

KOMPARATIVNA ANALIZA SPOLJNOG DUGA U ZEMLJAMA ZAPADNOG BALKANA

Mehdija Ćosović¹, Mehmed Murić², Faruk Gudžević³

Sažetak: *Zemlje Zapadnog Balkana, čije se povećanje zaduženosti javlja kao normalna pojava njihovog višegodišnjeg privrednog razvoja, nalaze se u realnoj opasnosti od nastanka dužničke krize. Dosadašnja politika zaduživanja se nastavlja sa sve većim ulaganjem u neproizvodnu potrošnju, što zahteva ponovno zaduživanje. Pokazivanje trenda zaduženosti, analiza i komparacija spoljnog duga ovih zemalja pokazuje relevantne smernice u izboru adekvatne ekonomske politike čime bi se podigla konkurentnost ovog dela Balkana. Takođe će se komparativnom analizom stanja zaduženosti posebno oceniti stanje zaduženosti Srbije, struktura i kretanje spoljnog duga prema međunarodnim finansijskim institucijama. U radu će se komparacija sprovesti pomoću standardnih pokazatelja zaduženosti međunarodnih finansijskih institucija.*

Ključne reči: *spoljni dug, dužnička kriza, konkurentnost.*

JEL klasifikacija: F34

UVOD

U poslednje dve decenije zemlje Zapadnog Balkana prelaze tranzicioni period koji se prvenstveno ostvarivao aktivnom razvojnom politikom zasnovanoj na potrošnji. Koncept razvoja preko potrošnje koja je bila nešto obimnija od proizvodnje dovodi do stvaranja finansijskog jaza koji se morao popuniti zaduživanjem. Njihov stepen zaduživanja praćen je uporedo sa vrstom ekonomske politike, kako bi se na što moguće brži način ostvario pozitivan privredni ambijent koji je započeo finansiranjem tražnje. Finansiranje tražnje se je trebalo da izazove povećani stepen proizvodnje, ali već duži niz godina tranzicionog i kasnog tranzicionog perioda, Balkanske Ze-

1 Ekonomsko-trgovinska škola, 28. Novembar, 163., Novi Pazar, mcosovic@gmail.com

2 Societe Generale Banka Srbija a.d., Bulevar Zorana Đinđića 50A/B, Beograd, mesamuric@gmail.com

3 Gradska uprava, Stevana Nemanje 2., Novi Pazar, fgudzevic@gmail.com

mlje karakteriše sličnu proporcionalnost potrošnje u odnosu na proizvodnju. Ovakva ekonomska politika dovodi do povećanog uvoza u odnosu na izvoz, visokg stepena inflacije, neravnotežu u tekućem platnom bilansu i problemima servisiranja zaduženosti. Iz ovih razloga je od ključnog značaja za ove zemlje kako pristupati stranom kapitalu, i kako usmeravati kapital u produktivne svrhe, odnosno investiranje u izgradnju infrastrukture, uvoz nove tehnologije i razvoj relevantnih institucija i njihove efikasnosti. Činjenica je da sve zemlje u tranziciji pa i balkanske imaju konstantni rast spoljne zaduženosti bez ikakvih naznaka da će stanje promeniti.

Zemlje Zapadnog Balkana, sa ulaskom u zoni visoke zaduženosti, sve se više suočavaju sa problemima otplate duga dovodeći do smanjenja privrednog razvoja, odnosno niske stope rasta BDP-a. Problem servisiranja duga sve se više dovodi u pitanje i zbog smanjene globalne privredne aktivnosti, čime je smanjen izvoz kako razvijenih tako i onih zemalja u tranziciji. Jedan od osnovinih realanih izvora, pored stranih direktnih investicija i portfolio investicija za finansiranje zaduženosti jeste visoka stopa izvoza. Ove zemlje pored svojih slabih privrednih sistema, i sa nedovoljno iskustva u funkcionisanju savremenog svetskog tržišta suočavaju se sa problemima niskog izvoza generišući zaduživanje.

Ovako ubrzani rast zaduživanja i pre svega neadekvatno kanalisanje investicija, u javnoj i ličnoj potrošnji, dovodi do porasta cena novog zaduživanja, čime se samo nastavlja jedan začarani krug gde se svako naredno zaduživanje nejčešće odnosi na finansiranje deficita i dospelih otplata.

Pri analizi zaduženosti biće korišćeni podaci međunarodnih finansijskih institucija kroz upotrebu relevantnih pokazatelja zaduženosti. Analizom pokazatelja izvršiće se komparacija spoljnog duga, izneće se odgovor u kojoj meri su ove zemlje zadužene i da li je postojeća dinamika zaduživanja dugoročno održiva.

ZADUŽENOST ZEMALJA ZAPADNOG BALKANA

Zaduženost predstavlja jedno od temeljnih makroekonomskih pitanja za odluke koje se odnose na dugoročnu održivost razvoja svake zemlje. Zemlje Zapadnog Balkana, posle raspada socijalističkog sistema, usmerile se prema tržišnim ekonomijama. Tako pri kraju prošlog veka liberalizaciom finansijskog tržišta i većom dostupnošću stranog kapitala došlo je do sve većega zaduživanja države. Takođe, sa početkom ovog veka skoro sve tranzicione zemlje beleže konstantni rast spoljnog duga. Razloga za to ima više: Pre svega, zbog niske kapitalne opremljenosti, niska je produktivnost rada u tim zemljama. Uz to, zbog rasta lične potrošne, investicione potrošnje i domaće proizvodnje, raste

granična sklonost ka uvozu [Petar Veselinović, 2009., str. 183]. Dodatni problem je što ove zemlje nemaju rastuće izvozne sektore koji bi pokrili državnu i ličnu potrošnju.

Ipak, visok stepen zaduženosti se može posmatrati kroz endogene i egzogene faktore [prema: Stjepan Zdunić, 2003]. Endogeni faktori, pored već pomenute prekomerne potrošnje uključuju, visok nivo uvoza roba i usluga, zastarelu tehnologiju, neuključenost ovih ovih zemalja u evropski sistem kumulacije. Dok su najvažniji egzogeni faktori razlika u referentnim kamatnim stopama i precenjenost domaće valute.

Iz navedenog racionalno je izvršiti komparaciju zaduženosti zemlja Zapadnog Balkana i na taj način dati sveukupan prikaz stanja zaduženosti, mogućnosti pojave dužničke krize i opšte smernice za vođenje ispravne makroekonomske politike.

Ukupni spoljni dug i dug po glavi stanovnika

U ovom delu biće prikazan ukupni dug zemalja Zapadnog Balkana u milionima USD čiji se podaci nalaze u tabela br. 1. U analizi će se obuhvatiti pet zemalja: Bosna i Hercegovina, Hrvatska, Crna Gora, Srbija i Slovenija. Slovenija je uneta u polje istraživanja, iz razloga iste polazne osnove razvoja zemalja Zapadnog Balkana, ali je jedina članica EU, što može istraživanje učiniti zanimljivijim, iz razloga usmerenosti ovih zemalje prema Evropskim integracijama.

Analizirajući apsolutnu količinu duga, najveći dug je zabeležen je u Hrvatskoj (64.750 mil. USD krajem 2009.), dok je sličan i najveći iznos zabeležen u Hrvatskoj i Srbiji (10.861 mil. USD za Hrvatsku 2000., i 10.461 mil. za Srbiju 2000.). Takođe je u poslenje prikazanoj godini najveći iznos u Hrvatskoj (61.632 mil. USD krajem 2010.) zatim Sloveniji (54.647 mil. USD krajem 2010. godine). Najniži iznos spoljnog duga u 2000. godini zabeležen je kod Bosne i Hercegovine u iznosu od 1.910 mil. USD i kod Crne Gore od 4.004 mil.USD.

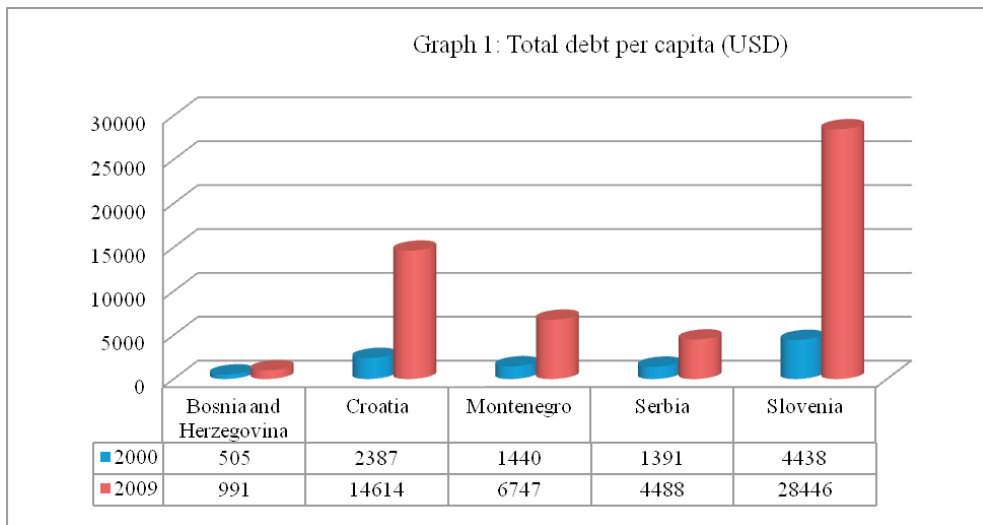
Table: 1. Gross External Debt (Millions of USD)

Country	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Bosnia and Herzegovina	1910	2022	2064	2522	2757	2630	2750	2953	2953	3907	..
Croatia	10861	12009	15326	24345	31237	30375	38533	48929	55985	64750	61632
Montenegro	..	..	..	..	896	945	1241	3296	3121	4261	4004
Serbia	10461	11252	10965	13339	13883	15489	19667	24971	28362	32863	31446
Slovenia	8828	9179	11932	16703	20899	24193	31653	51203	54601	58022	54647

Source: United Nation Economic Commission for Europe, available at: <http://w3.unece.org/pxweb/dialog/Saveshow.asp?lang=1> (March 20, 2012)

Ukupni dug se u svim zemljama tokom posmatranog perioda od 2000 do 2010 povećavao. Najveći procenat prirasta primećen je kod Slovenije (619% od 8.828 mil. USD u 2000. do 54.647 mil. USD u 2010. godini), zatim nešto manje kod Hrvatske (567% od 10.861 mil. USD u 2000. pa do 61.631 mil. USD u 2010.) Dok je najmanja promena uočena kod Bosne i Hercegovine, sa poslednjim podacima vezanim za 2009. godinu od (205%) i Srbije od (300%) zaključno sa 2010. godinom.

Ukupni spoljni dug nam ne govori realno stanje opterećenosti privrede zaduženosti, realno je očekivati da veće zemlje imaju veći dug. Pa bi bilo realno sagledati opterećenost svakog stanovnika dugom odnosno, analizirati razliku u *prer capita* odnosu. Zaduženost po glavi stanovnika predstavlja ujedno i sliku mogućnosti otplate duga po stanovniku, u zavisnosti od demografske strukture i postignute strukturne razvijenosti zemlje.



Source: United Nation Economic Commission for Europe and its own processing, available at: <http://w3.unece.org/pwweb/dialog/Saveshow.asp?lang=1> (March 20, 2012)

Posmatrajući dug u rasponu od 2000. do 2009. godine, postoje drastične razlike među analiziranim zemljama. Tako, da najveći dug po glavi stanovnika u Sloveniji u preseku dve godine (4.438 USD u 2000., odnosno 28.446 USD u 2009. godini). Iako je Slovenija na trećem mestu, odmah posle Hrvatske po veličini ukupnog duga, ona je duplo više zadužena u odnosu na Hrvatsku koja je imala dug od (2.387 USD u 2000., odnosno 14.614 USD u 2009 godini). Na trećem mestu se nalazi Crna Gora sa dugom od 6.747 USD po glavi stanovnika. Dok su srpski stanovnici

opterećeni sa 4.488 USD u 2009. godini, državljani Bosne i Hercegovine su najmanje opterećeni sa samo 991 USD.

Ukupni dug po glavi stanovnika povećavao se u toku posmatranog perioda. Najmanji prirast u 2009. godini ostvaren je kod Bosne i Hercegovine od 196%, onda nešto veći kod Srbije od 322%. Dva najveća obima duga po glavi stanovnika ostvarena su u Hrvatskoj sa 612% i Sloveniji sa 640%. Ovakva struktura rasta duga po glavi stanovnika u toku posmatranog perioda zavisi od stepena rasta ukupnog duga i stope nataliteta.

Primećuje se da se tokom poslednje decenije u posmatranim zemljama, povećao obim zaduženosti i po nekoliko puta. Kao posledica finansiranja privrednog rasta, strukturnih reformi ekspanzivne fiskalne politike, slabo razvijenog domaćeg finansijskog tržišta, moralo se pristupiti finansiranju pomoću strane akumulacije. Na taj način je dolazilo do većih platnobilansnih neravnoteža, apresijacije domaćih valuta, čime se povećavao uvoz dovodeći ove privrede u jedan dužnički začarani krug.

Komparativna analiza kroz pokazatelje spoljnog duga

Pored apsolutne i vrednosti spoljnog duga po glavi stanovnika koji ne prikazuju tačnu sliku održivosti zaduženosti biće upotrebljeni pokazatelji zaduženosti. Pokazatelji se primenjuju za svaku zemlju posebno a onda će se izvršiti njihovo poređenje, kako bi se dao jasan prikaz stanja i toka spoljnog duga posmatranih zemalja.

Ovde će biti primenjeni samo neki od najvažniji pokazatelja kao što su oni koje korsiti Svetska Banka za ocenu stanja zaduženosti, a to su odnos spoljnog duga prema BDP i odnos Spoljnog duga prema izvozu roba i usluga, tabela 2. Takođe će biti prikazan i pokazatelj toka spoljnog duga kao procenat učešća izvoza u otplati duga.

Table: 2. Indebtedness Criteria Based on World Bank's Methodology

	Severely indebte	Moderately indebte	Less indebte
Debt/GDP	$x > 80\%$	$48\% < x \leq 80\%$	$x \leq 48\%$
Debt/Export	$y > 220\%$	$132\% < y \leq 220\%$	$y \leq 132\%$

Source: World Bank (IBRD), The National Bank of Serbia (NBS), available at: http://www.nbs.rs/export/sites/default/internet/english/90/90_0/external_debt_sustainability_dec.pdf

Odnos spoljnog duga prema BDP, označen je kao najopštiji indikator opasnosti od nelikvidnosti zemlje. Ovaj pokazatelj će biti veći ako je veća kamatna stopa na dug od privrednog rasta i ako tekući bilans teži deficitu.

Drugi pokazatelj, odnos spoljnog duga prema izvozu, pokazuje mogućnost otplate duga putem izvoza roba i usluga. Praktično, ne postoji opasnost od dužničke krize ako je veći izvoz od uvoza, odnosno neće postojati opasnost sve dok veličina duga ne pređe granicu od 220% u donosu na izvoz.

Table: 3. External debt/GDP, in (%)

External debt/GDP	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Bosnia and Herzegovina	52,1	51,1	57,9	53,5	51,3	45,5	44,0	42,5	37,9	46,6
Croatia	53,0	53,3	53,9	66,3	70,0	72,1	74,9	77,6	85,1	98,3
Montenegro	..	..	65,7	27,1	23,6	22,8	34,8	75,8	95,6	96,9
Serbia	154,7	97,6	74,1	68,8	59,8	61,6	66,1	64,9	65,5	73,6
Slovenia	51,4	50,0	55,6	52,7	56,7	71,3	77,5	100,6	105,2	113,4

Source: European Bank for Reconstruction and Development, available at: <http://www.ebrd.com/pages/research/economics/data/macro.shtml#macro> (March 23, 2012)

Odnos ukupnog duga prema BDP, prikazanog na zemljama Zapadnog Balkana, dati su u tabeli br. 3, gde se primećuje da je u 2000. godini najveći procenat imala Srbija (154,7%), što svakako predstavlja produkt politike vođene krajem devedesetih, jake ekspanzivne fiskale politike i početak strukturnih reformi. Na približnom nivou ovog pokazatelja su: Slovenija sa (51,4%) Bosna i Hercegovina sa (52,1%) i Hrvatska sa (53%). Dok je na kraju 2009. godine najmanja veličina ovog pokazatelja kod Bosne i Hercegovine od (46,6%), a najveća kod Slovenije sa (113,4%). Srbija je druga po redu sa (73,6%), a iznad nje su Hrvatska (98,3%) i Crna Gora (96,9%).

Ukoliko posmatramo porast ovog pokazatelja videćemo da je najveći kod Slovenije sa (220%), Hrvatske (185%), Crne Gore (147%), (ako se poredi prirast od 2003 godine kada su dostupni prvi podaci Evropske banke) i najmanji kod Bosne i Hercegovine sa (90%). Jedino je Srbija ostvarila pad ovog pokazatelja za ukupnih (210%)

Po kriterijumu Svetske banke, odnos duga prema BDP, u visoko zadužene zemlje za 2009. godinu, u grupi preko 80% ovog indikatora, spadaju Slovenija, Hrvatska i Crna Gora, a u srednje zadužene, ispod 80%, spada Srbija. Jedina nisko zadužena zemlja je Bosna i Hercegovina koja se našla na polju ispod 48% ovog indikatora.

U nastavku sledi tabela 4. gde je prikazan odnos duga i izvoza, kao drugim važnim pokazateljom spoljne zaduženosti. Činjenica je da posmatrane zemlje već duži niz godina beleže negativan neto izvoz, što za sobom povlači još dodatna zaduživanja, pod uslovom deficita budžeta i smanjenog obima stranih investicija.

U 2000. godini najveći procenat ovog indikatora zabeležen je u Srbiji sa (524,2%) gde duplo premašen kriterijum visokozaduženih zemalja. Već predhodno navedeni razlozi jesu jaka ekspanzivna fiskalna politika, početak reformi i veoma mali izvoz. Sledeća je bila Bosna i Hercegovina sa (225%), na skoro tačnoj granici visokozadužene zemlje. U srednje zadužene zemlje spada samo Crna Gora (178,7%) (podaci vezani za 2002. godinu). U nisko zadužene su Hrvatska (130,2%) i Slovenija (81,6%).

Table: 4. External debt/exports of goods and services, in (%)

External debt/exports of goods and services	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Bosnia and Herzegovina	225,1	218,0	249,6	203,6	174,2	152,4	133,3	128,8	116,4	165,9
Croatia	130,2	125,9	136,1	151,3	161,0	168,6	172,2	181,2	197,2	265,8
Montenegro	..	..	178,7	88,6	56,1	52,6	70,1	159,8	242,3	296,0
Serbia	524,2	456,9	379,3	311,5	253,7	234,2	223,7	220,1	213,3	267,0
Slovenia	81,6	81,9	94,7	95,3	97,6	115,1	116,8	145,3	156,4	195,0

Source: European Bank for Reconstruction and Development, available at: <http://www.ebrd.com/pages/research/economics/data/macro.shtml#macro> (March 23, 2012)

Stanje u 2009. godini se znatno promenilo. Srbija je smanjila procenat ovog indikatora za 196% (sa 524,2% u 2000. godini na 267% u 2009.), ali je i dalje ostala u zoni visokozaduženih zemalja. Stanje se pogoršalo kod Crne Gore za 165%, čime je prešla u visokozadužene zemlje (178,7% u 2000. na 296,0 u 2009. godini). Slična je situacija je i sa Hrvatskom sa povećanjem od 204% (sa 130% u 2000., na 265% u 2009. godini) koja se takođe svrstava u visko zadužene zemlje. Slovenija je prešla iz nisko zaduženih u 2000. godini u srednje zadužene u 2009. (sa 81,6% na 195%). Jedino je po osnovi ovog indikatora izuzetak je napravila Bosna i Hercegovina sa smanjenjem zaduženosti na 165% i time prešla u srednje zadužene zemlje.

Table: 5. Debt service (in per cent of exports of goods and services)

Debt service (in per cent of exports of goods and services)	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Bosnia and Herzegovina	7,9	6,2	8,7	4,0	3,1	4,2	4,0	3,2	2,5	3,3
Croatia	23,0	-29,6	-23,8	-20,2	-24,2	-26,9	-36,8	-44,0	-37,1	-45,0
Montenegro	...	...	4,2	4,8	3,4	2,8	2,4	2,6	2,8	...

Serbia	2,7	4,4	6,2	10,3	17,5	26,0	20,2	16,4	17,3	42,7
Slovenia	9,5	14,8	14,6	16,6	16,9	17,5	18,4	18,4	18,3	24,1

Source: European Bank for Reconstruction and Development, available at: <http://www.ebrd.com/pages/research/economics/data/macro.shtml#macro> (March 23, 2012)

Da razmotrimo komparaciju servisiranja duga u procentima od izvoza roba i usluga. Najveće učešće otplate po osnovu izvoza roba i usluga u 2000. godini od 23% je u Hrvatskoj, dok se u narednim godinama kotirao negativno da bi u 2009. godini dostigao vrednost od -45%. Dok se vrednost ovog pokazatelja u Bosni i Hercegovini kretala od 7,9% u 2000. godini prema manjim vrednostima tako da bi devet godina kasnije dospela na visni od 3.3%, suprotno, Srbija je sa početkom od 2,7% za ovaj period dostigla vrednost od 42,7. Ovako mali udeo servisiranja duga u odnosu na izvoz roba i usluga u 2000. godini proizilazi iz vrlo malog izvoza zbog slabe proizvodnje i nepovezanosti sa svetskim tržištem, što znači da je ovako brzi rast uzrok niske baze izvoza. Crna Gora je držala neku konstantnu vrednost oko 3.5%, a Slovenija je sa 9,5% prešla na 24%.

Zavisnost zaduženosti od stranih direktnih investicija

Veličina stranih direktnih investicija predstavlja značajnu stavku povećanja bruto društvenog proizvoda, finansiranja deficita tekućih transakcija, stoga i otplate spoljnog duga kao i povećanja kreditnog rejtinga.

Proces tranzicije zemalja Zapadnog Balkana i tržišne privrede još uvek je nekompletna i veliki broj ozbiljnih investitora izbegava ove zemlje, zbog čega je priliv SDI još uvek na nedovoljnom nivou. Najveći priliv po osnovu SDI je u većini ovih zemalja ostvaren po osnovu prihoda od privatizacije [Srećko Milačić i Ljubiša Milačić, 2009, str. 5]. Struktura priliva SDI u region Zapadnog Balkana bila je nepovoljna, posmatrano po ekonomskim sektorima. Udeo sekundarnog sektora (industrije i građevinarstva) u ukupnom svetskom stock-u SDI iznosi oko 40%, dok je u većini zemalja Zapadnog Balkana ispod 20%. Razlog za nepovoljnu strukturu priliva proističe iz snažnog priliva finansijskih investicija koje su, pri aprecijaciji domaćih valuta, dovele do snažnog rasta spoljnog duga svih zemalja Zapadnog Balkana [Srećko Milačić i Ljubiša Milačić, 2009, str. 14]. Što se može primetiti da su u Srbiji do sada strane direktne investicije, ali i u zemljama Zapadnog Balkana, ulazile uglavnom u sektor takozvanog nerazmenljivog dobara - bankarstvo, osiguranje, energetiku, telekomunikacije.

Table: 6. Foreign direct investment, net. (In millions of USD)

Foreign direct investment, net	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Bosnia and Herzegovina	146,4	119,0	266,0	381,8	708,3	607,8	718,4	2.040,2	1.043,8	255,6	261,5
Croatia	1.104,8	1.397,8	552,5	1.927,3	732,3	1.551,0	3.193,7	4.735,8	4.653,1	1.600,0	390,4
Montenegro	na	10,0	84,0	44,0	63,3	481,9	585,3	717,4	806,4	1.264,4	407,9
Serbia	50,0	165,0	475,0	1.365,0	966,0	1.550,0	4.264,0	2.523,2	2.716,9	1.864,8	1.364,1
Slovenia	70,6	225,6	1.508,0	-174,1	281,1	-67,0	-215,2	-273,4	513,6	-742,5	-200,0

Source: European Bank for Reconstruction and Development, available at: <http://www.ebrd.com/pages/research/economics/data/macro.shtml#macro> (23. mart. 2012)

Posmatrajući neto strane direktne investicije (razlika u direktnim investicijama koje ulaze i onih koje izlaze iz zemlje) u odabranim zemljama može se primetiti da je najveća količina u 2000. godini zabeležena kod Hrvatske, zatim kod Bosne i Hercegovine, dok je najmanja kod Srbije i Slovenije. Najveći trend rasta neto SDI tokom deset godina zabeležen je kod Srbije, gde je u 2010. godini zabeležen najveći neto obim. Takođe, sličnim tempom se kretala Hrvatska, Bosna i Hercegovina i Crna Gora. U skoro svim posmatranim zemljama zabeležen je porast neto SDI do 2008. godine kada su ove zemlje suočene sa globalnom krizom.

Ako uporedimo tabelu ukupnog duga i tabelu neto SDI primetićemo da je povećanje neto SDI pratilo i povećanje ukupnog duga. Ove zemlje u periodu tranzicije nisu mogle nadoknaditi ubrzani razvoj svojim sredstvima niti sredstvima stranih investicija što je normalno da je došlo do porasta ukupnog duga. Takođe posmatrajući, neto investicije može se zaključiti da one idu direktno u koraku sa izvršenom tranzicijom ovih zemlja. Ovde prednjače Hrvatska i Srbija. Dok u odnosu na ostale zemlje Slovenija u 2000. godini beleži pozitivan broj neto SDI, a u ostalim godinama negativan. Tranzicija Slovenije odstupala je od tranzicije ostalih zemalja. Naime, njezin odnos prema reformi bio je poprilično konzervativan te je inflaciju tolerisala u znatno većoj mjeri nego što je to bilo prihvatljivo, izazivajući bekstvo investicija [Ankica Kačan, 2005., str. 145.]. Kako je prikazano u tabeli br. 6, uprkos svetskoj krizi i tranzicij jedino je Crna Gora nastavila trend rasta investicija i posle 2008 godine. Verovatan je tome doprinela nezavisnost, odnosno nepovezanost sa problemima nezavisnosti Kosova, što je ova zemlja bila jako atraktivna za razvoj turizma gde je i zabeležen najveći prirast SDI [Dokument svetske banke-Izveštaj br. 46660 ME Pregled javne potrošnje i institucija Crne Gore-Tom 2, 2008, str: A. Makro-ekonomski efekti].

Table 7. Foreign direct investment, net (per capita USD)

Foreign direct investment, net (per capita)	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	Sum
Bosnia and Herzegovina	38,0	31,0	68,0	98,0	181,0	155,0	183,0	518,0	265,0	65,0	1.602,0
Croatia	252,0	315,0	124,0	433,0	165,0	349,0	719,0	1.067,0	1.049,0	361,0	4.834,0
Montenegro	..	16,0	136,0	71,0	101,0	771,0	937,0	1.145,0	1.282,0	2.002,0	6.461,0
Serbia	6,0	22,0	63,0	182,0	129,0	208,0	575,0	342,0	369,0	254,0	2.150,0
Slovenia	35,0	113,0	756,0	-87,0	140,0	-33,0	-107,0	-135,0	254,0	-364,0	572,0

Source: United Nation Economic Commission for Europe and its own processing, available at: <http://www.ebrd.com/pages/research/economics/data/macro.shtml#macro> (March 23, 2012)

U poslednji devet godina najveći obim neto SDI po glavi stanovnika vezan je za Crnu Goru od 6.461 USD, zatim Hrvatsku, Srbiju, Bosnu i Hercegovinu, dok je samo u iznosu od 572 USD zabeležen u Sloveniji, tabela br. 7.

Kreditni rejting i visina zaduženosti

Kao što se vezuje ugled za pojedinca ili preduzeće na osnovu njihovog načina, principa i uspeha poslovanja, tako se za neku zemlju vezuje njen kreditni rejting kao sposobnost izvršavanja finansijskih obaveza. Veći kreditni rejting znači i sigurnost pozajmica i investicija. Jedan od uticaja na visinu kreditnog rejtinga, pored solidne pozicije na tržištu, političke stabilnosti, budućeg privrednog razvoja, jeste i visina spoljnog duga.

Kreditin rejting za zemlje Zapadnog Balkana prikazan je na osnovu procene agencije za kreditni rejting “Standard and Poor’s “ tabela br. 8.

Table 8. Rating

Rating	Ratings	Last Credit Rating Action
Bosnia and Herzegovina	B	30.nov.11
Croatia	BBB-	21.dec.10
Montenegro	BB	31.mar.10
Serbia	BB	16.mar.11
Slovenia	A+	13.jan.12

Source: Standard & Poor’s, available at: <http://www.standardandpoors.com/prot/ratings/entity-ratings> (March 25, 2012)

Najslabiji kreditni rejting dat je Bosni i Hercegovini, dok Srbija i Crna Gora imaju nešto bolju poziciju sa vrednostima po "BB", Slovenija beleži pozitivan rejting sa ocenom "A+". Primitićemo da od posmatranih zemalja Slovenija ima najveći kreditni rejtinga, ali je ona takođe ima i najveću udeo spoljnog duga u BDP (113,4% za 2009. godinu), koji se prvenstveno ogleda u svetloj kratkoročnoj i dugoročnoj perspektivi i jakoj kontroliranoj fiskalne politike. Hrvatska sa ocenom agencije "BBB" spada u red bolje kotiranih zemalja Zapadnog balkana naročito zbog napora pridruživanja Evropskoj Uniji i pored toga što je visoko zadužena sa (98,3% spoljnog duga u BDP). Verovatno će naredna ocena data Srbiji biti pozitivnija zbog dobijanja statusa kandidata, još kao dodatni razlog tome je i njen spoljni dug koji ne prelazi kritičnu granicu od 80% BDP. Zanimljivo da Bosna i Hercegovina sa najmanjim procentom duga u BDP (46,6%) ima najniži kreditni rejting. Kao jedan od razloga navodi se sporo sprovođenje tranzicije, neadekvatna razvojna politika i visoka stopa inflacije.

Primećuje se da u zemljama Zapadnog Balkana kreditni rejting ne zavisi prvenstveno o veličinu spoljnog duga, akcenat se stavlja na uspešnost tranzicije, liberalizaciji tržišta, usmerenju prema evropskim integracijama i političkoj stabilnosti.

KARAKTERISTIKE I ODRŽIVOST ZADUŽENOSTI SRBIJE

Može se reći da u periodu tranzicije, slabe privredne aktivnosti, deficita tekućih transakcija, apresijacije domaće valuta, budžetskog deficita zaduživanje predstavlja potrebu, uzrok, i posledicu. Zaduzenost Srbije i njegove karakteristike skoro su slične posmatranim zemljama koje su za početak uspostavljanja zdrave tržišne privrede, stabilan ambijent za investicije i finansijsko tržište, potrebna sredstva nalazila u inostranoj akumulaciji.

Za razvoj makroekonomske stabilnosti i podizanja konkurentnosti privrede Srbije, koja ima jasno opredeljen cilj evropskih integracija uz postojeće razvojne uslove neminovnost je zaduživanje kod međunarodnih finansijskih institucija, Vlada i vladinih agencija.

U ukupnoj strukturi duga prema međunarodnim finansijskim organizacijama najzastupljenija su sredstva međunarodnog monetarnog fonda sa obimom (MMF) od 7.724,4 mil. evra u mesecu januaru 2012 godine. Mada su ova sredstva po veličini veoma niža u odnosu na Međunarodnu banku za obnovu razvoj (IBRD) u periodu do 2009, kada su iste godine odobrena dva povlačenja od 548,4 mil. USD u januaru i 4,01 mlrd. USD u maju, zatim u junu 2010 472,9 mil. USD u cilju sprovođenja

programa Vlade Srbije za prevazilaženje uticaja Svetske finansijske krize [Narodna banka Srbije www.nbs.rs]. Zajmovi IBRD koji su sledeći po veličini tokom poslednje decenije podržavaju reformske napore Vlade Srbije kroz unapređenje poslovnog okruženje radi podsticanja novog preduzetništva kao i privlačenja stranih investicija. Takođe se obezbeđuje jačanje budžetskih ograničenja u privredi kroz kontinuiranu reformu društvenih i restrukturiranje javnih preduzeća [Ministarstvo finansija Republike Srbije]. Primetno je da se dug prema Vladama i vladinim agencijama postepeno smanjivao što je posledica otpisa, reprogramiranja i redovnih otpata, tabela br. 9. Prema poveriocima Pariskog kluba 2001 god. usaglašen ugovor o otpisu duga u dve faze. Prva faza se sprovela 2002. godine sa otpisom 51%, a sledeća 2006. sa otpisom 15% duga. Otpis dugas prema Londonskom klubu se zasnivao na otpisu od oko 62% duga i otplatu u period od 20 godina sa 5 godina grejs perioda [Narodna banka Srbije].

Struktura duga prema ročnosti je raspoređena u interesu privrednog razvoja gde je na kraju 2011. godine kratkoročni dug smanjen na 2,7%, kao rezultat smanjenja kratkoročnog duga bankarskog sektora [izveštaj Narodne banke Srbije za decembar 2011].

Zemlji ne preta dužnička kriza sve do onog momenta dokle uspeva da ih angažuje toliko rentabilno da njihovom upotrebom može da obezbedi akumulaciju koja će biti dovoljna za vraćanje glavnice i iznad toga dobit koja će biti bar tolika koliko iznosi kamata na kredit [Zoran Arandžević, 2008., str. 61]. Na osnovu makroekonomskih pokazatelja, Srbija se ne nalazi u opasnosti od neodrživosti spoljnog duga. Mada pokazatelji zaduženosti govore da je Srbija skoro na samoj granici za prelazak u visoko zadužene zemlje. Tako recimo, odnos duga i BDP-a na kraju 2011 iznosio je 79,1%, a odnos duga i izvoza roba i usluga 210,3% [Narodna Banka Srbije].

Posmatrajući neke relevantne makroekonomske indikatore, recimo porast BDP-a i porast ukupnog duga primećujemo gde do 2009 brže raste BDP, a nadalje vrednost BDP opada, dok vrednost duga raste ujednačenim tempom. Dalje, prosečna stopa izvoza je manja od stope uvoza. To se može primetiti i u bilansku tekućih transakcija koji konstantno, tokom posmatranog perioda, beleži deficit, a sa -10.2% u 2010 godini (tabela br. 10). Takođe, stopa nezaposlenosti i inflacije beleži stalni rast, dok su izdaci na plate svake godine veći uz istu ili smanjenu produktivnost. Pitanje dalje održivosti jeste i visoka javna potrošnja, koja prelazi evropski kriterijum održivosti od 3 % već tri godine zaredom.

Table 9. Serbia's External Debt by Creditor* (in million of euros)

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012 Jan.
A. MEDIUM AND LONG-TERM DEBT	9.381,4	10.120,1	8.766,6	9.124,2	9.001,6	11.222,5	13.200,8	16.067,9	18.923,3	20.461,2	21.932,9	23.453,7	23.642,8
International financial organizations	2.250,0	2.574,0	3.072,5	3.457,4	3.720,1	3.970,8	3.608,3	3.616,8	3.913,9	5.381,6	6.538,1	7.701,6	7.724,4
IMF	163,6	308,7	541,5	730,4	706,4	731,8	185,4	0,0	0,0	1.532,1	1.978,3	2.076,9	2.059,8
IBRD	1.655,7	1.815,4	1.815,4	1.815,4	1.815,4	1.801,6	1.616,0	1.603,1	1.588,0	1.238,2	1.358,7	1.437,2	1.438,1
IDA	0,0	0,0	160,9	218,4	317,5	395,1	417,9	425,4	461,2	469,1	511,7	540,9	537,6
EUROFIMA	129,2	138,6	141,8	125,1	117,7	136,1	128,2	113,2	113,6	100,5	110,5	99,6	100,6
IFC	0,0	2,0	17,8	23,0	69,7	44,7	142,0	181,6	175,9	198,2	227,2	346,1	342,6
EIB	275,6	55,8	102,9	155,8	207,0	275,2	387,0	517,7	592,5	741,9	1.032,2	1.472,9	1.506,2
EU - European Union	0,0	223,8	223,8	259,8	259,8	273,3	273,3	273,3	273,3	273,3	273,3	373,3	373,3
EUROFOND - CEB	25,8	27,5	26,0	24,2	21,2	18,2	24,7	21,7	52,1	59,7	52,7	73,1	73,7
EBRD	0,0	2,2	42,4	105,2	205,3	294,9	382,4	418,4	584,3	675,6	859,4	1.106,8	1.115,0
EFSE	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	51,3	62,4	72,9	93,0	134,0	174,7	177,5
Governments and their agencies	4.690,7	4.916,1	3.152,2	2.884,2	2.836,5	3.133,4	2.548,0	2.464,5	2.540,9	2.374,7	2.650,4	2.763,6	2.739,5
B. SHORT-TERM DEBT	763,2	814,4	606,1	529,5	442,0	947,7	957,9	1.050,0	2.143,3	2.004,8	1.830,4	647,9	671,9
C. NON-CONVERTIBLE CURRENCY DEBT	0,0	33,5	29,5	24,6	22,6	26,0	23,3	20,8	21,8	21,4	23,1	23,8	23,3
TOTAL DEBT (A+B+C)	10.144,7	10.968,0	9.402,1	9.678,3	9.466,2	12.196,2	14.182,0	17.138,7	21.088,4	22.487,3	23.786,4	24.125,4	24.338,0

Source: National bank of Serbia, Statistical Bulletin 2012, mission, available at: http://www.nbs.rs/static/nbs_site/gen/latinica/90/statisticki/sb_01_12.pdf (March 25, 2012) * Outstanding debt includes debt of Serbia, Kosovo concluded before the arrival of the KFOR

Table 10. Key macroeconomic indicators of Serbia

Key macroeconomic indicators	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Real GDP growth (in %)	4,3	2,5	9,3	5,4	3,6	5,4	3,8	-3,5	1,0	0,8
GDP (in EUR million)	16.028	17.306	19.026	20.306	23.305	28.468	32.668	28.883	28.984	8.886
External debt (in EUR million)	9.402	9.678	9.466	12.196	14.182	17.139	21.088	22.487	23.786	24.125
Consumer prices (in %)	14,8	7,8	13,7	17,7	6,6	11,0	8,6	6,6	10,3	7,0
Exports (in EUR million)	3.125	3.847	4.475	5.330	6.949	8.686	10.157	8.478	10.070	3.016
- growth rate (in %)	16,0	23,1	16,3	19,1	30,4	25,0	16,9	-16,5	18,8	4,4
Imports (in EUR million)	-6.387	-7.206	-9.543	-9.613	-11.971	-16.016	-18.843	-13.577	-14.838	-4.606
- growth rate (in %)	27,2	12,8	32,4	0,7	24,5	33,8	17,7	-28,0	9,3	14,0
Current account balance as % of GDP	-4,2	-7,8	-13,8	-8,8	-10,1	-17,7	-21,6	-7,2	-7,2	-10,2
Unemployment (in %)	13,3	14,6	18,5	20,8	20,9	18,1	13,6	16,1	19,2	23,7
Wages (in EUR)	152,1	176,9	194,6	210,4	259,5	347,6	358,4	337,9	330,1	389,4
RS budget deficit/surplus (in % of GDP)	-4,3	-2,6	-0,3	0,3	-1,9	-1,7	-1,7	-3,3	-3,6	-4,4

Source: National bank of Serbia, Key macroeconomic indicators, available at: <http://www.nbs.rs/internet/english/80/index.html> (March 25, 2012)

Makroekonomska kretanja govore da se mora stalno povećavati zaduživanje bilo na domaćem, bilo stranom tržištu ili u javnom sektoru povećanjem poreza, dovodeći u pitanje održivost zaduženosti. Ovakvo kretanje privrede može se biti zaustavljeno postepenim prelaskom sa ekonomije potrošnje i uvoza na ekonomiju proizvodnje i izvoza, odnosno brižim pristupanjem Evropskoj uniji i podizanjem makroekonomske konkurentnosti.

ZAKLJUČAK

Posmatrane zemlje od 2000. godine pa nadalje beleže paralelano kretanje ekonomskih reformi sa povećanim obimom zaduženosti. To nije nikakvo novo pravilo, ono prati i razvijene zemlje, ali malo više odjekuje u zemljama u razvoju, čiji početni stadijumi rasta zahtevaju sredstva koja su iznad njihovi mogućnosti. Ipak, u zavisnosti

od programa ekonomske politike, odnosno lošim rukovanjem pozajmljeni sredstva može doći do veće tranzicije ili do doživotnog rada vezanog za otplatu kamate.

Iz makroekonomskih pokazatelja i podataka, ne postoji neka primetno veća razlika u postojećem stanju zaduženosti kao i održivosti ovih zemalja. Slovenija je na većem obimu odnosa spoljnog duga i BDP-a i duga po glavi stanovnika, ali treba imati u vidu da je ova zemlja proizvodno-izvozno orjentisana. Hrvatska je, po osnovu apsolutne veličine duga, odnosa duga i izvoza i negativnim učešćem izvoza u otplati duga na najnepovoljnijem položaju, ali treba imati u vidu da ostvaruje velike napore pridruživanju Evrpi. Srbiji i Crnoj Gori, koje su sa koro sličnim veličinama trenutnog razvoja, još ne pretil dužnička kriza. Bosna i Hercegovina ima jako povoljnu poziciju u zaduženosti, ali nju prate jako nepovoljni uslovi zaduživanja, odnosno najniži kreditni rejting u regionu i veoma visok unutrašnji dug.

Ovako kretanje ekonomskog razvoja uz konstantno zaduživanje podstaknuto sve većom potrošnjom kako javom tako i ličnom ne može zadugo biti održivo. Prvenstveno se mora stvoriti makroekonomska stabilnost radi podizanja konkurentnosti i iznalaženjem realnijih izvora finansiranja privrede. Potrebno je povećati neto izvoz, smanjiti javnu potrošnju, povećati domaće i strane investicije kao i koordinirati fiskalnu i monetarnu politiku. Takođe, imperativno vršiti investiranje u one projekte koji su zasnovani na stvaranju razvoja privredne strukture i koji će biti visokoko profitablani.

BIBLIOGRAFIJA

- Ankica Kačan (2000.): “*Analiza inozemnog duga Republike Hrvatske*”, Hrvatska narodna banka, P – 4, Listopad 2000.
- Dokument svetske banke (2008.): “*Pregled javne potrošnje i institucija Crne Gore*”, Izveštaj br. 46660 ME -Tom 2.
- Petar Veselinović (2009.): “*Spoljni dug kao razvojno ograničenje srpske ekonomije*”, zbornik: Ekonomsko-finansijski odnosi Srbije sa inostranstvom, Ekonomski fakultet u Beogradu, Kragujevac 15. oktobar 2009.
- Srećko Milačić i Ljubiša Milačić (2009.): “*Strane direktne investicije u uslovima tranzicije privrede Srbije i zemalja Balkana*”, Ekonomika, LV, IX-X 2009., broj 5., Društvo ekonomista „Ekonomika“, Niš.
- Statistički bilten 2012. (Narodna banka Srbije).
- Stjepan Zdunić (2003.): “*Relativne cijene, tečaj i konkurentnost hrvatskoga gospodarstva*“, Ekonomska politika Hrvatske u 2004., Opatija, studeni 2003.

w3.unece.org - United Nation Economic Commission for Europe- *Ekonomaska komisija Ujedinjenih nacija za Evropu.*

www.ebrd.com - European Bank for Reconstruction and Development- *Evropska banka za obnovu i razvoj.*

www.mfin.gov.rs - *Ministarstvo finansija Republike Srbije.*

www.nbs.rs - *Narodna banka Srbije.*

www.standardandpoors.com- Standard & Poor's - *Agencija za dodelu rejtinga.*

www.worldbank.org - World Bank- *Svetska banka.*

Zoran Arandelović (2008.): "Nacionalna ekonomija" Ekonomski fakultet Niš, Niš.

COMPARATIVE ANALYSIS EXTERNAL DEBT IN THE WESTERN BALKAN COUNTRIES

Mehdija Ćosović¹, Mehmed Murić², Faruk Gudžević³

Abstract: *Western Balkan countries, which will increase borrowing was quoted as saying as a normal phenomenon their multi economic development, are in danger since its inception debt crisis. So far policy borrowing is continuing with all higher by investing in not production spending, which requires the repeated borrowing. Showing trend indebtedness, analysis and have external debt these countries shows relevant guidance in selecting adequate economic policy in order to raise competitiveness of the Balkans. Will also be comparative analysis of state debt in particular to assess the state of indebtedness of Serbia, structure and movement external debt to the international financial institutions. In the work will have carried out using standard indicators indebtedness international financial institutions.*

Key words: *external debt, on a debt crisis, competitiveness.*

JEL classification: *F34*

¹ High school of Economic and trade, 28 November, 163, Novi Pazar

² Societe Generale Bank of Serbia, Zoran Djindjic Boulevard 50A / B, Belgrade

³ City Administration, Stefan Nemanja 2, Novi Pazar