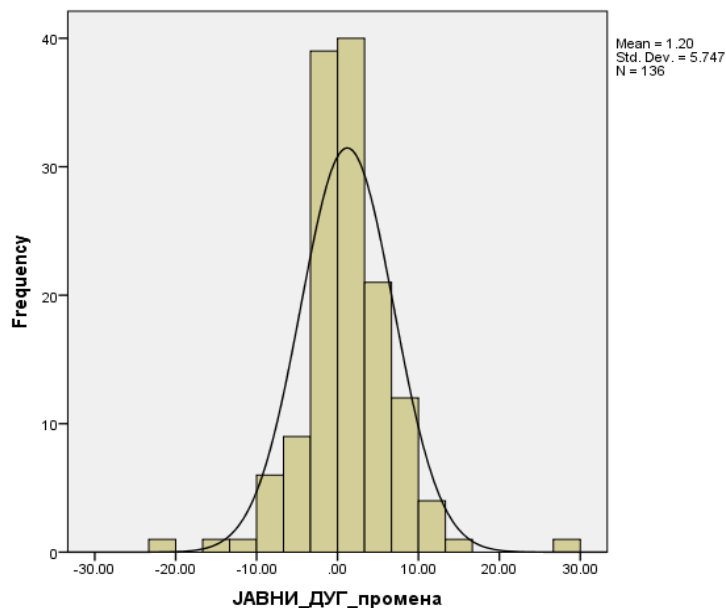
Сумирајући резултате дескриптивне статистике (Табеле 81, 82 и 83), може се закључити да промена јавног дуга у земљама Југоисточне Европе у посматраном периоду варира у широком интервалу – од највећег смањења од -21,7% БДП-а, забележеног у Црној Гори 2021. године, до највећег повећања од 28,5% БДП-а, регистрованог у истој земљи 2020. године. Просечна вредност промене јавног дуга за цео регион износи 1,20%, што указује да су земље Југоисточне Европе у просеку бележиле благи раст удела јавног дуга у БДП-у. Стандардна девијација од 5,75 и варијанса од 33,027 потврђују изражену варијабилност између посматраних земаља и година, што указује да су фискалне динамике у региону биле под снажним утицајем

кризних епизода и специфичних националних политика, које су доводиле до значајних осцилација у нивоу задужености.

На основу просечних годишњих вредности промене јавног дуга у земљама Југоисточне Европе (Табела 83) могу се идентификовати четири дистинктивна периода. Први период обухвата 2009. годину, када је забележен нагли раст задужености (+5,6% БДП-а) услед Светске економске кризе, а повишене вредности одржале су се до 2014. године, са просечним растом између 2,5% и 5,1% БДП-а. Други период обухвата 2015–2019., током кога се бележи промена тренда: раст се успорава, а у појединим годинама вредности прелазе у негативан опсег, што указује на фазу фискалне консолидације и смањења удела јавног дуга у БДП-у. Трећи период је повезан са 2020. годином, када долази до наглог скока (+11,1%) изазваног пандемијском кризом и повећаним фискалним интервенцијама. Четврти период, од 2021. до 2024, карактерише консолидација, са претежно негативним вредностима и благим растом у 2024. години. Ови резултати указују на то да су кретања јавног дуга у региону снажно условљена глобалним шокovima и кризним епизодама, док у мирнијим периодима доминира тренд фискалне консолидације.

Посматрано по земљама, највећу просечну промену јавног дуга у посматраном периоду бележи Румунија (2,48%), што је последица изразитих флукуација током кризних година – од снажног раста од 12,8% БДП-а у 2020. до драматичног смањења од 2,4% у 2017. години. Значајне осцилације приметне су и у Црној Гори (1,81%) и Хрватској (1,21%), што одражава утицај глобалне финансијске кризе и пандемије на фискалну стабилност. Северна Македонија (1,84%) и Босна и Херцеговина (0,86%) бележе умерен раст јавног дуга уз релативно стабилније кретање током периода. Србија (0,85%) показује умерену динамику задуживања, што је последица постепене фискалне консолидације након 2015. године. С друге стране, Албанија (0,13%) и Бугарска (0,38%) имају најниже просечне вредности промене јавног дуга, што указује на већи степен фискалне дисциплине и контролисано управљање јавним финансијама у дугом року. У целини, земље региона показују висок степен хетерогености у динамици јавног дуга, условљен комбинацијом глобалних шокова, различитих нивоа економске отпорности и националних политика задуживања.

Слика 2 – Хистограм промене јавног дуга (% БДП-а) у земљама Југоисточне Европе (2008–2024.)



Извор: Приказ аутора на основу статистичког софтвера *SPSS*.

Анализом коефицијената асиметрије и спљоштености добијају се додатни увиди у облик дистрибуције промена јавног дуга. Вредност коефицијента асиметрије (*Skewness* = 0,33) указује на готово симетричну дистрибуцију, што значи да су епизоде раста и смањења јавног дуга биле приближно једнако заступљене. Ипак, вредност коефицијента спљоштености (*Kurtosis* = 4,91) премашује референтну вредност нормалне дистрибуције, што указује на лептокуртичан облик расподеле са израженим реповима (Gujarati и Porter, 2009). Другим речима, иако дистрибуција промена јавног дуга не показује значајну асиметрију, она одступа од нормалне форме због присуства екстремних вредности повезаних са кризним епизодама (нпр. 2020–2021).

5.2.1.2. Статистички приказ динамике реалног раста БДП-а у земљама Југоисточне Европе за посматрани временски период

Реални раст БДП-а у земљама Југоисточне Европе у посматраном периоду варирао је у широком интервалу – од најдубљег пада од $-15,3\%$ до највишег раста од $13,0\%$. Просечна вредност раста БДП-а за цео регион износи $2,32\%$, што указује да су земље Југоисточне Европе у просеку бележиле умерене стопе економског раста, али уз изражене осцилације. Стандардна девијација од $3,69$ и варијанса од $13,61$ потврђују

високу волатилност привредних кретања, чиме се додатно наглашава да су разлике између појединих година и земаља биле значајне, пре свега као последица глобалних шокова и специфичних структурних слабости националних економија. Дескриптивна статистика реалног раста БДП-а у посматраним земљама на нивоу панела приказана је у Табели 84.

Табела 84 – Дескриптивна статистика реалног раста БДП-а (%) на нивоу целог панела (2008–2024.)

Варијабла	N	Мин.	Макс.	Просек	Стан. девијација	Варијанса	Асиметричност	Спљоштеност
РЕАЛНИ_РАСТ_БДП	136	-15,30	13,00	2,3191	3,68933	13,611	-,939	4,156

Извор: Приказ аутора на основу статистичког софтвера *SPSS*.

У просеку, највишу стопу реалног раста у посматраном периоду бележи Албанија (3,24%), док се на другом и трећем месту налазе Румунија (2,59%) и Црна Гора (2,56%). Босна и Херцеговина (2,21%), Северна Македонија (2,29%) и Србија (2,08%) бележе стабилнији, али нижи просечни раст, са осцилацијама у распону од –4 до +8%. Бугарска (2,14%) има сличан образац, док Хрватска (1,45%) показује убедљиво најслабији просечан раст, што је последица структурних фактора (виша полазна основа), али и делом дубоке рецесије током дужничке кризе и кризе у еврозони. Приказ основних дескриптивних показатеља реалног раста БДП-а по земљама дат је у Табели 85.

Табела 85 – Основни дескриптивни показатељи реалног раста БДП-а (%) по земљама Југоисточне Европе (2008–2024.)

Земља	Просек реалног раста БДП-а	Минимум	Максимум
Албанија	3,24	–3,3	9,0
Босна и Херцеговина	2,21	–3,0	7,4

Бугарска	2,14	-3,3	7,8
Хрватска	1,45	-8,3	12,6
Северна Македонија	2,29	-4,7	5,5
Црна Гора	2,56	-15,3	13,0
Румунија	2,59	-5,5	9,3
Србија	2,08	-3,1	7,9

Извор: Приказ аутора на основу статистичког софтвера *SPSS*.

У периоду 2008–2024. реални раст БДП-а у земљама Југоисточне Европе показује изражене осцилације, од снажног раста до дубоких контракција. Након високог раста из 2008. године (6,0%), глобална финансијска криза доноси пад од -3,1% у 2009. години. У периоду 2010–2014. привреда се креће у условима ниског и нестабилног раста: 2010. и 2011. године доносе слаб опоравак (1,1% и 1,9%), 2012. бележи поновни пад (-0,3%), док 2013–2014. године доносе тек скроман раст (око 1,2–1,4%). У наредној фази (2015–2019) раст се стабилизује на вишем нивоу (између 3–4%), одражавајући период повољнијих економских кретања и постепене консолидације. Пандемија 2020. године изазива снажну рецесију (-5,3%), али већ 2021. долази до изузетно снажног опоравка (8,5% — максимум у серији). Након тога раст се нормализује: 2022. бележи 4,5%, 2023. око 3,2%, а 2024. успорава на 2,96%, што указује на враћање ка дугорочном просеку. Приказ показатеља на нивоу панела по годинама дат је у Табели 86.

Табела 86 – Основни дескриптивни показатељи реалног раста БДП-а (%) по годинама у земљама Југоисточне Европе (2008–2024.)

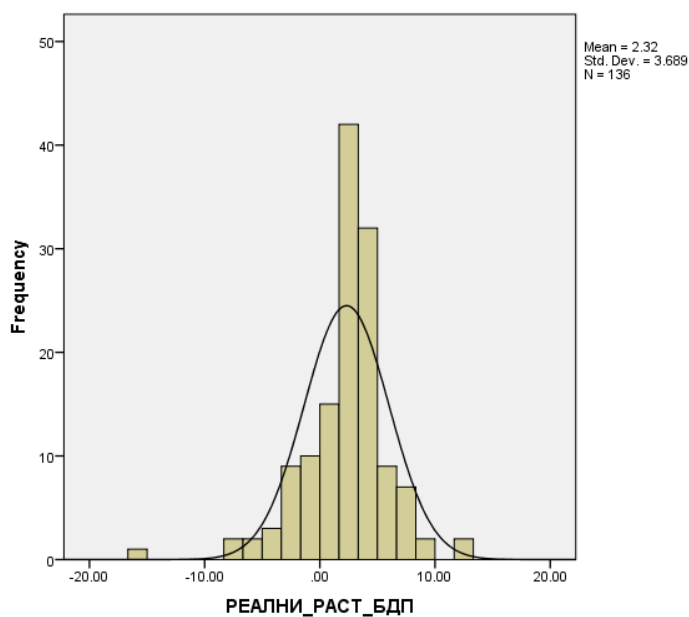
Година	Просек реалног раста БДП-а	Минимум	Максимум
2008.	6,03	2,00	9,3
2009.	-3,06	-6,8	3,4
2010.	1,09	-3,9	3,7
2011.	1,95	-0,1	4,5
2012.	-0,34	-2,7	1,9
2013.	1,24	-0,5	3,5

2014.	1,38	-1,8	4,1
2015.	3,00	1,3	4,3
2016.	3,08	2,8	3,5
2017.	3,68	1,1	8,2
2018.	3,99	2,5	6,1
2019.	3,58	2,1	4,8
2020.	-5,31	-15,3	-1,0
2021.	8,46	4,5	13,0
2022.	4,51	2,6	7,3
2023.	3,21	1,9	6,3
2024.	2,96	0,9	4,0

Извор: Приказ аутора на основу статистичког софтвера *SPSS*.

Расподела вредности реалног раста БДП-а по годинама указује на присуство неколико изразито екстремних посматрања, што се јасније уочава на хистограму који следи. Графички приказ омогућава лакше сагледавање облика дистрибуције, као и одступања од нормалности, нарочито у кризним годинама када су забележене екстремне вредности.

Слика 3 – Хистограм реалног раста БДП-а (%) у земљама Југоисточне Европе (2008–2024.)



Извор: Приказ аутора на основу статистичког софтвера *SPSS*.

Хистограм реалног раста БДП-а у земљама Југоисточне Европе показује негативан коефицијент асиметрије ($skewness = -0,939$), што значи да су епизоде дубоког пада привредне активности биле израженије од периода снажног раста. Другим речима, дистрибуција вредности померена је благо улево, јер су рецесионе године (2020. и 2009) генерисале екстремне негативне резултате ($-15,3\%$; $-6,8\%$). Позитивна вредност коефицијента спљоштености ($kurtosis = 4,16$) указује на постојање „дебелих репова“, тј. на израженије екстремне осцилације раста у односу на нормалну дистрибуцију. То значи да регион карактерише нестабилност са наглим падовима у кризним епизодама и снажним опоравцима у посткризним периодима (нпр. 2021. године просечан раст $8,46\%$). Већина посматраних вредности ипак је концентрисана око просека од $2,32\%$, што сугерише да, упркос волатилности, доминантан образац раста остаје умерени раст од око $2-3\%$ годишње.

5.2.1.3. Статистички приказ динамике страних директних инвестиција у земљама Југоисточне Европе за посматрани временски период

Стране директне инвестиције у земљама Југоисточне Европе у периоду 2008–2024. кретале су се у изузетно широком интервалу – од апсолутног минимума од $0,1\%$ БДП-а до рекордних $37,3\%$ БДП-а, што јасно указује на високу волатилност овог показатеља. Просечна вредност страних директних инвестиција за цео регион износи $5,71\%$ БДП-а, док стандардна девијација од $4,64$ потврђује снажна одступања од просека, а варијанса ($21,52$) додатно наглашава изражене разлике међу земљама и годинама. Да би се детаљније сагледала укупна варијабилност и распон вредности страних директних инвестиција у земљама Југоисточне Европе, у наставку је приказана дескриптивна статистика на нивоу целог панела (Табела 87).

Табела 87 – Дескриптивна статистика страних директних инвестиција (%) на нивоу целог панела (2008–2024.)

Варијабла	<i>N</i>	Мин.	Макс.	Просек	Стан. девијација	Варијанса	Асиметричност	Сплљоштеност
СДИ	136	,10	37,30	5,7132	4,63912	21,521	3,169	16,337

Извор: Приказ аутора на основу статистичког софтвера *SPSS*.

Посматрано на нивоу панела података по земљама, највишу стопу прилива страних директних инвестиција бележи Црна Гора (13,34% БДП-а), што одражава специфичну структуру њене економије и ослањање на стране изворе капитала, али уз изразиту волатилност (распон од 5,2% до чак 37,3%). Следе Албанија (8,21%) и Србија (6,07%), које такође показују релативно високе и стабилне приливе, што потврђује њихову позицију као атрактивних дестинација за инвестиције у региону. Бугарска (4,65%), Северна Македонија (3,99%) и Хрватска (3,96%) бележе средњи ниво нето прилива СДИ, али се код Бугарске истиче изузетна нестабилност (минимум 1,9% и максимум 18,9%), што указује на повремене скокове повезане са великим појединачним пројектима. На најнижем нивоу налазе се Босна и Херцеговина (2,76%) и Румунија (2,71%), где су приливи капитала стабилни, али релативно скромни у поређењу са остатком региона.

Табела 88 – Основни дескриптивни показатељи страних директних инвестиција (%) по земљама Југоисточне Европе (2008–2024.)

Земља	Просек СДИ	Минимум	Максимум
Албанија	8,21	6,3	11,2
Босна и Херцеговина	2,76	0,8	5,3
Бугарска	4,65	1,9	18,9
Хрватска	3,96	1,0	7,7
Северна Македонија	3,99	0,1	7,0
Црна Гора	13,34	5,2	37,3
Румунија	2,71	1,2	6,4
Србија	6,07	2,8	9,6

Извор: Приказ аутора на основу статистичког софтвера *SPSS*.

У посматраном периоду прилив страних директних инвестиција у земљама Југоисточне Европе показује изразиту волатилност. Почетак серије карактеришу високе вредности (2008. просек 10,4% БДП-а, уз максимум од 21,5%), док се током

глобалне финансијске кризе 2009. бележи просечно 9,2% уз екстремно распршене резултате (од свега 0,8% до чак 37,3%). Након тога, у периоду 2010–2019. стране директне инвестиције опадају на умеренији ниво (око 4,5–5,6%), што одражава последице дужничке кризе и кризе у еврозони. Пандемија 2020. године доноси пад на 4,4% (уз минимум од свега 0,1%), али већ 2021. и 2022. долази до снажног опоравка (6,0% и 6,6%). Најновији период (2023–2024) обележава стабилизација на нивоу од 4,8–5,0%, што указује на повратак ка дугорочном просеку након претходних кризних осцилација.

Табела 89 – Основни дескриптивни показатељи страних директних инвестиција (%) по годинама у земљама Југоисточне Европе (2008–2024.)

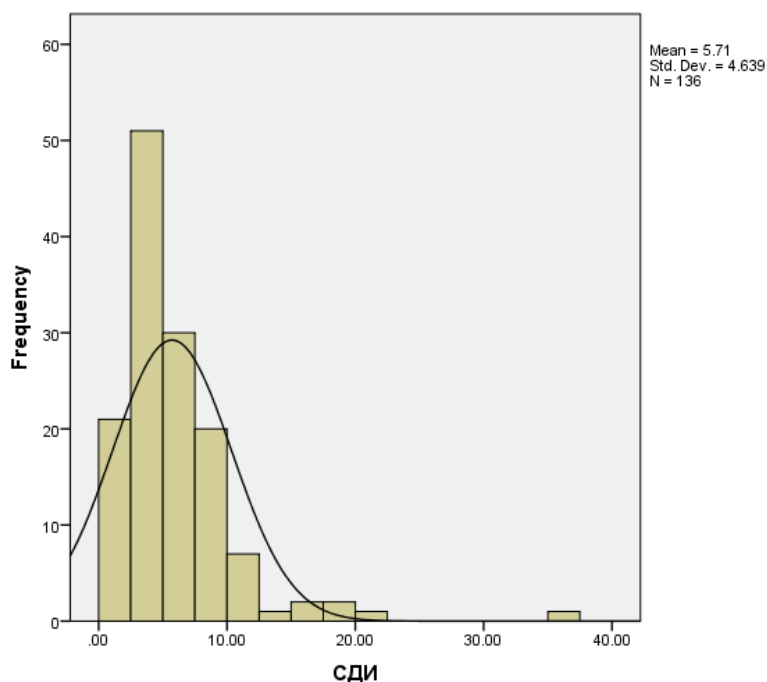
Година	Просек СДИ	Минимум	Максимум
2008.	10,40	5,3	21,5
2009.	9,18	0,8	37,3
2010.	5,65	1,9	18,3
2011.	5,50	1,2	12,2
2012.	4,84	1,7	15,1
2013.	4,56	1,6	10,0
2014.	4,51	0,5	10,8
2015.	5,59	1,0	17,3
2016.	4,46	1,8	8,8
2017.	5,16	2,8	11,5
2018.	5,09	2,7	8,8
2019.	5,29	2,2	7,9
2020.	4,43	0,1	11,1
2021.	6,01	2,8	11,8
2022.	6,63	3,5	14,0
2023.	4,80	2,5	7,0
2024.	5,04	1,9	7,4

Извор: Приказ аутора на основу статистичког софтвера *SPSS*.

Расподела вредности страних директних инвестиција по годинама указује на јасно уочљив циклични образац, са израженим врховима у годинама пре и након великих

криза. Док табеларни приказ омогућава прецизан увид у годишње вредности и распоне, хистограмски приказ у наставку пружа јаснију слику учесталости различитих нивоа прилива страних директних инвестиција у посматраном периоду. На тај начин омогућава се лакше уочавање концентрације вредности око просека и издвајање екстремних година, као што су 2009. и 2022, када је прилив страних инвестиција значајно одступао од уобичајених нивоа.

Слика 4 – Хистограм страних директних инвестиција (%) у земљама Југоисточне Европе (2008–2024.)



Извор: Приказ аутора на основу статистичког софтвера *SPSS*.

Хистограм страних директних инвестиција у земљама Југоисточне Европе показује снажан позитиван коефицијент асиметрије ($skewness = 3,17$), што указује да дистрибуцију обележава релативно мали број екстремно високих вредности, док је већина посматрања концентрисана у доњем делу скале. Другим речима, типичан ниво страних директних инвестиција креће се у умереним вредностима (око 4–8% БДП-а), док поједине године и земље бележе екстремно високе приливе, што значајно помера реп дистрибуције удесно. Висока позитивна вредност коефицијента спљоштености ($kurtosis = 16,34$) потврђује присуство „дебелих репова“, односно да су екстреми у

приливима инвестиција били далеко израженији него што би се очекивало код нормалне дистрибуције. Ово сведочи о снажној волатилности капиталних токова у региону, при чему се стабилни и умерени приливи смењују са периодима изузетно високих, али краткотрајних инвестиционих таласа. Ипак, већина вредности концентрисана је око просека од 5,71% БДП-а, што сугерише да је доминантан образац у региону стабилан, али умерен прилив страног капитала, док су екстремни везани за специфичне догађаје и пројекте.

5.2.1.4. Статистички приказ динамике каматних стопа на јавни дуг у земљама Југоисточне Европе за посматрани временски период

Каматна стопа на јавни дуг, у земљама Југоисточне Европе у периоду 2008–2024., показује стабилан, али постепено опадајући тренд, са благим повећањем у завршним годинама узорка. Вредности се крећу у распону од минималних 0,0% (спецификум везан за Бугарску) до максималних 5,82% (у Албанији 2010. године), што указује на релативно ниске и контролисане трошкове задуживања у региону. Просечна вредност износи 2,87%, док стандардна девијација од 1,12 и варијанса од 1,26 потврђују умерену варијабилност каматних стопа током посматраног периода времена и између земаља. Ради свеобухватнијег сагледавања опсега, просечних вредности и распршености каматних стопа на јавни дуг у региону, у наставку је приказана дескриптивна статистика на нивоу целог панела (Табела 90).

Табела 90 – Дескриптивна статистика каматних стопа на јавни дуг (%) на нивоу целог панела (2008–2024.)

Варијабла	N	Мин.	Макс.	Просек	Станд. девијација	Варијанса	Асиметричност	Спљоштеност
КАМАТНА_СТОПА	136	,00	5,82	2,8691	1,12144	1,258	-,159	,118

Извор: Приказ аутора на основу статистичког софтвера *SPSS*.

Посматрано по земљама, највише просечне каматне стопе на јавни дуг бележе Албанија (3,93%), Румунија (3,69%) и Србија (3,49%), што је у складу са њиховим релативно вишим нивоом јавног дуга и премијом ризика која из њега проистиче.

Средњи ниво камата карактерише Хрватску (3,01%), Црну Гору (2,93%) и Северну Македонију (2,87%), где су трошкови задуживања били стабилнији и умеренији. Најниже камате забележене су у Босни и Херцеговини (1,91%) и Бугарској (1,12%), што одражава умерен ниво јавног дуга и ограничено ослањање на спољно финансирање. Преглед основних дескриптивних показатеља каматних стопа на јавни дуг по земљама дат је у наставку у Табели 91.

Табела 91 – Основни дескриптивни показатељи каматних стопа на јавни дуг (%) по земљама Југоисточне Европе (2008–2024.)

Земља	Просек каматне стопе	Минимум	Максимум
Албанија	3,93	2,57	5,82
Босна и Херцеговина	1,91	1,40	2,93
Бугарска	1,12	0,00	2,56
Хрватска	3,01	1,78	3,88
Северна Македонија	2,87	2,22	4,21
Црна Гора	2,93	1,95	3,61
Румунија	3,69	2,66	4,64
Србија	3,49	1,90	4,41

Извор: Приказ аутора на основу статистичког софтвера *SPSS*.

На међугодишњем нивоу уочава се постепено повећање каматних стопа у периоду 2008–2013. године (са просечних 2,78% на 3,34%), што одражава утицај глобалне финансијске и дужничке кризе, када је дошло до повећања премија ризика и скупљег финансирања јавног дуга. Након 2014. запажа се стабилизација и благи пад каматних стопа, који је трајао све до периода пандемије 2020. године. Најниже вредности забележене су у 2021–2022. (око 2,2%), што одражава ефекте експанзивне монетарне политике и рекордно ниских камата на међународним тржиштима капитала. У 2023–2024. години долази поново до пораста каматних стопа на јавни дуг (око 3%) услед

глобалних инфлаторних притисака изазваних поремећајима у ланцима снабдевања и поштравања мера монетарне политике у циљу њеног сузбијања. Основни дескриптивни показатељи каматних стопа на јавни дуг по годинама дати су у Табели 92.

Табела 92 – Основни дескриптивни показатељи каматних стопа на јавни дуг (%) по годинама у земљама Југоисточне Европе (2008–2024.)

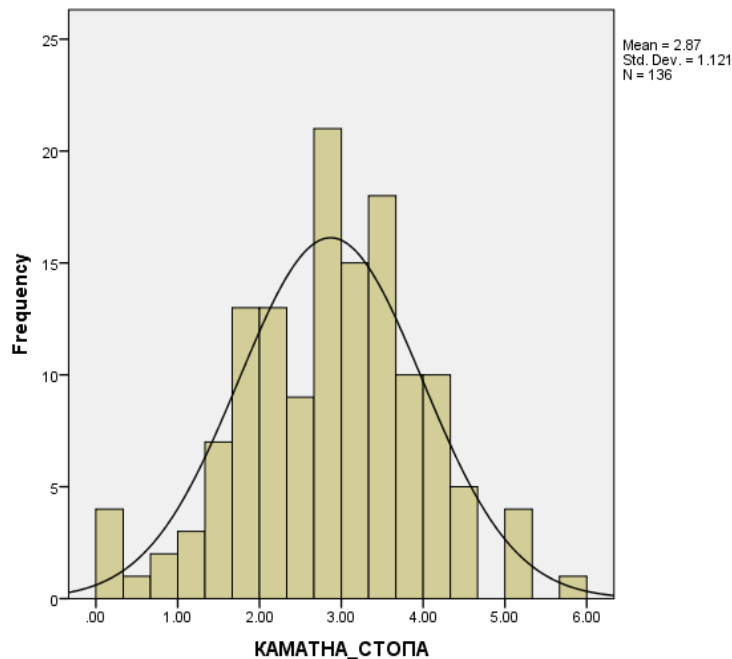
Година	Просек каматне стопе	Минимум	Максимум
2008.	2,78	0,00	5,27
2009.	2,92	1,40	5,32
2010.	3,06	1,40	5,82
2011.	3,18	1,54	5,32
2012.	3,28	1,67	5,02
2013.	3,34	1,67	4,55
2014.	2,98	0,84	4,17
2015.	3,23	1,46	4,31
2016.	2,95	1,07	4,31
2017.	3,02	1,48	4,41
2018.	2,85	1,09	4,01
2019.	2,69	0,76	3,88
2020.	2,30	0,53	3,52
2021.	2,19	0,27	3,10
2022.	2,23	0,00	3,97
2023.	2,71	0,32	3,70
2024.	3,07	1,04	4,23

Извор: Приказ аутора на основу статистичког софтвера *SPSS*.

Графички приказ на Слици 5 пружа визуелну репрезентацију расподеле каматних стопа на јавни дуг у земљама Југоисточне Европе. Хистограм омогућава лакше уочавање доминантног интервала вредности и фреквенције појављивања екстремних посматрања. Расподела вредности указује на релативну концентрацију у ужем интервалу око просека, уз мањи број случајева виших камата који одступају од

типичних вредности. На тај начин, графикон допуњује нумеричку анализу и пружа јаснију слику о структури и варијабилности трошкова задуживања у региону.

Слика 5 – Хистограм каматних стопа на јавни дуг (%) у земљама Југоисточне Европе (2008–2024.)



Извор: Приказ аутора на основу статистичког софтвера *SPSS*.

Хистограм каматне стопе у земљама Југоисточне Европе показује приближно нормалну дистрибуцију, што потврђују вредности коефицијената асиметрије (*skewness* = $-0,16$) и спљоштености (*kurtosis* = $0,12$), које су врло близу нули, односно референтној вредности нормалне расподеле. Ово указује да су каматне стопе у посматраном периоду биле распоређене равномерно око средње вредности и да не постоје изражени екстреми. Већина посматраних вредности концентрисана је у интервалу од 2% до 4%, што одговара просеку за цео регион (2,87%) и потврђује стабилност трошкова задуживања у земљама Југоисточне Европе. Блага лева асиметрија указује да су ниже каматне стопе нешто учесталије, што је у складу са периодима ниских камата у Европи након 2015. године и експанзивне монетарне политике Европске централне банке. Одсуство „дебелих репова“ у дистрибуцији потврђује да је варијабилност каматних стопа била ограничена, без наглих скокова карактеристичних за економије изложене спољним шоковима. Такви резултати указују

на релативно стабилне услове финансирања јавног дуга и постепену конвергенцију региона ка финансијским карактеристикама Европске уније.

5.2.1.5. Статистички приказ динамике инфлације у земљама Југоисточне Европе за посматрани временски период

Стопа инфлације у земљама Југоисточне Европе у посматраном периоду варира у интервалу од најмање $-1,6\%$ (дефлација) до највише $14,2\%$ (изражена инфлација). Просечна вредност инфлације за цео регион износи $3,44\%$, што указује на умерени ниво цена у складу са дугорочним циљевима стабилности. Стандардна девијација од $3,72$ и варијанса од $13,86$ потврђују да су осцилације инфлације биле значајне, што одражава утицај глобалних шокова (финансијска криза, пандемија, геополитичке кризе), али и унутрашњих структурних фактора. На основу дескриптивних показатеља може се сагледати распон и варијабилност стопа инфлације, као и симетричност и облик дистрибуције вредности. Ови показатељи, приказани у Табели 93, представљају основу за даљу анализу стабилности цена и инфлаторних притисака у региону.

Табела 93 – Дескриптивна статистика инфлације (%) на нивоу целог панела (2008–2024.)

Варијабла	<i>N</i>	Мин.	Макс.	Просек	Станд. девијација	Варијанса	Асиметричност	Спљоштеност
Инфлација	136	-1,60	14,20	3,4404	3,72301	13,861	1,247	1,000

Извор: Приказ аутора на основу статистичког софтвера *SPSS*.

Подаци из Табеле 94 показују изражене разлике у нивоу и варијабилности инфлације међу земљама региона. Најниже просечне вредности бележе Албанија ($2,58\%$) и Босна и Херцеговина ($2,18\%$) и Хрватска ($2,69\%$), што одражава стабилне ценовне услове и ефикасну монетарну контролу. Бугарска, Северна Македонија и Црна Гора имају умерену инфлацију (око 3%), уз повремене скокове у кризним годинама. С друге стране, Румунија ($4,62\%$) и Србија ($5,82\%$) издвајају се по вишим инфлаторним нивоима и већим осцилацијама, услед спољних шокова, девизних кретања и фискалних притисака. У целини, земље региона карактерише умерена, али нестабилна инфлација, условљена глобалним шоковима и различитим степеном монетарне стабилности.

Табела 94 – Основни дескриптивни показатељи инфлације (%) по земљама Југоисточне Европе (2008–2024.)

Земља	Просек инфлације	Минимум	Максимум
Албанија	2,58	1,3	6,7
Босна и Херцеговина	2,18	-1,6	14,0
Бугарска	3,19	-1,6	13,0
Хрватска	2,69	-0,6	10,7
Северна Македонија	3,15	-0,7	14,2
Црна Гора	3,28	-0,7	13,0
Румунија	4,62	-1,6	13,8
Србија	5,82	1,1	12,4

Извор: Приказ аутора на основу статистичког софтвера *SPSS*.

Према просечним годишњим вредностима инфлације у земљама Југоисточне Европе (Табела 95), могу се издвојити три различита периода. Први период обухвата 2008. годину, када је инфлација достигла просечно 8,2%, што је одраз глобалних инфлаторних притисака пре избијања Светске економске кризе. Други период обухвата дужи временски интервал од 2009. године до 2020. године, током кога су цене остале на ниском и стабилном нивоу, уз просечне годишње стопе углавном испод 3% и повремене епизоде дефлације. Овај период указује на релативну ценовну стабилност региона, уз ограничене инфлаторне притиске. Трећи период почиње 2021. године и карактерише га нагло убрзање инфлације: 2022. бележи рекордних 12,2%, док је у 2023. инфлација и даље висока (8,6%). Тек 2024. долази до смиривања и повратка на просечних 3,5%, што указује на нормализацију кретања цена након снажних глобалних шокова.

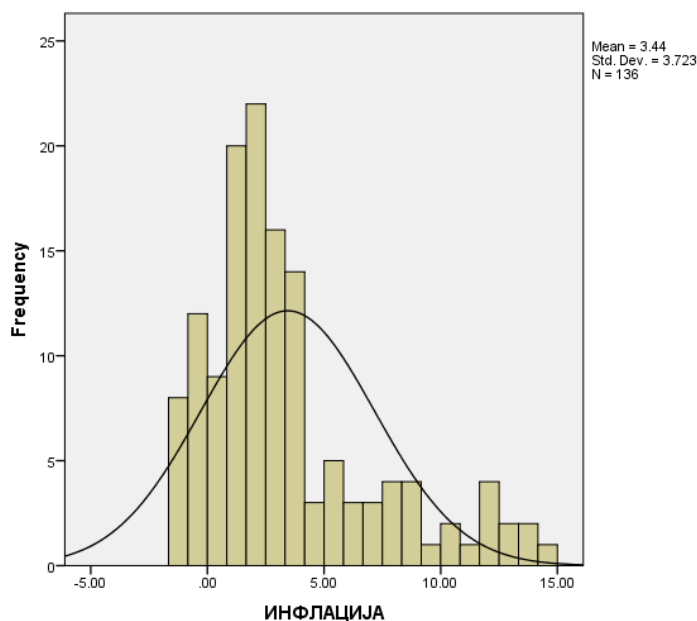
Табела 95 – Основни дескриптивни показатељи инфлације (%) по годинама у земљама Југоисточне Европе (2008–2024.)

Година	Просек инфлације	Минимум	Максимум
2008.	8,25	3,3	12,4
2009.	2,89	–0,7	8,1
2010.	2,99	0,4	6,1
2011.	4,66	2,2	11,1
2012.	3,49	2,0	7,3
2013.	2,65	–0,1	7,7
2014.	0,19	–1,6	2,1
2015.	0,19	–1,1	1,9
2016.	–0,40	–1,6	1,3
2017.	1,69	0,8	3,1
2018.	2,29	1,4	4,6
2019.	1,51	0,4	3,8
2020.	0,86	–1,1	2,6
2021.	3,03	2,0	5,0
2022.	12,18	6,7	14,2
2023.	8,59	4,8	12,4
2024.	3,45	1,7	5,6

Извор: Приказ аутора на основу статистичког софтвера *SPSS*.

У циљу бољег разумевања облика расподеле и одступања од нормалности, Слика 6 приказује хистограм инфлације за цео узорак. Овај приказ омогућава визуелну процену асиметрије и концентрације вредности око просека.

Слика 6 – Хистограм инфлације (%) у земљама Југоисточне Европе (2008–2024.)



Извор: Приказ аутора на основу статистичког софтвера *SPSS*.

Слика 6 потврђује да су вредности углавном концентрисане у интервалу до 5%, док су забележени и периоди изразито повишене инфлације, што потврђује десну асиметрију дистрибуције ($skewness = 1,25$). Другим речима, дистрибуција указује да су у посматраном периоду инфлаторни притисци били израженији и дуготрајнији него дефлаторне епизоде, које су биле ретке и благог интензитета. Такође, вредност коефицијента спљоштености ($kurtosis = 1,00$) указује на постојање умерених „репова“, тј. да су екстремно високе стопе инфлације биле присутне у појединим годинама и земљама региона. Овакав облик дистрибуције јасно рефлектује утицај кризних епизода, када је инфлација нагло расла, док је у мирнијим периодима кретање било стабилније и умереније.

5.2.1.6. Статистички приказ динамике раста просечних зарада у земљама Југоисточне Европе за посматрани временски период

Раст просечних зарада у земљама Југоисточне Европе у периоду 2008–2024. године показује изразиту нестабилност, са значајним међугодишњим осцилацијама и великим разликама међу земљама региона. Вредности варирају у интервалу од минималних – 20,32% (најдубљи пад зарада) до максималних 38,96% (највећи годишњи раст), што јасно указује на снажан утицај кризних и посткризних епизода на кретање дохотка. Просечна вредност раста зарада за цео регион износи 5,37%, што указује на умерен раст плата у дужем року, док стандардна девијација од 10,72 и варијанса од 114,87

потврђују изузетно високу варијабилност, нарочито у појединим економијама и годинама. Кретање зарада у региону одражава истовремено утицај глобалних шокова, динамике продуктивности и политике плата. Табела која следи систематски приказује статистичке показатеље тих промена, откривајући у којој мери је раст дохотка био континуиран или прекидан кризним догађајима.

Табела 96 – Дескриптивна статистика раста просечних зарада (%) изражених у америчким доларима на нивоу целог панела (2008–2024.)

Варијабла	<i>N</i>	Мин.	Макс.	Просек	Станд. девијација	Варијанса	Асиметрично ст	Сплљштеност
ПРОСЕЧНА_3 АРАДА_раст	136	-20,32	38,96	5,3654	10,71770	114,869	,346	,909

Извор: Приказ аутора на основу статистичког софтвера *SPSS*.

Посматрано по земљама, највећи просечни раст зарада забележен је у Бугарској (9,49%) и Румунији (7,86%), што одражава процес реалне конвергенције и приближавања платних нивоа земљама Европске уније. Умеренији раст примећен је у Албанији (5,60%), Северној Македонији (4,56%) и Србији (4,58%), док су најниже просечне стопе забележене у Црној Гори (3,74%), Босни и Херцеговини (3,80%) и Хрватској (3,29%). Овако нижи просечни раст у Хрватској и Црној Гори делом се може објаснити већом полазишном основом – у овим земљама су зараде већ у почетном периоду биле значајно више него у остатку региона, што је ограничило потенцијал за динамичнији раст у наредним годинама.

Табела 97 – Основни дескриптивни показатељи раста просечних зарада (%) изражених у америчким доларима по земљама Југоисточне Европе (2008–2024.)

Земља	Просек раста зарада	Минимум	Максимум
Албанија	5,60	-11,9	35,1
Босна и Херцеговина	3,80	-16,5	24,5
Бугарска	9,49	-10,3	36,5

Хрватска	3,29	-16,4	18,5
Северна Македонија	4,56	-14,1	18,6
Црна Гора	3,74	-16,4	31,5
Румунија	7,86	-13,4	39,0
Србија	4,58	-20,3	23,6

Извор: Приказ аутора на основу статистичког софтвера *SPSS*.

Анализом кретања стопе раста просечних годишњих зарада у доларима у овом региону, уочавају се четири јасно издвојене фазе. Први период (2008. година) карактерише снажан раст зарада (25,6%), услед преткризног експанзивног циклуса. Други период (2009–2015.) обележен је падом и стагнацијом, укључујући и дубок пад 2015. године (-14,1%) као последицу фискалне консолидације и рецесије. Трећи период (2016–2020.) доноси стабилан раст, уз максималну вредност остварену у 2018. години (14,3%), подстакнут опоравком привреде и тржишта рада. Последњи период (2021–2024) карактерише изузетан номинални раст зарада, нарочито у 2023. години (просек 19,6%), што представља реакцију на високу инфлацију и појачане притиске на раст трошкова живота. У наставку у оквиру Табеле 98, биће приказан годишњи преглед раста зарада, чиме се омогућава идентификација година са израженим одступањима од просека и оцена стабилности дохотка у различитим фазама економског циклуса.

Табела 98 – Основни дескриптивни показатељи раста просечних зарада (%) изражених у америчким доларима по годинама у земљама Југоисточне Европе (2008–2024.)

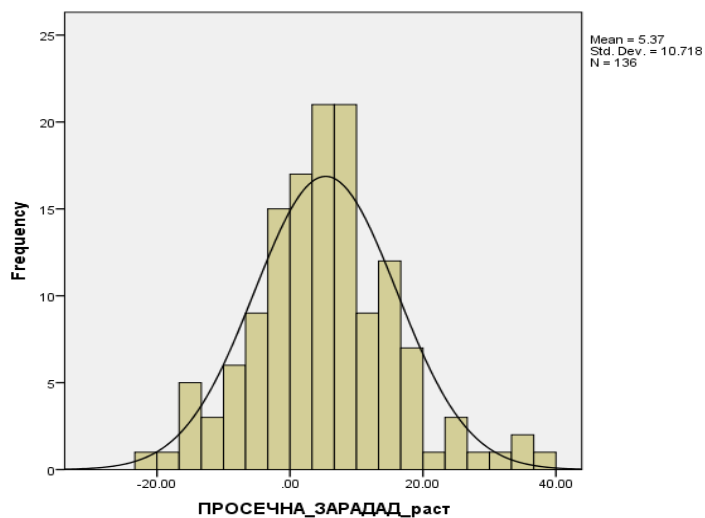
Година	Просек раста зарада	Минимум	Максимум
2008.	25,60	15,2	36,5
2009.	-3,41	-20,3	8,3
2010.	-2,79	-11,9	6,7
2011.	9,29	5,2	17,7
2012.	-6,25	-9,2	-2,0

2013.	5,53	0,4	9,3
2014.	1,45	-2,5	7,0
2015.	-14,13	-19,1	-8,3
2016.	3,31	0,3	8,6
2017.	7,02	3,0	15,0
2018.	14,29	4,8	39,0
2019.	1,76	-3,6	8,2
2020.	6,76	2,4	11,7
2021.	10,26	4,9	17,0
2022.	-0,79	-3,1	1,3
2023.	19,58	15,4	28,0
2024.	13,73	9,8	18,7

Извор: Приказ аутора на основу статистичког софтвера *SPSS*.

Расподела вредности раста зарада у земљама Југоисточне Европе приказана на Слици 7 омогућава јасније уочавање структуре података и одступања од нормалне дистрибуције. Хистограм пружа визуелни приказ фреквенције позитивних и негативних стопа раста, указујући на присуство екстремних вредности које су последица кризних и посткризних периода.

Слика 7 – Хистограм раста просечних зарада (%) изражених у америчким доларима у земљама Југоисточне Европе (2008–2024.)



Извор: Приказ аутора на основу статистичког софтвера *SPSS*.

Хистограм на слици 7 показује да је расподела стопе раста просечних зарада приближно симетрична, са благом десном асиметријом ($skewness = 0,35$), што указује да већина посматраних вредности тежи умереном расту, док су екстремно високи пораста зарада релативно ретки. Истовремено, благо позитивна вредност спљоштености ($kurtosis = 0,91$) потврђује присуство умерених екстрема, посебно у годинама након кризних периода када су зараде брже расле као резултат повећане тражње и корекције цена рада.

5.2.1.7. Статистички приказ динамике отворености економије у земљама Југоисточне Европе за посматрани временски период

Просечан ниво отворености економија земаља Југоисточне Европе у периоду 2008–2024. износи 98,1% БДП-а, што указује на висок степен интегрисаности региона у међународну трговину. Вредности се крећу у широком интервалу – од 58,4% до 166,2% – што потврђује значајне разлике у структури и зависности националних економија од спољне размене. Стандардна девијација од 20,46 и варијанса од 418,52 упућују на високу варијабилност између земаља и година, што одражава различите нивое економске отворености и различиту улогу извоза и увоза у стварању БДП-а појединачних држава. Да бисмо свеобухватно сагледали обим и променљивост трговинске отворености у региону, у наставку је приказана дескриптивна статистика за целокупан панел података земаља Југоисточне Европе у периоду 2008–2024. године. Табела 99 пружа преглед основних статистичких показатеља – минималне и максималне вредности, просека, стандардне девијације и варијансе – који омогућавају процену степена интегрисаности региона у међународну трговину и разлике међу посматраним економијама.

Табела 99 – Дескриптивна статистика отворености економије (% БДП-а) на нивоу целог панела (2008–2024.)

Варијабла	<i>N</i>	Мин.	Макс.	Просек	Станд. девијација	Варијанса	Асиметричност	Сплљоштеност
-----------	----------	------	-------	--------	-------------------	-----------	---------------	--------------

ОТВОРЕНОСТ_ЕКОНОМИЈЕ	136	58.40	166.20	98.0551	20.45766	418.516	.521	-.146
----------------------	-----	-------	--------	---------	----------	---------	------	-------

Извор: Приказ аутора на основу статистичког софтвера *SPSS*.

Посматрано по земљама, највиши степен отворености економије бележе Северна Македонија (121,8%) и Бугарска (120,9%), што одражава њихову високу извозну оријентацију и снажну интегрисаност у међународне ланце вредности. Следе Црна Гора (107,8%) и Босна и Херцеговина (91,2%), чије су економије такође у значајној мери зависне од спољне трговине. Умерену отвореност показују Србија (95,4%) и Хрватска (91,5%), док су најниже вредности забележене у Албанији (76,2%) и Румунији (79,8%), што указује на већи удео домаће тражње у структури БДП-а и релативно мању трговинску зависност од иностранства. У наставку, Табела 100 приказује основне дескриптивне показатеље отворености економије по земљама Југоисточне Европе, чиме се омогућава поређење степена њихове индивидуалне интегрисаности у међународну трговину.

Табела 100 – Основни дескриптивни показатељи отворености економије (% БДП-а) по земљама Југоисточне Европе (2008–2024.)

Земља	Просек отворености економије	Минимум	Максимум
Албанија	76,19	59,5	84,7
Босна и Херцеговина	91,18	73,7	110,2
Бугарска	120,85	92,7	138,9
Хрватска	91,48	69,7	125,2
Северна Македонија	121,79	87,2	166,2
Црна Гора	107,76	87,0	132,3
Румунија	79,84	58,4	93,7
Србија	95,36	63,5	131,9

Извор: Приказ аутора на основу статистичког софтвера *SPSS*.

Анализирано по годинама, степен отворености економија земаља Југоисточне Европе показује јасне фазе прилагођавања глобалним економским кретањима. Након релативно високог нивоа из 2008. године (94,4%), током 2009. долази до оштрог пада на 77,5% услед последица глобалне финансијске кризе и смањене трговинске активности. У наредним годинама бележи се постепен опоравак и стабилизација, док након 2017. године отвореност прелази ниво од 100% БДП-а, што одражава раст трговинске размене и већу интегрисаност региона у међународна тржишта. Највиша вредност забележена је 2022. године (преко 120%), као резултат снажног постпандемијског опоравка трговине и раста цена енергената, док се у 2023–2024. уочава умерена корекција ка дугорочном просеку.

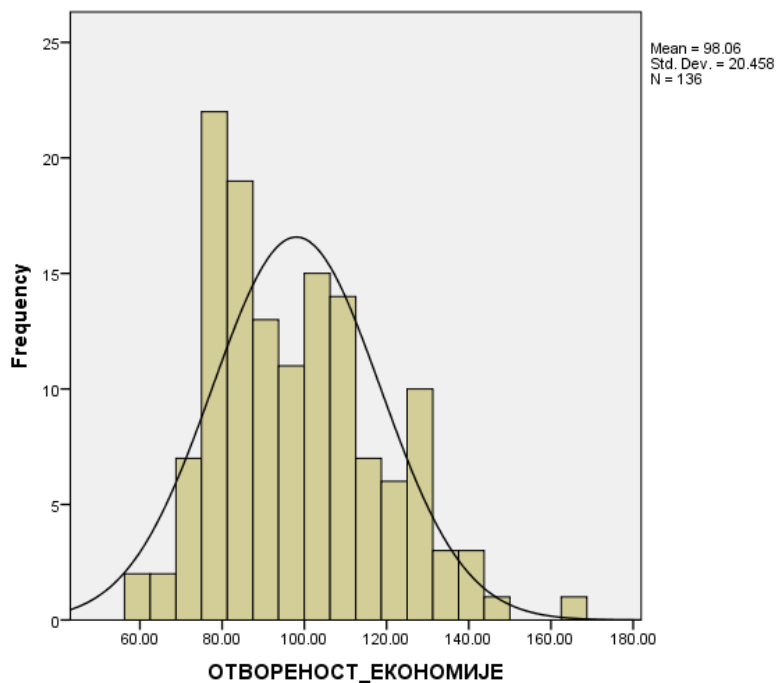
Табела 101 – Основни дескриптивни показатељи отворености економије (% БДП-а) по годинама у земљама Југоисточне Европе (2008–2024.)

Година	Просек отворености економије	Минимум	Максимум
2008.	94,39	65,2	132,3
2009.	77,46	58,4	99,4
2010.	84,35	69,9	103,4
2011.	91,98	75,7	117,4
2012.	93,79	76,5	123,9
2013.	93,46	75,9	129,7
2014.	95,75	75,4	130,3
2015.	96,36	71,8	126,8
2016.	97,68	74,8	122,8
2017.	102,64	78,2	129,6
2018.	104,63	75,7	133,2
2019.	104,45	75,3	138,6
2020.	91,89	59,5	128,3
2021.	105,76	75,6	146,7
2022.	122,09	84,7	166,2
2023.	108,06	82,5	138,5
2024.	102,21	77,3	125,4

Извор: Приказ аутора на основу статистичког софтвера *SPSS*.

Графички приказ у наставку (Слика 8), кроз хистограм отворености економије, омогућава јасније сагледавање расподеле вредности и уочавање концентрације посматрања око просека. Визуелизација открива да већина посматрања гравитира у распону вредности 80 – 110% БДП-а, што потврђује висок степен интеграције региона у међународну трговину. Истовремено, поједине екстремне вредности указују на значајна одступања код појединих мањих и високо отворених економија, што одражава њихову изразиту зависност од спољнотрговинских токова.

Слика 8 – Хистограм отворености економије (%) у земљама Југоисточне Европе (2008–2024.)



Извор: Приказ аутора на основу статистичког софтвера *SPSS*.

Хистограм на Слици 8 показује благо позитивну асиметрију расподеле ($skewness = 0,52$), што указује да је већи број посматраних вредности концентрисан у интервалу до 100% БДП-а, док мањи број земаља и година бележи екстремно високе вредности отворености преко 140%. Такав облик дистрибуције одражава структуру региона у којем доминирају средње отворене економије, док земље са интензивним трговинским везама, попут Северне Македоније, Бугарске и Црне Горе, представљају изузетке. Вредност спљоштености ($kurtosis = -0,15$) указује на умерену равномерност расподеле,

без изразитих врхова, што потврђује стабилност у нивоу трговинске интегрисаности већине земаља током посматраног периода.

5.2.1.8. Статистички приказ динамике промене буџетског биланса у земљама Југоисточне Европе за посматрани временски период

Промена буџетског биланса представља један од кључних показатеља фискалне динамике и стабилности јавних финансија, јер одражава у којој мери државе успевају да прилагоде своју фискалну позицију економским условима и кретањима прихода и расхода. У контексту земаља Југоисточне Европе, ова варијабла има посебан значај, будући да се регион карактерише честим цикличним флукуацијама и снажним утицајем спољних шокова. На основу дескриптивне статистике, вредности промене буџетског биланса крећу се од максималног пада од $-10,74\%$ БДП-а до максималног раста од $9,19\%$ БДП-а, при чему је просечна вредност готово неутрална ($-0,20\%$). Овај резултат указује да су земље региона, у просеку, успевале да одрже приближну фискалну равнотежу, али уз изражене годишње осцилације (стандардна девијација = $2,76$), што потврђује њихову осетљивост на кризне периоде и потребу за доследнијим спровођењем антикризних мера и структурних реформи.

Табела 102 – Дескриптивна статистика промене буџетског биланса (%) на нивоу целог панела (2008–2024.)

Варијабла	<i>N</i>	Мин.	Макс.	Просек	Станд. Девијација	Варијанса	Асиметричност	Сплештеност
ПРОМЕНА_БУЏЕТСКОГ_БИЛАНСА	136	-10.74	9.19	-.2049	2.76339	7.636	-.812	3.021

Извор: Приказ аутора на основу статистичког софтвера *SPSS*.

Посматрано по земљама, највеће осцилације у промени буџетског биланса има Црна Гора (од $-10,74\%$ до $+9,19\%$), што је последица изразите зависности њеног буџета од спољних шокова и прилива капитала. Хрватска такође показује велике амплитуде (од $-9,54\%$ до $+4,68\%$), док са друге стране, Албанија, Босна и Херцеговина, Северна Македонија и Србија бележе умерене просечне промене (око $-0,3\%$ до $+0,2\%$), што указује на стабилније, али мање флексибилне фискалне политике. Најмању волатилност показује Бугарска, где су корекције буџетског биланса биле ограничене и

у складу са европским фискалним правилима, док Румунија задржава умерене, али континуиране фискалне корекције, типичне за земљу чланицу са умереним дефицитом и јачим институционалним оквиром.

Табела 103 – Основни дескриптивни показатељи промене буџетског биланса (%) по земљама Југоисточне Европе (2008–2024.)

Земља	Просек промене буџетског биланса	Минимум	Максимум
Албанија	0,16	–4,75	3,03
Босна и Херцеговина	–0,11	–5,87	4,32
Бугарска	–0,36	–3,59	4,31
Хрватска	0,01	–9,54	4,68
Северна Македонија	–0,30	–6,08	2,73
Црна Гора	–0,66	–10,74	9,19
Румунија	–0,33	–4,99	2,84
Србија	–0,05	–6,91	3,75

Извор: Приказ аутора на основу статистичког софтвера *SPSS*.

На основу доступних података из Табеле 104, може се уочити јасна фазна динамика промена буџетског биланса у земљама Југоисточне Европе. Прва фаза (2008–2010) обележена је снажним погоршањем фискалне позиције услед глобалне финансијске кризе, када већина земаља бележи изразите падове – у 2008. и 2009. години просечне вредности промена износе –2,9% и –2,4% БДП-а, што указује на оштар раст дефицита. Друга фаза (2011–2019.) доноси стабилизацију и постепено прилагођавање фискалних политика, уз минималне годишње промене у распону $\pm 1\%$ БДП-а, што говори о релативној консолидованости буџета након периода кризе. Трећа фаза (2020–2024.) започиње наглим погоршањем у време пандемије (просечно –6,2% БДП-а у 2020), затим следи снажан опоравак у 2021. (просек +3,7%), након чега се до 2024. године бележи постепено смиривање и стабилизација фискалних кретања.

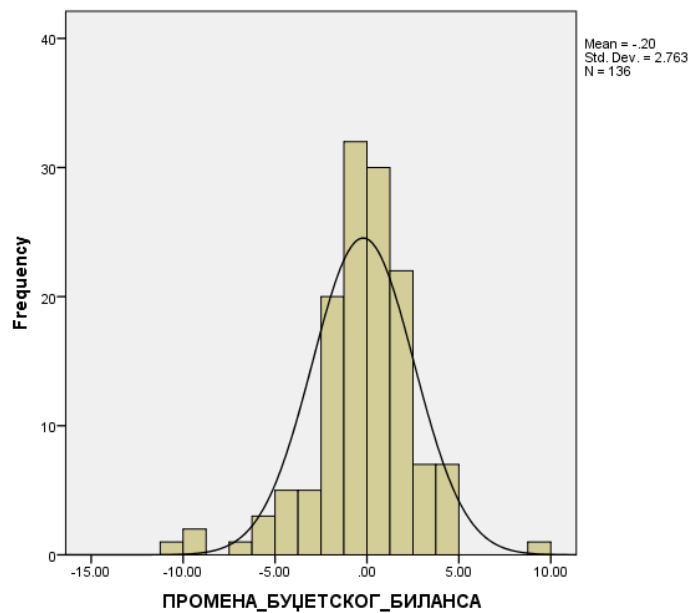
Табела 104 – Основни дескриптивни показатељи промене буџетског биланса (%) по годинама у земљама Југоисточне Европе (2008–2024.)

Година	Просек промене буџетског биланса	Минимум	Максимум
2008.	-2,91	-10,74	-0,06
2009.	-2,38	-4,81	0,95
2010.	0,59	-2,91	3,03
2011.	0,25	-1,86	2,08
2012.	0,32	-2,36	2,07
2013.	0,11	-1,75	1,40
2014.	-0,01	-1,90	3,79
2015.	0,57	-5,26	2,68
2016.	1,46	-1,15	4,31
2017.	0,51	-0,72	2,40
2018.	-0,06	-0,70	0,97
2019.	0,26	-1,81	4,49
2020.	-6,16	-9,54	1,96
2021.	3,72	0,12	9,19
2022.	0,95	-2,37	3,02
2023.	0,25	-2,23	4,94
2024.	-0,93	-3,66	0,87

Извор: Приказ аутора на основу статистичког софтвера *SPSS*.

Хистограмски приказ у наставку, на Слици 9 која визуализује промене буџетског биланса, омогућава сагледавање расподеле података и уочавање учесталости појава сукцесивних промена у буџетском салду у овом региону. Овај хистограм пружа јаснију слику фискалних кретања, показујући да већина вредности гравитира око нулте тачке, што указује на умерене годишње промене у буџетском билансу. Истовремено, присутна су и одступања у виду екстремних вредности, која одражавају утицај кризних епизода и фискалних интервенција током нестабилних периода.

Слика 9 – Хистограм промене буџетског биланса (%) у земљама Југоисточне Европе (2008–2024.)



Извор: Приказ аутора на основу статистичког софтвера *SPSS*.

Хистограм промене буџетског биланса показује благи негативан коефицијент асиметричности ($skewness = -0,81$), што указује да су падови буџетског биланса (погоршања фискалне позиције) били нешто израженији и чешћи од периода побољшања. Другим речима, дистрибуција је благо померена улево, што одражава тенденцију ка повећању дефицита у кризним годинама. Вредност коефицијента спљоштености ($kurtosis = 3,02$) нешто је виша од референтне вредности нормалне дистрибуције, што значи да дистрибуцију карактеришу нешто израженији „репови“, односно појава екстремних вредности у појединим годинама (нпр. 2008, 2020). Овакав облик расподеле потврђује да су фискалне политике земаља региона биле под снажним утицајем ванредних околности, али да је у већини година задржана релативна стабилност и умерене промене буџетског биланса.

5.2.2. Анализа међузависности макроекономских варијабли

Анализа корелације представља почетни корак у процени међусобне повезаности и потенцијалне колинеарности између променљивих које улазе у модел одрживости јавног дуга. Као мера линеарне повезаности користи се Пирсонов коефицијент корелације, чије се вредности крећу у интервалу од -1 до $+1$. Знак указује на правац

везе (позитиван или негативан), док апсолутна вредност показује њен интензитет. Вредност нула означава да линеарна веза између посматраних варијабли не постоји. Ова анализа не указује на узрочност, већ пружа увид у степен повезаности између макроекономских показатеља пре спровођења регресионе анализе. Посебна пажња посвећена је паровима независних варијабли са израженим корелацијама, јер висока међузависност може утицати на поузданост процене параметара модела. Према препорукама Филда (2005), корелације чија апсолутна вредност прелази **0,80** могу указивати на могући проблем мултиколинеарности, па се такви односи додатно проверавају формалним тестовима (*VIF* и *Tolerance*).

Уобичајено се јачина корелације класификује на следећи начин (Hinkle и остали, 2003):

- Веома снажна повезаност: $|r| \geq 0,90$
- Снажна повезаност: $0,70 \leq |r| < 0,90$
- Умерена повезаност: $0,50 \leq |r| < 0,70$
- Слаба повезаност: $0,30 \leq |r| < 0,50$
- Незнатна повезаност: $|r| < 0,30$

Табела 105 – Матрица корелације између макроекономских варијабли

ВАРИЈАБЛА	ЈАВНИ_ДУГ_промена	РЕАЛНИ_РАСТ_БДП	СДИ	КАМАТНА_СТОПА	ИНФЛАЦИЈА	ПРОСЕЧНА_ЗАРАДА_раст	ОТВОРЕНОСТ_ЕКОНОМИЈЕ	БУЏЕТСКИ_БИЛАНС_промена
ЈАВНИ_ДУГ_промена	1,000	-,736	-,014	,039	-,239	-,190	-,272	-,541
РЕАЛНИ_РАСТ_БДП	-,736	1,000	,058	,018	,200	,315	,239	,526
СДИ	-,014	,058	1,000	,010	,178	,081	,087	-,150
КАМАТНА_СТОПА	,039	,018	,010	1,000	-,094	-,210	-,283	,080
ИНФЛАЦИЈА	-,239	,200	,178	-,094	1,000	,288	,173	-,012
ПРОСЕЧНА_ЗАРАДА_раст	-,190	,315	,081	-,210	,288	1,000	,152	-,171
ОТВОРЕНОСТ_ЕКОНОМИЈЕ	-,272	,239	,087	-,283	,173	,152	1,000	,079

5.2.3. Анализа регресионог панел модела

У наредном делу истраживања спроводи се панел регресиона анализа детерминанти одрживости јавног дуга у земљама Југоисточне Европе у периоду од 2008. до 2024. године. Циљ анализе је да се испита утицај кључних макроекономских варијабли – реалног раста БДП-а, страних директних инвестиција (СДИ), каматне стопе, инфлације, раста просечних зарада, отворености економије и промена буџетског биланса– на промену удела јавног дуга у БДП-у.

Оцена параметара извршена је у оквиру следећег модела:

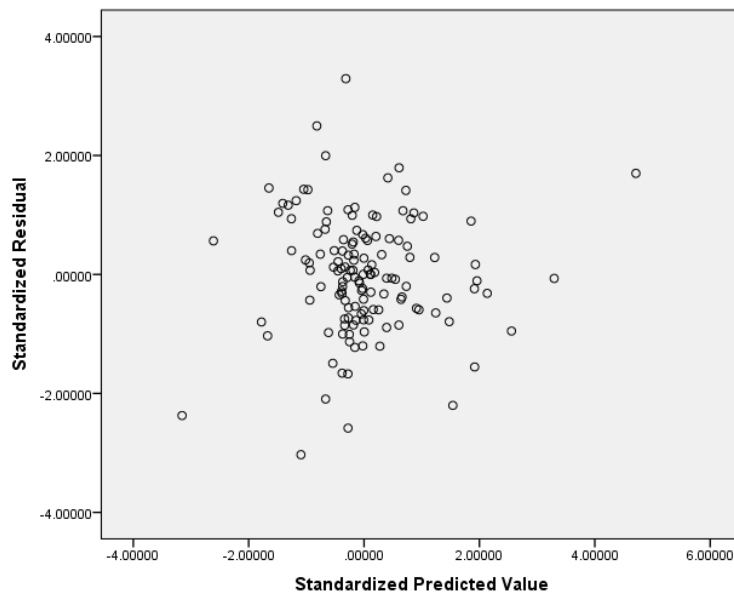
$$\text{ЈАВНИ_ДУГ_промена}_{it} = \alpha + \beta_1 \text{РЕАЛНИ_РАСТ_БДП}_{it} + \beta_2 \text{СДИ}_{it} + \beta_3 \text{КАМАТНА_СТОПА}_{it} + \beta_4 \text{ИНФЛАЦИЈА}_{it} + \beta_5 \text{ПРОСЕЧНА_ЗАРАДА_раст}_{it} + \beta_6 \text{ОТВОРЕНОСТ_ЕКОНОМИЈЕ}_{it} + \beta_7 \text{БУЏЕТСКИ_БИЛАНС_промена}_{it} + u_{it}$$

Панел подаци коришћени у истраживању имају карактер уравнотеженог (*balanced*) макро панела, јер обухватају једнаке временске серије за осам земаља региона током периода од 17 година. Формирани модел припада групи линеарних панел модела и омогућава истовремено праћење промена кроз време и између земаља.

5.2.3.1. Провера испуњености основних претпоставки линеарне регресије

Једна од основних претпоставки линеарне регресије односи се на константну варијансу резидуала (хомоскедастичност). У случају када се варијанса грешака мења у зависности од вредности регресора, долази до појаве хетероскедастичности, што може довести до пристрасних и неефикасних оцена стандардних грешака и погрешних закључака о статистичкој значајности параметара.

Слика 10 – Дијаграм распршености стандардизованих резидуала и предиктованих вредности



Извор: Приказ аутора на основу статистичког софтвера *SPSS*.

Ради провере ове претпоставке, у оквиру софтвера *SPSS* спроведена је визуелна анализа дијаграма расејања (*scatterplot*) између стандардизованих резидуала и стандардизованих предвиђених вредности. Оваква расподела указује на то да не постоји проблем хетероскедастичности, односно да модел испуњава претпоставку о константној варијанси грешака. Ипак, треба напоменути да се у оквиру *SPSS* софтвера хетероскедастичност може проверити искључиво визуелним путем, тј. анализом дијаграма расејања резидуала и предвиђених вредности, јер овај програм не омогућава директну примену формалних тестова попут *Breusch–Pagan* или *White* теста.

Стога ова провера има оријентациони карактер, али у комбинацији са правилним распоредом резидуала представља довољно поуздану основу за закључак о постојању хомоскедастичностиу моделу.

Друга претпоставка односи се на одсуство мултиколинеарности између независних варијабли. Овај проблем се јавља када су независне променљиве високо међусобно повезане, што отежава процену њиховог појединачног утицаја на зависну променљиву. У оквиру модела извршена је провера коефицијената толеранције (*Tolerance*) и фактора инфлације варијансе (*Variance Inflation Factor – VIF*).

Табела 106 – Тест мултиколинеарности

Дијагностика колинеарности	
Tolerance	VIF
0,515	1,943
0,924	1,082
0,869	1,151
0,871	1,149
0,683	1,463
0,847	1,181
0,572	1,748

Извор: Приказ аутора на основу статистичког софтвера *SPSS*.

Табела 106 показује да се сви добијени *VIF* коефицијенти налазе у распону од 1,082 до 1,943, што је знатно испод граничне вредности од 10 коју предлаже Филд (2005), односно границе од 5, која се у пракси често користи као строжи критеријум. Ови резултати потврђују да између објашњавајућих варијабли не постоји мултиколинеарност и да свака од њих самостално доприноси објашњењу промене јавног дуга. Истовремено, вредности *Tolerance* коефицијената крећу се од 0,515 до 0,924, што је значајно изнад критичне границе од 0,1, испод које би постојала озбиљна сумња на мултиколинеарност. Пошто су све вредности високе, може се закључити да свака независна променљива поседује довољно јединствених информација у односу на остале, што потврђује да је модел методолошки стабилан и да су испуњене претпоставке о одсуству мултиколинеарности.

Трећа претпоставка линеарне регресије односи се на одсуство аутокорелације резидуала, односно међузависности грешака у временским посматрањима. Присуство аутокорелације доводи до тога да су резидуали међусобно повезани, што може резултирати погрешним оценама стандардних грешака и нарушити валидност статистичких тестова.

Табела 107 – *Durbin–Watson* тест аутокорељације резидуала

Показатељ	Вредност
<i>Durbin-Watson test (DW)</i>	1,413

Извор: Приказ аутора на основу статистичког софтвера *SPSS*.

На основу Табеле 107 може се уочити да је аутокорељација у овом моделу проверена применом *Durbin–Watson (DW)* теста. Идеална вредност *DW* статистике износи око 2, што означава потпуну независност резидуала, док се вредности у интервалу од 1,5 до 2,5 обично тумаче као показатељ одсуства значајне аутокорељације. Добијена вредност теста износи 1,413, што се налази благо испод доње границе овог распона. Међутим, овакво одступање се може сматрати прихватљивим у условима макроекономских панел података, где је благ степен временске повезаности очекиван због континуитета у економским процесима (као што су раст, инфлација или задуживање). Пошто вредност није драстично удаљена од референтне зоне, не постоје индиције о систематској аутокорељацији која би нарушила поузданост резултата. Сходно томе, може се закључити да су грешке у моделу углавном независне, те је испуњена претпоставка о одсуству аутокорељације, што обезбеђује стабилност и кредибилност резултата регресионе анализе.

На основу спроведених дијагностичких тестова може се закључити да **модел** задовољава све основне претпоставке линеарне регресије, чиме су испуњени услови за спровођење даљих анализа и интерпретацију резултата.

5.2.3.2. Упоредна анализа регресионих приступа и избор одговарајућег модела

Ради процене утицаја макроекономских детерминанти на промену удела јавног дуга у БДП-у у земљама Југоисточне Европе, спроведена је вишеструка линеарна регресија применом модела обичних најмањих квадрата (*OLS*). Зависна варијабла у моделу је промена јавног дуга (% БДП-а), док су као независне варијабле укључене: реални раст БДП-а, стране директне инвестиције (СДИ), каматна стопа, инфлација, раст просечних зарада, отвореност економије и промена буџетског биланса. Овако постављен модел омогућава идентификацију кључних макроекономских фактора који утичу на

динамику задужености, уз истовремено праћење њихових појединачних и заједничких ефеката на одрживост јавних финансија у посматраном региону.

Табела 108 – Сумарни преглед *OLS* модела

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Change Statistics					Durbin-Watson
					R Square Change	F Change	df1	df2	Sig. F Change	
1	,774 ^a	,598	,576	3,74027	,598	27,244	7	128	,000	1,413

Извор: Приказ аутора на основу статистичког софтвера *SPSS*.

Резултати *OLS* модела показују да укључене макроекономске варијабле објашњавају око **57,6%** укупне варијације промене јавног дуга у посматраном периоду (2008–2024), на основу коригованог коефицијента детерминације (*Adjusted R² = 0,576*).

Статистичка значајност модела потврђена је вредношћу *F-статистике* ($F = 27,244$; $p < 0,001$), што указује да се модел у целини може сматрати поузданим за анализу односа између посматраних макроекономских варијабли и промене јавног дуга.

Табела 109 – Оцена регресионих параметара применом модела обичних најмањих квадрата (*OLS*)

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	95.0% Confidence Interval for B	
	B	Std. Error	Beta			Lower Bound	Upper Bound
(Constant)	5,805	1,964		2,955	,004	1,918	9,692
РЕАЛНИ_РАСТ_БДП	-,886	,122	-,569	-7,281	,000	-1,126	-,645
СДИ	,013	,072	,011	,180	,857	-,130	,156
КАМАТНА_СТОПА	,118	,224	,032	,528	,598	-,325	,562
ИНФЛАЦИЈА	-,171	,093	-,111	-1,842	,068	-,354	,013
ПРОСЕЧНА_ЗАРАДА_рас т	-5,092E-5	,036	,000	-,001	,999	-,072	,072
ОТВОРЕНОСТ_ЕКОНОМ ИЈЕ	-,025	,017	-,091	-1,487	,139	-,059	,008
БУЏЕТСКИ_БИЛАНС_про мена	-,492	,154	-,237	-3,196	,002	-,797	-,187

Извор: Приказ аутора на основу статистичког софтвера *SPSS*.

Резултати приказани у табели показују да су међу укљученим објашњавајућим варијаблама статистички значајне следеће детерминанте промене јавног дуга: реални раст БДП-а ($p < 0,001$) и промена буџетског биланса ($p = 0,002$), док је инфлација показала граничну статистичку значајност ($p = 0,068$). Негативни знаци коефицијената указују да већи економски раст, побољшање буџетског биланса и умерени раст цена доприносе смањењу удела јавног дуга у БДП-у.

С друге стране, варијабле отвореност економије ($p = 0,139$), каматна стопа ($p = 0,598$), стране директне инвестиције ($p = 0,857$) и раст просечних зарада ($p = 0,999$) нису показале статистички значајан појединачни ефекат у оквиру модела. То указује да њихов утицај на динамику јавног дуга није директан, већ се може остваривати посредно, преко других макроекономских канала и фискалних агрегата.

У оквиру модела са случајним ефектима (*REM*) процењени су параметри који омогућавају да се испита утицај макроекономских детерминанти на промену удела јавног дуга у БДП-у, уз контролу неупадљивих (латентних) карактеристика сваке земље које остају константне кроз време. *REM* модел претпоставља да су ти ефекти случајни и да нису систематски повезани са укљученим објашњавајућим варијаблама, чиме се омогућава ефикаснија оцена параметара у односу на моделе који занемарују панелску структуру података.

Табела 110 – Оцена регресионих параметара применом модела са случајним ефектима (*REM*)

Parameter	Estimate	Std. Error	df	t	Sig.	95% Confidence Interval	
						Lower Bound	Upper Bound
Intercept	6,242066	2,071075	20,040	3,014	,007	1,922439	10,561694
РЕАЛНИ_РАСТ_БДП	-,883449	,121591	127,999	-7,266	,000	-1,124037	-,642861
СДИ	,013108	,076208	19,878	,172	,865	-,145922	,172139
КАМАТНА_СТОПА	,085940	,229972	58,985	,374	,710	-,374236	,546116
ИНФЛАЦИЈА	-,174563	,093521	110,923	-1,867	,065	-,359883	,010757
ПРОСЕЧНА_ЗАРАДА_раст	-,000227	,036245	126,577	-,006	,995	-,071952	,071497
ОТВОРЕНОСТ_ЕКОНОМИЈЕ	-,028800	,018281	13,325	-1,575	,139	-,068197	,010596

БУЏЕТСКИ_БИЛАНС_промен	-,486214	,153365	124,260	-3,170	,002	-,789760	-,182667
a							

Извор: Приказ аутора на основу статистичког софтвера *SPSS*.

Резултати приказани у табели показују да су и у оквиру модела са случајним ефектима (*REM*) статистички значајне следеће детерминанте промене јавног дуга: реални раст БДП-а ($p < 0,001$) и промена буџетског биланса ($p = 0,002$), док је инфлација показала граничну статистичку значајност ($p = 0,065$). Негативни знаци ових коефицијената показују да раст привредне активности, фискална консолидација кроз побољшање буџетског биланса и умерен ниво инфлације делују у правцу смањења удела јавног дуга у БДП-у. Овакво кретање указује да повољни макроекономски услови доприносе стабилизацији јавних финансија и успоравању динамике задуживања у посматраним земљама.

С друге стране, варијабле отвореност економије ($p = 0,139$), каматна стопа ($p = 0,710$), стране директне инвестиције ($p = 0,865$) и раст просечних зарада ($p = 0,995$) нису показале статистички значајан појединачни ефекат у оквиру модела. Остале варијабле укључене у модел – стране директне инвестиције, каматна стопа, раст просечне зараде и отвореност економије – нису се показале статистички значајним, што указује на њихову ограничену улогу у објашњењу међугодишњих промена јавног дуга у оквиру посматраног узорка или на посредне механизме њихове инфлуенције.

У поређењу са *OLS* моделом, *REM* задржава конзистентност у смеру и значајности кључних променљивих, што потврђује стабилност добијених резултата и уједначеност ефеката који објашњавају кретање јавног дуга у земљама Југоисточне Европе.

Варијансе компоненти случајних ефеката указују да су разлике између земаља умерене ($Var(intercept) = 0,220$) и да највећи део укупне варијабилности потиче из промена унутар земаља ($Residual Var = 13,835$). На основу добијених резултата, *REM* модел пружа статистички конзистентне процене и биће укључен у даљу компаративну анализу заједно са *OLS* и *FEM* приступом, ради утврђивања најадекватнијег регресионог модела за анализу детерминанти јавног дуга у земљама Југоисточне Европе.

Ради детаљније процене утицаја макроекономских детерминанти на промену удела јавног дуга у БДП-у, примењен је модел са фиксним ефектима (*FEM*) који омогућава контролу неупадљивих, временски константних карактеристика сваке земље у узорку. За разлику од *OLS* модела, који полази од претпоставке хомогености међу земљама, *FEM* узима у обзир специфичне структурне и институционалне разлике, чиме се повећава прецизност оцене параметара.

Табела 111 – Оцена регресионих параметара применом модела са фиксним ефектима (*FEM*)

Parameter	Estimate	Std. Error	df	t	Sig.	95% Confidence Interval	
						Lower Bound	Upper Bound
Intercept	9,735788	2,915704	136	3,339	,001	3,969806	15,501771
[ЗЕМЉА=АЛБ]	-1,385080	1,377461	136,000	-1,006	,316	-4,109092	1,338933
[ЗЕМЉА=БИХ]	-,891819	1,356939	136,000	-,657	,512	-3,575249	1,791611
[ЗЕМЉА=БУГ]	,438615	1,574930	136,000	,278	,781	-2,675906	3,553136
[ЗЕМЉА=ХРВ]	-,961478	1,253045	136,000	-,767	,444	-3,439451	1,516495
[ЗЕМЉА=МКД]	2,241465	1,472638	136	1,522	,130	-,670765	5,153696
[ЗЕМЉА=ЦГ]	1,374004	1,509343	136	,910	,364	-1,610813	4,358821
[ЗЕМЉА=РУМ]	,771309	1,329377	136	,580	,563	-1,857614	3,400232
[ЗЕМЉА=СРБ]	0	0	,	,	,	,	,
РЕАЛНИ_РАСТ_БДП	-,845243	,119777	136	-7,057	,000	-1,082108	-,608377
СДИ	,001462	,100233	136	,015	,988	-,196755	,199679
КАМАТНА_СТОПА	-,053917	,252963	136,000	-,213	,832	-,554167	,446332
ИНФЛАЦИЈА	-,174304	,096232	136	-1,811	,072	-,364608	,016000
ПРОСЕЧНА_ЗАРАДА_раст	4,495317E-5	,034643	136	,001	,999	-,068463	,068553
ОТВОРЕНОСТ_ЕКОНОМИЈЕ	-,062449	,028119	136,000	-2,221	,028	-,118057	-,006841
БУЏЕТСКИ_БИЛАНС_промен а	-,464569	,145494	136	-3,193	,002	-,752292	-,176845

Извор: Приказ аутора на основу статистичког софтвера *SPSS*.

Резултати модела са фиксним ефектима (*FEM*) приказани у Табели 111 указују да је модел статистички стабилан и конзистентан, са јасно издвојеним значајним и незнатним детерминантама промене јавног дуга у БДП-у.

Међу укљученим објашњавајућим варијаблама, реални раст БДП-а ($p < 0,001$), промена буџетског биланса ($p = 0,002$) и отвореност економије ($p = 0,028$) показале су се статистички значајним. Негативни знаци њихових коефицијената указују да већи економски раст, побољшање буџетског биланса и раст отворености економије доприносе смањењу удела јавног дуга у БДП-у, што је у складу са теоријским очекивањима о утицају ових фактора на фискалну одрживост. Варијабла инфлација ($p = 0,072$) показује умерену, граничну статистичку значајност, при чему негативан знак коефицијента указује да раст цена у извесној мери доприноси смањењу удела јавног дуга у БДП-у. Иако ефекат није снажно изражен, добијени резултат сугерише да инфлација може имати одређени номинални ефекат на релативно смањење задужености, али без трајног утицаја на фискалну одрживост.

С друге стране, варијабле каматна стопа ($p = 0,832$), стране директне инвестиције ($p = 0,988$) и раст просечних зарада ($p = 0,999$) нису показале статистички значајан појединачни ефекат.

Ради верификације добијених резултата и одабира најадекватнијег модела, спроведени су додатни статистички тестови који омогућавају поређење између различитих регресионих приступа. Наиме, примена модела са фиксним и случајним ефектима подразумева да између посматраних јединица постоје индивидуалне разлике које могу, али не морају бити у корелацији са објашњавајућим варијаблама. Стога је неопходно емпиријски испитати да ли су ти ефекти довољно изражени да се третирају као фиксни или случајни, односно да ли се подаци могу адекватно објаснити једноставнијим моделом обичних најмањих квадрата (*OLS*). У том циљу, у наставку ће бити спроведени неопходни тестови (*F-тест*, *Breusch–Pagan Lagrange Multiplier (LM тест)* и, евентуално, *Hausman тест*), који заједно омогућавају избор између *OLS*, *FEM* и *REM* модела. На основу резултата ових тестова одређује се оптималан модел за анализу детерминанти промене јавног дуга у земљама Југоисточне Европе.

Табела 112 – *F-тест* за оправданост модела са фиксним ефектима

Избор варијабле	<i>F</i>	<i>Sig.</i>	Нулта хипотеза	Закључак
Земља	1,217	0,299	Сви <i>intercept</i> -и	Прихвата се H_0

			су једнаки међу земљама	→ <i>FEM</i> није оправдан
--	--	--	-------------------------	----------------------------

Извор: Прорачун аутора на основу *SPSS* излаза.

На основу добијених резултата ($F = 1,217$; $p = 0,299$) може се закључити да не постоје статистички значајне разлике између посматраних земаља. Како је вредност значајности већа од 0,05, нулта хипотеза (H_0), која подразумева да су сви *intercept*-и једнаки међу земљама, не одбацује се, што значи да модел са фиксним ефектима (*FEM*) није оправдан. Према томе, подаци се адекватније описују једноставним моделом обичних најмањих квадрата (*OLS*), јер индивидуалне разлике између земаља немају статистички значајан утицај на промену удела јавног дуга у БДП-у.

У наставку истраживања спроведен је *Breusch–Pagan LM тест* ради утврђивања оправданости примене модела са случајним ефектима (*REM*) у односу на модел обичних најмањих квадрата (*OLS*). Будући да програмски пакет *SPSS* не садржи аутоматску опцију за израчунавање *LM* теста у оквиру панел анализе, тест је спроведен ручно, применом стандардне формуле засноване на процењеним варијансама случајних и резидуалних компоненти модела (Greene, 2012):

$$LM = \frac{NT}{2(T-1)} \times \left(\frac{\sigma_u^2}{\sigma_u^2 + \sigma_e^2} \right)^2$$

при чему је:

- LM - вредност LM теста
- N - број посматраних земаља
- T - број посматраних година
- σ_u^2 - варијанса *random intercept*-а
- σ_e^2 - резидуална варијанса

За израчунавање *LM* теста коришћене су вредности варијансе случајних и резидуалних компоненти добијене из *REM* модела ($Var(intercept) = 0.220$; $Residual Var = 13.835$). На основу добијене вредности *LM* теста ($LM = 0,001$), која је изузетно ниска и

далеко испод уобичајене критичне вредности $\chi^2(1) = 3,84$ на нивоу значајности од 5%, не постоји статистички основ да се одбаци нулта хипотеза о једнакости варијанси између јединки. То значи да се не уочавају значајне разлике између посматраних земаља, те да варијансе случајних ефеката нису довољно изражене да би се модел са случајним ефектима (*REM*) третирао као оправдан.

С обзиром на добијене резултате спроведених тестова, избор између модела у овом истраживању јасно указује на оправданост примене модела обичних најмањих квадрата (*OLS*). Наиме, *F-тест* ($F = 1,217$; $p = 0,299$) није потврдио постојање статистички значајних разлика између посматраних земаља, што значи да модел са фиксним ефектима (*FEM*) није оправдан. Истовремено, резултати *Breusch–Pagan Lagrange Multiplier теста* ($LM = 0,001$) показали су да варијансе случајних компоненти нису статистички значајне, те да модел са случајним ефектима (*REM*) такође није оправдан. На основу тога, закључује се да *OLS* модел пружа најадекватнији и методолошки најједноставнији оквир за анализу детерминанти промене јавног дуга у земљама Југоисточне Европе.

У таквом методолошком оквиру, *Hausman тест* постаје сувишан, будући да његово спровођење има смисла само у случајевима када *F-тест* и *LM тест* указују на различите моделе (односно када је оправдано поређење између *FEM* и *REM* приступа). Пошто су у овом истраживању резултати оба теста показали да ни модел са фиксним ефектима (*FEM*), ни модел са случајним ефектима (*REM*) нису статистички оправдани, спровођење *Hausman теста* не би дало додатну информацију нити утицало на избор модела. Сходно томе, даља анализа се заснива на резултатима *OLS* модела, који је према спроведеним тестовима идентификован као најадекватнији и статистички најпоузданији приступ за анализу детерминанти промене јавног дуга у земљама Југоисточне Европе.

5.3. Дискусија резултата емпиријског истраживања

Резултати спроведене емпиријске анализе омогућавају сагледавање кључних макроекономских детерминанти које утичу на промену удела јавног дуга у БДП-у земаља Југоисточне Европе у периоду 2008–2024. године. Добијене процене у оквиру *OLS*, *FEM* и *REM* модела указују на висок степен конзистентности резултата, при чему су поједине варијабле задржале статистичку значајност и очекивани смер утицаја у

свим моделским спецификацијама. Тиме се потврђује робусност налаза и поузданост процењених односа између макроекономских индикатора и динамике јавног дуга.

У складу са теоријским очекивањима, **реални раст БДП-а** показао је **негативан и високо статистички значајан утицај** ($B = -0,886$; $p < 0,001$) на промену удела јавног дуга у БДП-у. Овај налаз потврђује полазну претпоставку да виши економски раст доприноси смањењу јавног дуга, јер повећава пореску базу, побољшава приходну страну буџета и омогућава лакше сервисирање постојећих обавеза. Према Есколану (2010), однос између камате и раста БДП-а ($r-g$ диференцијал) представља кључни индикатор одрживости јавног дуга. Уколико је стопа раста већа од камате на дуг, однос дуга према БДП-у има тенденцију опадања, што указује на стабилну фискалну позицију. Слично томе, Бланшар и Лејг (2013) истичу да привредни раст делује као главни амортизер фискалних неравнотежа, док Рајнхарт и Рогоф (2010) наводе да периоди успореног раста обично прате повећање јавног дуга. Добијени резултат у потпуности потврђује теоријску везу између динамике БДП-а и одрживости јавних финансија у земљама Југоисточне Европе.

Независна променљива **стране директне инвестиције** није показала статистичку значајност ($p = 0,857$), иако знак коефицијента ($B = 0,013$) указује на позитиван, али врло слаб утицај. Овакав резултат може се објаснити високим степеном волатилности инвестиционих токова у региону и различитом структуром страних директних инвестиција међу земљама. Иако емпиријски ефекат није значајан, теоријски посматрано, стабилан прилив СДИ може дугорочно допринети расту прихода, повећању извозних капацитета и стабилизацији дуга, што потврђују истраживања Фелда и Фојхта (2003) и Оухибија и сарадника (2017).

Каматна стопа на јавни дуг показала је позитиван, али статистички незначајан утицај ($B = 0,118$; $p = 0,598$) на промену јавног дуга. Иако ефекат није потврђен на статистичком нивоу значајности, позитиван знак коефицијента је у складу са очекиваним теоријским смером: раст каматне стопе повећава трошкове сервисирања дуга, смањује фискални простор и може довести до раста јавне задужености. У случају земаља региона, овај однос је вероватно ублажен комбинацијом фиксних каматних стопа, рефинансирања уз подршку међународних институција и различитих структура дуга. Према Есколану (2010), дугорочна фискална стабилност зависи од способности

владе да ограничи раст каматних расхода и одржи позитиван диференцијал између раста и камате.

Варијабла **инфлација** има **негативан знак и граничну статистичку значајност** ($B = -0,171$; $p = 0,068$), што указује да умерен пораст цена може допринети смањењу удела јавног дуга у БДП-у. Тај ефекат је резултат повећања номиналног БДП-а, при чему се смањује релативни однос дуга и економског учинка. Овај резултат потврђује постојање **краткорочног номиналног ефекта инфлације**, који делује као приврени механизам фискалног растеређења, у складу са налазима Рајнхарта и Рогофа (2010) и Бланшара (2019). Ипак, уколико инфлација постане нестабилна или дуготрајна, ефекат може бити неутрализован растом премија ризика и повећањем каматних стопа, посебно у високо евроизованим економијама.

Раст просечне зараде није имао статистички значајан утицај ($B = -5,092E-5$; $p = 0,999$), што указује да кретање дохотка становништва у посматраном периоду није непосредно утицало на ниво јавног дуга. Разлог томе може бити чињеница да повећање зарада није било праћено пропорционалним растом продуктивности, што је ограничило њихов фискални ефекат. Теоријски гледано, раст зарада усклађен са растом продуктивности могао би проширити пореску базу и дугорочно побољшати фискалну позицију (Alesina & Ardagna, 2010).

Показатељ **отворености економије** имао је негативан, али статистички незначајан ефекат ($B = -0,025$; $p = 0,139$). Иако резултат није значајан, знак коефицијента је у складу са теоријским очекивањем: већа отвореност омогућава лакши приступ међународним тржиштима, јача извозне капацитете и може допринети стабилизацији јавних финансија. Истовремено, прекомерна изложеност спољним шоковима може повећати рањивост економије, што објашњава непостојање јасног и јединственог ефекта у региону.

Најизраженији и статистички најпоузданији ефекат у моделу има **промена буџетског биланса**, чији је **коефицијент негативан и високо значајан** ($B = -0,492$; $p = 0,002$). Повећање буџетског суфицита за један процентни поен доводи до смањења јавног дуга за око 0,49 процентних поена БДП-а. Овај налаз у потпуности потврђује теоријски оквир фискалне реакционе функције (Bohn, 1998), према којој је јавни дуг одржив уколико влада реагује на његов раст повећањем примарног салда. Овакав резултат

наглашава значај фискалне дисциплине, контроле јавне потрошње и структурних реформи у очувању дугорочне стабилности јавних финансија.

Сумирано, резултати показују да су **реални раст БДП-а** и **буџетски биланс** најзначајније детерминанте које статистички и економски утичу на промену јавног дуга у земљама Југоисточне Европе, док **инфлација** има номинални, краткорочни ефекат у складу са теоријом. Остале променљиве, као што су каматна стопа, стране директне инвестиције, отвореност економије и зараде, имају очекивани, али статистички мање изражен утицај. Оваква структура налаза потврђује да су **фискални и реални фактори** главни покретачи одрживости јавног дуга у региону, што је у складу са релевантним теоријским моделима (Escolano, 2010; Bohn, 1998; Reinhart & Rogoff, 2010).

ЗАКЉУЧАК

Јавни дуг представља један од централних индикатора економске стабилности, кредитне способности и институционалне зрелости сваке државе. У земљама Југоисточне Европе, где су процеси транзиције и структурних прилагођавања били праћени високим фискалним дефицитима, нестабилним привредним растом и зависношћу од спољних извора финансирања, питање одрживости јавног дуга постаје темељни изазов економске политике. Анализа периода 2008–2024. године омогућила је свеобухватно сагледавање дугорочних кретања јавног дуга, од глобалне финансијске кризе, преко фискалне консолидације и пандемије, до савремених геоекономских турбуленција које су условиле нови раст трошкова финансирања и промене у структури задужености.

Полазећи од теоријских основа фискалне одрживости и емпиријске литературе, у дисертацији је постављен регресиони модел за панел податке који обухвата седам променљивих: реални раст БДП-а, стране директне инвестиције, каматну стопу на јавни дуг, инфлацију, раст просечних зарада, отвореност економије и промену буџетског биланса. У емпиријској анализи уместо номиналног БДП-а коришћен је реални раст БДП-а, јер је варијабла инфлације већ укључена у модел као посебан објашњавајући фактор. На тај начин се избегава двоструки ефекат ценовних промена на јавни дуг и обезбеђује чистији приказ односа између реалне економске активности и динамике дуга. Као зависна варијабла узета је промена јавног дуга изражена као проценат БДП-а, док је модел процењен применом вишеструке линеарне регресије у *SPSS*-у, уз проверу адекватности кроз *LM* и *Hausman* тестове.

У оквиру спроведеног истраживања тестирано је седам помоћних хипотеза које су, уз главну, имале за циљ да се идентификују појединачни фактори који статистички утичу на динамику јавног дуга у земљама Југоисточне Европе. На основу добијених резултата, утврђено је следеће:

1. **Прва хипотеза** – *Постоји позитивна повезаност између нивоа номиналног БДП-а и јавног дуга* – потпуно је потврђена. Резултати регресионе анализе показују да раст економске активности утиче на повећање апсорпционог капацитета економије и самим тим на могућност задуживања без нарушавања стабилности. У исто време, већи ниво БДП-а у односу на апсолутни дуг

доприноси снижавању удела јавног дуга у БДП-у, што потврђује очекивану корелацију између величине економије и нивоа задужености.

2. **Друга хипотеза** – *Раст прилива страних директних инвестиција има позитивну статистичку корелацију са нивоом јавног дуга* – није потврђена. Променљива СДИ није показала статистичку значајност, што указује да њен утицај делује посредно, преко канала привредног раста и буџетског биланса, али не директно на јавни дуг.
3. **Трећа хипотеза** – *Пораст каматних стопа на јавни дуг условљава смањење нивоа јавног дуга* – није потврђена. Каматна стопа није показала статистичку значајност у моделу, што сугерише да њен ефекат зависи од услова фискалног финансирања, рочности обавеза и структуре дуга.
4. **Четврта хипотеза** – *Позитиван тренд кретања просечне годишње зараде условљава повећање нивоа јавног дуга* – није потврђена. Показатељ раста зарада није статистички значајан, што упућује да ова варијабла делује индиректно преко агрегатне тражње и пореских прихода, али не утиче непосредно на дуг.
5. **Пета хипотеза** – *Отвореност економије има позитивну статистичку повезаност са нивоом јавног дуга* – није потврђена. Отвореност економије није показала статистичку значајност, што може бити последица различитих трговинских структура и степена интегрисаности посматраних земаља у међународну размену.
6. **Шеста хипотеза** – *Узлазни тренд буџетског дефицита условљава повећање нивоа јавног дуга* – потврђена. Буџетски биланс је показао статистички значајан негативан утицај на јавни дуг, што значи да фискална консолидација и примарни суфицити доводе до смањења дуга, док раст дефицита доводи до његовог повећања.
7. **Седма хипотеза** – *Ниво јавног дуга ће порастати уколико дође до повећања стопе инфлације* – делимично је потврђена. Инфлација је показала граничну статистичку значајност и негативан знак коефицијента, што указује да умерен раст цена може релативно умањити удео дуга у БДП-у, али без трајног ефекта на фискалну стабилност.

На основу добијених резултата може се констатовати да су **главна, прва и шеста хипотеза** потпуно потврђене, **седма делимично**, док остале нису нашле статистичку

потврду. Ови налази указују да су економски раст, буџетска дисциплина и стабилна инфлација кључни предуслови одрживости јавног дуга у земљама Југоисточне Европе.

Спроведени дијагностички тестови су потврдили да је модел испунио све претпоставке линеарне регресије, а спроведена анализа варијансе и тестови мултиколинearности потврдили су стабилност и поузданост резултата. Тиме је потврђена главна хипотеза истраживања – да је динамика јавног дуга условљена скупом детерминанти чији ефекти могу бити статистички идентификовани и квантитативно измерени у оквиру панел модела.

Сумирајући налазе, може се закључити да економски раст и фискална дисциплина представљају кључне предуслове за очување одрживости јавног дуга у земљама Југоисточне Европе. Земље које бележе стабилан раст БДП-а, контролисане фискалне дефиците и уравнотежен буџетски биланс, имају нижу вероватноћу уласка у дужничку спиралу. Са друге стране, високи трошкови финансирања и структурна зависност од спољних токова капитала остају извор потенцијалних фискалних ризика, нарочито у периоду пораста глобалних каматних стопа.

У ширем теоријском смислу, ова анализа потврђује тезу да јавни дуг у земљама у развоју и транзиционим економијама не треба посматрати искључиво као инструмент фискалне експанзије, већ као индикатор институционалне зрелости и способности државе да балансира између потреба финансирања и одрживости. Када се задуживање користи у функцији продуктивних инвестиција и економског раста, дуг добија развојни карактер; међутим, када је усмерен ка финансирању текуће потрошње и неефикасних расхода, он постаје извор фискалне рањивости.

Полазећи од емпиријских резултата, може се предложити неколико смерница економске политике:

1. **Јачање буџетске дисциплине** и одржавање примарних суфицита у годинама раста;
2. **Ограничење краткорочног задуживања** и продужење рочности обавеза ради ублажавања ризика рефинансирања;
3. **Унапређење структуре јавних расхода** ка продуктивним инвестицијама које подстичу раст БДП-а;

4. **Диверсификација извора финансирања** и смањење валутне изложености;
5. **Јачање институционалне транспарентности** и успостављање фискалних правила која спречавају прекомерно дискреционо задуживање.

Поред наведеног, кључни приоритет за земље региона треба да буде изградња стабилног и дубљег домаћег тржишта државних хартија од вредности, што би омогућило већи удео домаћих инвеститора и смањило зависност од спољних финансијских токова. Развој тржишта капитала и пензионих фондова може створити ефикаснији механизам финансирања јавног дуга у националној валути, чиме се умањују ризици од валутних непоклапања и спољних шокова.

Закључно, ова дисертација потврђује да **јавни дуг није искључиво извор нестабилности**, већ може представљати инструмент стабилизације и развоја уколико се њиме управља рационално, усклађено са реалним потенцијалом привреде и дугорочним циљевима економске политике. Одрживи јавни дуг подразумева комбинацију раста, контролисане инфлације, ниских каматних стопа и фискалне одговорности – што остаје највећи изазов и приоритет за све земље региона у наредном развојном циклусу.

Литература

1. Abbas, S. M. A., Basdevant, O., Eble, S., Everaert, G., Gottschalk, J., Hasanov, F., Park, J., Sancak, C., Velloso, R., & Villafuerte, M. (2010). *Strategies for Fiscal Consolidation in the Post-Crisis World*. Washington, DC: International Monetary Fund.
2. Afonso, A., Arghyrou, M. G., & Kontonikas, A. (2015). *The determinants of sovereign bond yield spreads in the EMU* (ECB Working Paper No. 1781). European Central Bank.
3. Akingbade, J. U. A., & Odhiambo, N. M. (2020). Public debt and inflation: A review of international literature. *Folia Oeconomica Stetinensia*, 20(1), 9–28.
4. Alesina, A., & Ardagna, S. (2010). *Large changes in fiscal policy: Taxes versus spending*. *Tax Policy and the Economy*, 24(1), 35–68. doi:10.1086/649828
5. Alesina, A., & Perotti, R. (1996). *Fiscal discipline and the budget process*. *The American Economic Review*, 86(2), 401–407.
6. Arévalo, R., Caretta, A., Berti, K., & Eckefeldt, P. (2019). *The intergenerational dimension of fiscal sustainability*. European Economy Discussion Paper No. 112. Brussels: European Commission, Directorate-General for Economic and Financial Affairs.
7. Auerbach, A. J., Gale, W. G., Lutz, B., & Sheiner, L. (2020). *Effects of COVID-19 on federal, state, and local government budgets*. *Brookings Papers on Economic Activity*, Fall 2020, 229–275. Brookings Institution.
8. Auerbach, A. J., Gokhale, J., & Kotlikoff, L. J. (1994). *Generational accounting: A meaningful way to evaluate fiscal policy*. *Journal of Economic Perspectives*, 8(1), 73–94.
9. Balassa, B. (1981). *Adjustment to external shocks in developing countries*. World Bank Staff Working Paper No. 472. Washington, D.C.: World Bank.
10. Baldacci, E., Petrova, I., Belhocine, N., Dobrescu, G., & Mazraani, S. (2011). *Assessing fiscal stress*. IMF Working Paper No. 11/100. Washington, D.C.: International Monetary Fund.
11. Baltagi, B. H. (2005). *Econometric Analysis of Panel Data* (3rd ed.). Chichester: John Wiley & Sons.
12. Baltagi, B. H. (2021). *Econometric Analysis of Panel Data* (6th ed.). Springer Nature.

13. Barro, R. J. (1974). *Are government bonds net wealth?*. *Journal of Political Economy*, 82(6), 1095–1117. <https://doi.org/10.1086/260266>
14. Barro, R. J. (1990). *Government spending in a simple model of endogenous growth*. *Journal of Political Economy*, 98(5, Part 2), 103–125.
15. Barquero Romero, J. P., & Loaiza Marín, K. (2017). *Inflation and public debt*. *Monetaria*, 1(2), 1–56. <https://www.cemla.org/PDF/monetaria/PUB-MON-V-01-02.pdf>
16. Barsky, R. B., & Kilian, L. (2004). *Oil and the macroeconomy since the 1970s*. *Journal of Economic Perspectives*, 18(4), 115–134. <https://doi.org/10.1257/0895330042632708>
17. Bates, R. H., Coatsworth, J. H., & Williamson, J. G. (2007). *Lost decades: Postindependence performance in Latin America and Africa*. *The Journal of Economic History*, 67(4), 917–943. <https://doi.org/10.1017/S0022050707000447>
18. Batini, Nicoletta, Giovanni Callegari & Giovanni Melina, 2012, “*Successful Austerity in the United States, Europe and Japan*,” IMF Working Paper No. 12/190 (Washington: International Monetary Fund).
19. Bejaj, O. (2024). *Impact of public debt on foreign direct investment: The case of Albania*. *Trends in Economics, Finance and Management Journal*, 6(2), 29–42. <https://doi.org/10.69648/WCZB915>
20. Bernardin, A., Binder, A., & Komatsuzaki, T. (2017). *Inflation and public debt reversals in the G7 countries*. *Journal of Banking and Financial Economics*, 1(7), 28–50.
21. Besley, T., & Persson, T. (2013). *Taxation and development*. In A. J. Auerbach, R. Chetty, M. Feldstein, & E. Saez (Eds.), *Handbook of public economics* (Vol. 5, pp. 51–110). Amsterdam: Elsevier.
22. Bhimjee, D. C. P. (2023). *The euro area sovereign debt crisis and the sovereign debt Laffer curve: A historic assessment for 1999–2014*. *Humanities and Social Sciences Communications*, 10, Article 189.
23. Blanchard, O. (2019). *Public debt and low interest rates*. (Working Paper No. 19-4). Peterson Institute for International Economics.
24. Blanchard, O., & Leigh, D. (2013). *Growth forecast errors and fiscal multipliers* (IMF Working Paper No. 13/1). International Monetary Fund.

25. Blinder, A. S. (2004). *The case against the case against discretionary fiscal policy* (CEPS Working Paper No. 100). Princeton University, Center for Economic Policy Studies.
26. Blinder, A. S., & Rudd, J. B. (2013). *The supply-shock explanation of the Great Stagflation revisited*. In *The Great Inflation: The Rebirth of Modern Central Banking* (pp. 119–175). University of Chicago Press.
27. Blyth, M. (2013). *Austerity: The history of a dangerous idea*. Oxford University Press.
28. Bohn, H. (1998). *The behavior of U.S. public debt and deficits*. *The Quarterly Journal of Economics*, 113(3), 949–963. <https://doi.org/10.1162/003355398555793>
29. Brender, A., & Drazen, A. (2004). *Political budget cycles in new versus established democracies*. (NBER Working Paper No. 10539). National Bureau of Economic Research. <https://doi.org/10.3386/w10539>
30. Buchanan, J. M., & Wagner, R. E. (1977). *Democracy in deficit: The political legacy of Lord Keynes*. Academic Press.
31. Buiter, W. H. (1985). *A guide to public sector debt and deficits*. (Center Discussion Paper No. 493). Yale University, Economic Growth Center.
32. Bussière, M., Schmidt, J., & Valla, N. (2016). *International financial flows in the new normal: Key patterns (and why we should care)*. CEPII Policy Brief No. 10, March 2016. Paris: Centre d'Études Prospectives et d'Informations Internationales (CEPII).
33. Cagan, P. (1956). *The Monetary Dynamics of Hyperinflation*. In M. Friedman (Ed.), *Studies in the Quantity Theory of Money* (pp. 25–117). Chicago: University of Chicago Press.
34. Catrina, I. L. (2013). *Intergenerational equity of public debt*. *European Journal of Science and Theology*, Vol. 9, (Suppl. 2), 167–174.
35. Cecchetti, S. G., Mohanty, M. S., & Zampolli, F. (2011). *The real effects of debt* (BIS Working Paper No. 352). Bank for International Settlements.
36. Checherita-Westphal, C., & Domingues Semeano, J. (2020). *Interest rate-growth differentials on government debt: An empirical investigation for the euro area*. ECB Working Paper Series No. 2486. European Central Bank.
37. Christiano, L., Eichenbaum, M., & Rebelo, S. (2010). *When is the government spending multiplier large?* Northwestern University, Department of Economics. Working Paper, December 2010.

38. Corsetti, G., Pesenti, P., & Roubini, N. (1998). *What caused the Asian currency and financial crisis?* (Temi di discussione No. 343). Rome: Banca d'Italia.
39. Croce, E., & Juan-Ramón, H. (2003). *Assessing Fiscal Sustainability: A Cross-Country Comparison*. IMF Working Paper No. 03/145.
40. Cuddington, J. T. (1986). *Capital Flight: Estimates, Issues, and Explanations*. Princeton Studies in International Finance, No. 58. Princeton University.
41. Cuevas, A. (2003). *Reforming intergovernmental fiscal relations in Argentina* (IMF Working Paper No. 03/90). Washington, DC: International Monetary Fund.
42. Dao, T. B. T., & Le, T. H. (2024). *Foreign direct investment, public debt and economic growth in developing countries*. *International Journal of Social Science and Economic Research*, 9(08), 2875–2891. <https://doi.org/10.46609/IJSSER.2024.v09i08.021>
43. Daseking, C., Ghosh, A., Lane, T., & Thomas, A. (2004). *Lessons from the crisis in Argentina* (IMF Occasional Paper No. 236). Washington, DC: International Monetary Fund.
44. Debrun, X. (2010). *Sovereign debt crisis in monetary unions: Prevention, prevention and prevention*. *Reflets et perspectives de la vie économique*, 59–69. Éditions De Boeck Supérieur. <https://doi.org/10.3917/rpve.494.0059>
45. Devlin, R. & Ffrench-Davis, R. (1995). *The Great Latin America Debt Crisis: A Decade of Asymmetric Adjustment*. *Brazilian Journal of Political Economy*, 15(3), 418–445
46. Diamond, P. A. (1965). *National debt in a neoclassical growth model*. *The American Economic Review*, 55(5), 1126–1150.
47. Dornbusch, R., & Edwards, S. (1991). The macroeconomics of populism. In R. Dornbusch & S. Edwards (Eds.), *The macroeconomics of populism in Latin America* (pp. 7–13). Chicago, IL: University of Chicago Press.
48. Dornbusch, R., Fischer, S., & Startz, R. (2011). *Macroeconomics* (11th ed.). New York, NY: McGraw-Hill.
49. Dvorsky, S., Scheiber, T., & Stix, H. (2008). *Euroization in Central, Eastern and Southeastern Europe – First Results from the New OeNB Euro Survey*. *Focus on European Economic Integration*, 1/08, 48–60. Oesterreichische Nationalbank.
50. EBRD. (2023). *Serbia country diagnostic 2023*. London: EBRD.
51. Edwards, S. (1995). *Crisis and Reform in Latin America: From Despair to Hope*. Oxford University Press.

52. Eichengreen, B., El-Ganainy, A., Esteves, R. P., & Mitchener, K. J. (2021). *In defense of public debt*. Oxford University Press.
53. Eichengreen, B., Hausmann, R., & Panizza, U. (2007). *Currency mismatches, debt intolerance, and the original sin: Why they are not the same and why it matters*. In S. Edwards (Ed.), *Capital Controls and Capital Flows in Emerging Economies: Policies, Practices and Consequences* (pp. 121–170). Chicago: University of Chicago Press.
54. Elmendorf, D. W., & Mankiw, N. G. (1999). *Government debt*. In J. B. Taylor & M. Woodford (Eds.), *Handbook of macroeconomics* (Vol. 1, Part 3, pp. 1615–1669). Elsevier.
55. Escolano, J. (2010). *A practical guide to public debt dynamics, fiscal sustainability, and cyclical adjustment of budgetary aggregates*. (IMF Technical Notes and Manuals No. 10/02). International Monetary Fund.
56. Essers, D. (2013). *Developing country vulnerability in light of the global financial crisis: Shock therapy?* *Review of Development Finance*, 3(2), 61–83. <https://doi.org/10.1016/j.rdf.2013.02.001>
57. European Central Bank (ECB). (2018). *Real convergence in central, eastern and south-eastern Europe*. *ECB Economic Bulletin*, Issue 3. Frankfurt am Main: European Central Bank.
58. European Central Bank. (2010). *Euro area fiscal policies and the crisis* (ECB Occasional Paper Series No. 109). Frankfurt am Main: European Central Bank.
59. European Central Bank. (2004). *Official dollarisation/euroisation: motives, features and policy implications of current cases*. ECB Occasional Paper No. 11.
60. European Central Bank. (2013). *Growth effects of high government debt*. *ECB Monthly Bulletin*, March 2013, 82–84. Frankfurt am Main: European Central Bank.
61. European Central Bank. (2017). *The international role of the euro – July 2017*. Frankfurt am Main: European Central Bank.
62. European Central Bank. (2020). *Economic consequences of high public debt: Evidence from three large-scale DSGE models* (ECB Working Paper No. 2450). Frankfurt am Main: European Central Bank.
63. European Central Bank. (2020). *Interest rate–growth differentials on government debt: A driver of fiscal vulnerabilities?* (ECB Working Paper No. 2486). Frankfurt am Main: European Central Bank.

64. European Commission. (2019). *Vade Mecum on the Stability and Growth Pact* (2019 edition, Institutional Paper No. 101). Luxembourg: Publications Office of the European Union.
65. European Commission. (2020). *Debt Sustainability Monitor 2019 (Institutional Paper 120)*. Brussels: Directorate-General for Economic and Financial Affairs.
66. Feld, L. P., & Voigt, S. (2003). *Economic growth and judicial independence: Cross-country evidence using a new set of indicators*. *European Journal of Political Economy*, 19(3), 497–527.
67. Field, A. (2005). *Discovering statistics using SPSS*. London: Sage Publications Ltd.
68. Financial Stability Board (FSB). (2022). *US Dollar Funding and Emerging Market Economy Vulnerabilities*. Basel: FSB.
69. Finley, M. I. (1973). *The Ancient Economy*. Berkeley & Los Angeles: University of California Press.
70. Fisher, I. (1930). *The theory of interest: As determined by impatience to spend income and opportunity to invest it*. New York: The Macmillan Company.
71. Fukunaga, I., Komatsuzaki, T., & Matsuoka, H. (2021). *Inflation and public debt reversals in advanced economies*. *Contemporary Economic Policy*, 40(1), 124–137. <https://doi.org/10.1111/coep.12537>
72. Gavin, M., Hausmann, R., Perotti, R., & Talvi, E. (1996). *Managing fiscal policy in Latin America and the Caribbean: Volatility, procyclicality, and limited creditworthiness* (IDB Working Paper No. 326). Inter-American Development Bank.
73. Geng, N., Scutaru, T., & Wiegand, J. (2018). *Carry Trade vs. Deposit-Driven Euroization* (IMF Working Paper No. 18/58). International Monetary Fund.
74. Gockov, G., & Makreshanska Mladenovska, S. (2019). *Factors driving the public debt dynamics: The case of Republic of Macedonia*. *Journal of Contemporary Economic and Business Issues*, 6(2), 63–79. Ss. Cyril and Methodius University in Skopje, Faculty of Economics.
75. Goldstein, M., & Turner, P. (2004). *Controlling Currency Mismatches in Emerging Markets*. Washington, DC: Peterson Institute for International Economics.
76. Greene, W. H. (2012). *Econometric Analysis* (7th ed.). Pearson Education.
77. Gujarati, D. N., & Porter, D. C. (2009). *Basic Econometrics* (5th ed.). New York: McGraw-Hill/Irwin
78. Hamilton, J. D. (1983). *Oil and the macroeconomy since World War II*. *Journal of Political Economy*, 91(2), 228–248. <https://doi.org/10.1086/261140>

79. Hanke, S. H., & Kwok, A. K. F. (2009). *On the Measurement of Zimbabwe's Hyperinflation*. *Cato Journal*, 29(2), 353–364.
80. Heise, A. (2022). *Fiscal policy after the crisis: What role for fiscal policy in times of crisis, low interest rates and high public debts?* ZÖSS Discussion Paper No. 92, University of Hamburg, Centre for Economic and Sociological Studies (CESS/ZÖSS).
81. Hinkle, D. E., Wiersma, W., & Jurs, S. G. (2003). *Applied Statistics for the Behavioral Sciences* (5th ed.). Boston, MA: Houghton Mifflin.
82. Holzner, M. (2022). *Public Debt in Central, East, and Southeast Europe*. CESifo Forum, 23(1), 35–39. Munich: ifo Institut – Leibniz Institute for Economic Research at the University of Munich.
83. IMF (2024), *World Economic Outlook Database – DataMapper*, dostupno na: <https://www.imf.org/external/datamapper/NGDPD@WEO/OEMDC/ADVEC/WEO/WORLD/SRB/MNE/MKD/BIH/ALB/HRV/BGR/ROU>
84. Independent Evaluation Office of the IMF (2016). *The IMF and the Crises in Greece, Ireland, and Portugal*. Washington, D.C.: International Monetary Fund.
85. International Monetary Fund (IMF). (2003). *Public Debt in Emerging Markets: Is It Too High?* *World Economic Outlook*, Chapter 3. Washington, D.C.: International Monetary Fund.
86. International Monetary Fund (IMF). (2012). *Fiscal Monitor: Taking Stock. A Progress Report on Fiscal Adjustment* (October 2012). Washington, D.C.: IMF.
87. International Monetary Fund (IMF). (2012). *World Economic Outlook: Coping with High Debt and Sluggish Growth* (October 2012). Washington, D.C.: IMF.
88. International Monetary Fund (IMF). (2024). *2024 Global Debt Monitor*. Fiscal Affairs Department, International Monetary Fund, Washington, DC.
89. International Monetary Fund (IMF). (2024). *Republic of Bulgaria: 2024 Article IV Consultation – Press Release; Staff Report; and Statement by the Executive Director for Bulgaria* (IMF Country Report No. 24/145). Washington, D.C.: International Monetary Fund.
90. International Monetary Fund (IMF). (2024). *Republic of Croatia: 2024 Article IV Consultation—Press Release; and Staff Report* (IMF Country Report No. 24/246). Washington, D.C.: International Monetary Fund.
91. International Monetary Fund. (1984). *Annual report of the Executive Board for the financial year ended April 30, 1984*. Washington, D.C.: International Monetary Fund.

92. International Monetary Fund. (2001). *Financial organization and operations of the IMF* (Pamphlet Series No. 45, Revised 2001). Washington, DC: International Monetary Fund.
93. International Monetary Fund. (2002). *Sovereign debt restructurings and the domestic economy: Experience in four recent cases*. Washington, DC: International Monetary Fund.
94. International Monetary Fund. (2002). *Sovereign debt restructuring mechanism – Further considerations*. Washington, DC: International Monetary Fund.
95. International Monetary Fund. (2004). *IMF Financial Assistance*. In *Annual Report 2004: Making the Global Economy Work for All* (Appendix IV). Washington, D.C.: International Monetary Fund.
96. International Monetary Fund. (2009). *World Economic Outlook: Crisis and Recovery*. Washington, DC: International Monetary Fund.
97. International Monetary Fund. (2010, April 7). *Public information notice: IMF Executive Board concludes 2010 Article IV consultation with Serbia* (PIN No. 10/47).
98. International Monetary Fund. (2011). *Modernizing the framework for fiscal policy and public debt sustainability analysis*. Washington, DC: IMF.
99. International Monetary Fund. (2012). *2012 Spillover Report – Background Papers*. Washington, D.C.: International Monetary Fund.
100. International Monetary Fund. (2013). *Staff guidance note for public debt sustainability analysis in market-access countries* (IMF Policy Paper, May 9, 2013).
101. International Monetary Fund. (2014). *Government finance statistics manual 2014*. Washington, DC: International Monetary Fund.
102. International Monetary Fund. (2015). *Crisis Program Review*. Washington, D.C.: International Monetary Fund.
103. International Monetary Fund. (2015). *Fiscal Monitor: Now Is the Time—Fiscal Policies for Sustainable Growth*. Washington, D.C.: International Monetary Fund.
104. International Monetary Fund. (2015). *Regional economic issues: Central, Eastern, and Southeastern Europe – Reconciling fiscal consolidation and growth*. Washington, DC: IMF.
105. International Monetary Fund. (2016). *Montenegro: Selected Issues* (IMF Country Report No. 16/80). Washington, D.C.: International Monetary Fund.

106. International Monetary Fund. (2017). *Banking challenges in the Western Balkans: The role of nonperforming loans and financing constraints*. Washington, DC: International Monetary Fund.
107. International Monetary Fund. (2018). *Fiscal Transparency Handbook*. Washington, DC: IMF.
108. International Monetary Fund. (2018). *Republic of Serbia: First Review under the Policy Coordination Instrument—Press Release; and Staff Report* (IMF Country Report No. 18/375). Washington, D.C.: International Monetary Fund.
109. International Monetary Fund. (2021). *Review of the debt sustainability framework for market access countries* (IMF Policy Paper). Washington, DC: International Monetary Fund.
110. International Monetary Fund. (2023). *Bosnia and Herzegovina: 2023 Article IV Consultation – Press Release; Staff Report; and Statement by the Executive Director for Bosnia and Herzegovina* (IMF Country Report No. 23/156). Washington, D.C.: International Monetary Fund.
111. International Monetary Fund. (2023). *Republic of Serbia: 2023 Article IV Consultation, First Review Under the Stand-By Arrangement, and Request for Modification of Performance Criteria—Press Release; Staff Report; and Statement by the Executive Director for Republic of Serbia* (IMF Country Report No. 23/243). Washington, D.C.: International Monetary Fund.
112. International Monetary Fund. (2023). *Romania: 2023 Article IV Consultation—Press Release; and Staff Report* (IMF Country Report No. 23/395). Washington, D.C.: International Monetary Fund.
113. International Monetary Fund. (2025, January 24). *Albania: 2024 Article IV Consultation – Staff Report; Press Release; and Statement by the Executive Director for Albania* (IMF Country Report No. 2025/020). Washington, D.C.: International Monetary Fund.
114. Jiménez Sotelo, R. (2023). *The influence of domestic public debt market in the financial development: evidence of 52 countries in 1990–2020*. *El Trimestre Económico*, 90 (359), 773–804.
115. Kaminsky, G. L., & Reinhart, C. M. (1999). *The Twin Crises: The Causes of Banking and Balance-of-Payments Problems*. *American Economic Review*, 89(3), 473–500.

116. Keynes, J. M. (1936). *The general theory of employment, interest and money*. London: Macmillan.
117. Koczan, Z. (2015). *Fiscal Deficit and Public Debt in the Western Balkans: 15 Years of Economic Transition*. IMF Working Paper No. 15/172. Washington, D.C.: International Monetary Fund.
118. Kopits, G., & Craig, J. (1998). *Transparency in Government Operations*. IMF Occasional Paper No. 158. Washington, D.C.: International Monetary Fund.
119. Krugman, P. (1998). *What happened to Asia?* Manuskript, Massachusetts Institute of Technology.
120. Krugman, P. (2012). *End this depression now!* W. W. Norton & Company.
121. Lane, P. R. (2012). *The European sovereign debt crisis*. *Journal of Economic Perspectives*, 26 (3), 49–68. <https://doi.org/10.1257/jep.26.3.49>
122. Lane, P. R., & Milesi-Ferretti, G. M. (2006). *The external wealth of nations mark II: Revised and extended estimates of foreign assets and liabilities, 1970–2004* (IMF Working Paper No. WP/06/69). International Monetary Fund.
123. Levine, R. (1997). *Financial development and economic growth: Views and agenda*. *Journal of Economic Literature*, 35(2), 688–726.
124. Lotz, J. R., & Morris, E. R. (1967). Measuring “tax effort” in developing countries. *IMF Staff Papers*, 14(3), 478–499.
125. Mauro, P., Romeu, R., Binder, A., & Zaman, A. (2013). *A modern history of fiscal prudence and profligacy*. (IMF Working Paper No. 13/5). International Monetary Fund.
126. Mendoza, E. G., & Oviedo, P. M. (2004). *Fiscal solvency and macroeconomic uncertainty in emerging markets: The tale of the tormented insurer*. University of Maryland and Iowa State University.
127. Ministry of Finance of the Republic of North Macedonia. (2021). *2020 Annual Report on Public Debt Management of the Republic of North Macedonia*. Skopje: Ministry of Finance of the Republic of North Macedonia.
128. Ministry of Finance, Hellenic Republic. (2010). *The Economic Adjustment Programme for Greece*. Report submitted in accordance with Council Decision 2010/320/EU. Athens: Government of Greece.
129. Musgrave, R. A., & Musgrave, P. B. (1989). *Public finance in theory and practice* (5th ed.). McGraw-Hill.

130. OECD. (2002). *Best practices for budget transparency*. In OECD Journal on Budgeting, Paris: OECD Publishing.
131. OECD. (2022). *Impacts of the Russian invasion of Ukraine on financial market conditions and resilience*. Paris: OECD Publishing
132. OECD. (2022). *Revenue statistics 2022: The impact of COVID-19 on OECD tax revenues, 1965–2021*. OECD Publishing.
133. Ott, K. (2003). *Croatian accession to the European Union: Economic and legal challenges*. In K. Ott (Ed.), *Croatian accession to the European Union: Economic and legal challenges* (pp. 1–24). Zagreb: Institute of Public Finance & Friedrich Ebert Stiftung.
134. Otieno, B. A. (2024). *Public debt, investment and economic growth dynamics: Do geographical proximity and spatial spillover effects matter?* *Regional Science Policy & Practice*, 16(6), 100059. <https://doi.org/10.1016/j.rspp.2024.100059>
135. Ouhibi, S., Zouidi, N., & Hammami, S. (2017). *The nexus between foreign direct investment, economic growth and public debt in the southern Mediterranean countries: Evidence from dynamic simultaneous-equation models*. *Journal of Economics and Economic Education Research*, 18(1), 107–120.
136. Panizza, U., & Presbitero, A. F. (2014). *Public debt and economic growth: Is there a causal effect?*. *Journal of Macroeconomics*, (Vol. 41), 21–41. <https://doi.org/10.1016/j.jmacro.2014.03.009>
137. Panizza, U., Sturzenegger, F., & Zettelmeyer, J. (2009). *The economics and law of sovereign debt and default*. *Journal of Economic Literature*, 47(3), 651–698. <https://doi.org/10.1257/jel.47.3.651>
138. Penev, S., & Rojec, M. (2004). *Foreign direct investment and the investment climate in South-East Europe*. *Economic Annals*, 49(163), 71–92. Economics Institute Belgrade & University of Ljubljana.
139. Radelet, S., & Sachs, J. D. (1998). *The East Asian financial crisis: Diagnosis, remedies, prospects*. *Brookings Papers on Economic Activity*, 1998(1), 1–90.
140. Reinhart, C. M., & Rogoff, K. S. (2009). *This time is different: Eight centuries of financial folly*. Princeton University Press. <https://doi.org/10.2307/j.ctvcvcm4gqx>
141. Reinhart, C. M., & Rogoff, K. S. (2010). *Growth in a time of debt*. *American Economic Review: Papers & Proceedings*, 100(2), 573–578. <https://doi.org/10.1257/aer.100.2.573>

142. Reis, R. (2022). *Debt revenue and the sustainability of public debt*. *Journal of Economic Perspectives*, 36(4), 103–124.
143. Rodrik, D., (1998). *Why Do More Open Economies Have Bigger Governments?* *Journal of Political Economy*, University of Chicago Press, vol. 106(5), pages 997-1032, October.
144. Sachs, J. D. (1989). *Developing country debt and the world economy*. Introduction. In J. D. Sachs (Ed.), (pp. 1–34). University of Chicago Press.
145. Sargent, T. J., & Wallace, N. (1981). *Some unpleasant monetarist arithmetic*. *Federal Reserve Bank of Minneapolis Quarterly Review*, 5(3), 1–17.
146. Savelin, L., & Polgar, K. (2017). *Unofficial euroisation in CESEE countries*. In *The international role of the euro – July 2017* (pp. 45–49). Frankfurt am Main: European Central Bank.
147. Shiller, R. J. (2008). *The Subprime Solution: How Today's Global Financial Crisis Happened, and What to Do About It*. Princeton University Press.
148. Sinn, H.-W. (2000). *Why a funded pension system is useful and why it is not useful*. *International Tax and Public Finance*, 7, 389–410.
149. Stiglitz, J. E. (2002). *Globalization and its discontents*. New York: W. W. Norton & Company.
150. Stiglitz, J. E. (2010). *Lessons from the global financial crisis of 2008*. Revised lecture presented at Seoul National University, October 27, 2009. New York, NY: Initiative for Policy Dialogue.
151. Stix, H. (2012). *Why Do People Save in Cash? Distrust, Memories of Banking Crises, Weak Institutions and Dollarization*. Working Paper No. 178. Oesterreichische Nationalbank (OeNB), Vienna.
152. Van Robays, I. (2012). *Macroeconomic uncertainty and the impact of oil shocks* (ECB Working Paper No. 1479). European Central Bank.
153. von Hagen, J., & Harden, I. J. (2019). *Budget processes and commitment to fiscal discipline*. *Credit and Capital Markets*, 52(4), 527–536.
154. Woo, J. (2001). *Economic, political, and institutional determinants of public deficits*. Economics Department Working Paper, OECD, Paris.
155. Wooldridge, J. M. (2002). *Econometric Analysis of Cross Section and Panel Data*. Cambridge, MA: MIT Press.
156. World Bank. (2016). *Financial sector outlook: Financial systems in the Western Balkans – present and future*. Washington, DC: World Bank.

157. World Bank. (2022). *Western Balkans regular economic report, No. 22: Spring 2022 – Resilient growth amid structural weaknesses*. Washington, DC: World Bank.
158. Ђуровић-Тодоровић, Ј., & Ђорђевић, М. (2010). *Јавне финансије* (Прво издање). Економски факултет у Нишу.
159. Котлица, С., & Буковић, Р. (2021). *Државни дуг (јавни дуг)*. *Српска енциклопедија* (књ. III). Нови Сад: Матица српска, Српска академија наука и уметности и Завод за уџбенике.
160. Миљковић, Д. (2008). *Међународне финансије* (Друго издање). Центар за издавачку делатност Економског факултета у Београду

Интернет странице

161. European Commission. (2025). https://commission.europa.eu/index_en Приступљено 29.01.2025.
162. European Commission. (2025). https://economy-finance.ec.europa.eu/eu-financial-assistance/macro-financial-assistance-mfa_en Приступљено 25.01.2025.
163. Eurostat. (2024). https://ec.europa.eu/eurostat/cache/metadata/fr/sdg_17_40_esmsip2.htm Приступљено: 09.12.2024.
164. Eurostat. (2025). https://ec.europa.eu/eurostat/statistics-explained/index.php?title=Glossary:Gross_earnings Приступљено 27.03.2025.
165. Federal Reserve Bank of St. Louis (2024). <https://fredblog.stlouisfed.org/2017/05/are-you-open/> Приступљено 31.10.2024.
166. International Monetary Fund (2025). <https://www.imf.org/en/Topics/sovereign-debt> Приступљено 20.01.2025.
167. International Monetary Fund. (2024). https://www.imf.org/external/datamapper/GGXWDG_NGDP@WEO/OEMDC/ADV_EC/WEOWORLD/GRC/ESP/ITA/PRT/IRL Приступљено 20.12.2024.
168. International Monetary Fund. (2025). [https://data.imf.org/en/Data-Explorer?datasetUrn=IMF.STA:ER\(4.0.1\)](https://data.imf.org/en/Data-Explorer?datasetUrn=IMF.STA:ER(4.0.1)) Приступљено: 19.01.2025.
169. International Monetary Fund. (2025). <https://www.imf.org/en/About/Factsheets/IMF-Lending> Приступљено 25.01.2025.
170. International Monetary Fund. (2025). https://www.imf.org/external/datamapper/GGXWDG_NGDP@WEO/OEMDC/ADV_EC Приступљено 31.01.2025.

171. International Monetary Fund. (2025).
<https://www.imf.org/external/datamapper/NGDPD@WEO/OEMDC/ADVEC/WEO/WORLD/SRB/MNE/MKD/BIH/ALB/HRV/BGR/ROU>; Приступљено 06.02.2025.
172. International Monetary Fund. (2025).
https://www.imf.org/external/datamapper/GGXWDG_NGDP@WEO/SRB/MNE/MKD/BIH/ALB/HRV/BGR/ROU Приступљено 06.02.2025.
173. International Monetary Fund. (2025).
<https://www.imf.org/external/datamapper/NGDPD@WEO/SRB/ALB/BIH/BGR/HRV/MNE/MKD/ROU> Приступљено: 25.02.2025.
174. International Monetary Fund. (2025).
https://www.imf.org/external/datamapper/NGDP_RPC@WEO/SRB/MNE/MKD/BIH/ALB/HRV/BGR/ROU Приступљено: 27.03.2025.
175. International Monetary Fund. (2025).
https://www.imf.org/external/datamapper/GGXONLB_G01_GDP_PT@FM/SRB/MNE/MKD/BIH/ALB/HRV/BGR/ROU Приступљено 01.04.2025.
176. International Monetary Fund. (2025).
<https://www.imf.org/external/datamapper/PCPIPCH@WEO/SRB/MNE/MKD/BIH/ALB/HRV/BGR/ROU> Приступљено 01.04.2025.
177. International Monetary Fund. (2025).
https://www.imf.org/external/datamapper/GGXCNL_G01_GDP_PT@FM/SRB/MNE/MKD/BIH/ALB/HRV/BGR/ROU Приступљено 28.03.2025.
178. Lozano Guerrero, S., Metzler, J., & Scopelliti, A. D. (2020).
https://www.ecb.europa.eu/press/financial-stability-publications/fsr/focus/2020/html/ecb.fsrbox202011_04~f83a448770.en.html
Приступљено 21.12.2024.
179. OECD. (2024). <https://www.oecd.org/south-east-europe/> Приступљено: 25.10.2024
180. UNECE. (2025).
https://w3.unece.org/PXWeb2015/pxweb/en/STAT/STAT__20-ME__3-MELF/60_en_MECCWagesY_r.px/ Приступљено 27.03.2025.
181. World Bank. (2024).
<https://databank.worldbank.org/metadataglossary/international-debt-statistics/series>
Приступљено 08.12.2024.

182. World Bank. (2025). <https://data.worldbank.org/indicator/NE.IMP.GNFS.ZS>
Приступљено 27.03.2025.
183. World Bank. (2025). <https://data.worldbank.org/indicator/NE.EXP.GNFS.ZS>
Приступљено 27.03.2025.
184. World Bank. (2025).
<https://data.worldbank.org/indicator/BX.KLT.DINV.WD.GD.ZS>
185. World Bank. (2025). <https://www.worldbank.org/en/country/albania/overview>
Приступљено 30.03.2025.
186. World Bank. (2025).
<https://www.worldbank.org/en/country/bosniaandherzegovina/overview>
Приступљено 30.03.2025.
187. World Bank. (2025).
<https://www.worldbank.org/en/country/montenegro/overview> Приступљено
30.03.2025.
188. World Bank. (2025).
<https://www.worldbank.org/en/country/northmacedonia/overview> Приступљено
30.03.2025.
189. World Bank. (2025).
<https://www.worldbank.org/en/country/romania/overview> Приступљено: 30.03.2025.
190. World Bank. (2025). <https://www.worldbank.org/en/country/serbia/overview>
Приступљено 30.03.2025.
191. World Bank. (2025). <https://www.worldbank.org/en/what-we-do/products-and-services> Приступљено 25.01.2025.
192. НБС. (2025). https://www.nbs.rs/sr_RS/drugi-nivo-navigacije/statistika/platni_bilans/; Приступљено: 19.01.2025.

БИОГРАФИЈА АУТОРА

Милош Голубовић рођен је 16.07.1990. године у Лесковцу. Завршио је економску школу „Ђука Динић“ у Лесковцу, смер финансијски техничар. Школске 2009/2010 године је уписао Економски факултет у Нишу, смер Финансије, осигурање и банкарство, где је све испите положио са просечном оценом 9,19 и дипломирао 2013. године на тему „Систем контроле државне помоћи у функцији заштите конкуренције у Републици Србији“, са оценом 10.

Мастер студије уписао је школске 2013/2014 године на Економском факултету у Нишу, на програму Економија, модул Финансије, банкарство и осигурање, које је завршио са просечном оценом 10,00, а мастер рад на тему „Јавни дуг земаља БРИКС заједнице“ одбранио је 2015. године под менторством Проф. др Марине Ђорђевић са оценом 10,00.

Докторске студије на Економском факултету у Нишу, студијски програм Економија, модул Финансије и банкарство, уписује 2015. године на коме је предмете предвиђене наставним планом и програмом положио просечном оценом 9,55.

Милош Голубовић добија звање истраживач приправник на Универзитету у Нишу, а свој радни однос у Иновационом центру Универзитета у Нишу започиње 11. јула 2018. године. Септембра месеца 2025. године добија звање истраживач сарадник.

Аутор је више научних радова из наведене области. Поседује неопходне информатичке вештине за коришћење програма из пакета MsOffice, SQL, Corel Draw и Интернет сервиса. Добро познаје енглески и немачки језик.

Живи у Лесковцу и отац је једног детета.



Универзитет у Нишу
Економски факултет

ИЗЈАВА О АУТОРСТВУ

Изјављујем да је докторска дисертација, под насловом „Емпиријска опсервација детерминанти јавног дуга у земљама Југоисточне Европе“, која је одбрањена на Економском факултету Универзитета у Нишу

- резултат сопственог истраживачког рада;
- да ову дисертацију, ни у целини, нити у деловима, нисам пријављивао/ла на другим факултетима, нити универзитетима;
- да нисам повредио/ла ауторска права, нити злоупотребио/ла интелектуалну својину других лица.

Дозвољавам да се објаве моји лични подаци, који су у вези са ауторством и добијањем академског звања доктора наука, као што су име и презиме, година и место рођења и датум одбране рада, и то у каталогу Библиотеке, Дигиталном репозиторијуму Универзитета у Нишу, као и у публикацијама Универзитета у Нишу.

У Нишу, _____ .

Аутор дисертације: Милош Голубовић

Потпис аутора дисертације _____



Универзитет у Нишу
Економски факултет

**ИЗЈАВА О ИСТОВЕТНОСТИ ШТАМПАНОГ И ЕЛЕКТРОНСКОГ
ОБЛИКА ДОКТОРСКЕ ДИСЕРТАЦИЈЕ**

Име и презиме аутора: Милош Голубовић

Наслов дисертације: Емпиријска опсервација детерминанти јавног дуга у земљама Југоисточне Европе

Ментор: Др Марина Ђорђевић, редовни професор, Универзитет у Нишу, Економски факултет

Изјављујем да је штампани облик моје докторске дисертације истоветан електронском облику, који сам предао/ла за уношење у Дигитални репозиторијум Универзитета у Нишу.

У Нишу, _____

Потпис аутора дисертације: _____



Универзитет у Нишу
Економски факултет

ИЗЈАВА О КОРИШЋЕЊУ

Овлашћујем Универзитетску библиотеку „Никола Тесла“ да, у Дигитални репозиторијум Универзитета у Нишу, унесе моју докторску дисертацију, под насловом: **„Емпиријска опсервација детерминанти јавног дуга у земљама Југоисточне Европе“**.

Дисертацију са свим прилозима предао/ла сам у електронском облику, погодном за трајно архивирање.

Моју докторску дисертацију, унету у Дигитални репозиторијум Универзитета у Нишу, могу користити сви који поштују одредбе садржане у одабраном типу лиценце Креативне заједнице (CreativeCommons), за коју сам се одлучио/ла.

1. Ауторство (CC BY)

2. Ауторство – некомерцијално (CC BY-NC)

3. Ауторство – некомерцијално – без прераде (CC BY-NC-ND)

4. Ауторство – некомерцијално – делити под истим условима (CC BY-NC-SA)

5. Ауторство – без прераде (CC BY-ND)

6. Ауторство – делити под истим условима (CC BY-SA)

У Нишу, _____

Аутор дисертације: Милош Голубовић

Потпис аутора дисертације: _____