

---

---

## **FISKALNA I MONETARNA POLITIKA**

---

---



# DUŽNIČKO FINANSIRANJE

PREGLEDNI NAUČNI RAD

UDK 336.781:336.717.1

DOI 10.7251/DEFSR2353107D

COBISS.RS-ID 138680065

**Dr Vladimir Dragičević<sup>1</sup>**

**Apstrakt:** Budžet kao centralizovani instrument sprovođenja fiskalne politike u pravilu vrši funkcije alokacije, stabilizacije i distribucije. Bilo da je riječ o nacionalnim ekonomijama ili nadnacionalnim entitetima poput Evropske unije, budžet predstavlja najznačajniji faktor fiskalne kohezije. Tržišne ekonomije odlikuju razlike u nivoima privredne razvijenosti. Različiti nivoi privredne razvijenosti postavljaju objektivni izazov pred nosioce fiskalne politike. Najveća fiskalna izdvajanja usmjerena su u javni sektor od koga se ne očekuje da direktno oplođuje fiskalni prihod, već prvenstveno da ispunjava društvene potrebe. Očito da sa razvojem modernih država i sa porastom standarda, rastu i očekivanja u pogledu kvaliteta javnih usluga. Parlamentarne demokratije su pod konstantnim pritiskom zadovoljenja javnih potreba, od strane kritički nastrojene javnosti. Omogućavanje dostupnosti nivoa usluga zagarantovanih Univerzalnom poveljom o ljudskim pravima, dovodi u nezavidnu poziciju vršioce vlasti koji upravljaju javnim finansijama. Društva na nižem stepenu privredne razvijenosti nastoje da dostignu bogatija, razvijena društva te uslijed nedovoljnih fiskalnih prihoda posežu za dužničkim finansiranjem javnih finansija. Razvijena društava u težnji da održe nivo razvijenosti i dostignutu dominaciju takođe multipliciraju izdatke za javne finansije. Iz navedenih razloga kreatori fiskalnih politika od lokalnih, nacionalnih do multinacionalnih novoa posežu za različitim oblicima dužničkog finansiranja. Globalne ekonomske krize izazvane različitim uzrocima, koje su se međusobno nadovezivale, uz deficitarno finansiranje budžeta na različitim novima i monetarizacijom dugova od strane ECB, zasigurno su podstakle visoku stopu inflacije u Evropskoj uniji, koja se proširila po cijelom evropskom ekonomskom prostoru. Zbog najšireg obima spoljnotrgovinske razmjene

<sup>1</sup> Evropski defendologija centar, Banja Luka

sa zemljama Evropske unije, te vezanosti domaće valute za Euro, uticaj ekster-nalija je multiplikativan te se ne može zaustaviti samo putem diskrecionih mjera fiskalne politike. Već duže vrijeme u stručnoj javnosti se zagovara potreba za promjenom kursa monetarne politike Bosne i Hercegovine, odnosno postojećeg “Valutnog odbora”. Nesporna je činjenica da je za efikasno vođenje ekonomske politike potrebno koristiti koktel fiskalnih i monetarnih instrumenata.

**Ključne riječi:** Javni dug, budžetski deficit, inflacija, fiskalna i monetarna politika

## 1. FINANSIJSKE KRIZE I INFLACIJA

Konvergencija dugoročnih kamatnih stopa, odnosno njihovo približavanje između „slabih“ i „jakih“ zemalja Evropske unije bio je jedan od najjačih motiva za odricanjem od sopstvene valutne i monetarne politike i ulazak u zonu eura, određenog broja zemalja EU. U periodu od 1997. do 2007. godine, njihova očekivanja su ispunjena. Prije uvođenja eura kapitalni tokovi u Evropskoj uniji bili su ograničeni neizvjesnošću oko valutnih kurseva. Ulaskom u euro zonu bez valutnog rizika kamatne stope se formiraju na osnovu kreditnog rejtinga zemalja dužnika. U uslovima neograničenog protoka kapitala, on teče neometano iz jednog djela Eurozone u drugi, produbljujući neravnoteže. Evropska unija putem instrumenata kohezije nastoji da ublaži razlike koje postoje unutar realnog privrednog sektora. Njemačka kao vodeća sila Evropske unije opirala se uvođenju euro-obveznica, odnosno finansiranju evropskih programa putem instrumenata duga (Sinn, 2011).

Razlikujemo četiri izvora financiranja budžetskog deficita:

1. Zaduživanje kod Centralne banke,
2. Prodaja državne imovine,
3. Zaduživanje na domaćem finansijskom tržištu i
4. Zaduživanje u inostranstvu.

Određena država može se zadužiti kod Centralne banke uzimanjem direktnih kredita ili kupovinom državnih vrijednosnih papira, kao npr. trezorski zapisi, obveznice itd.

Nekoliko programa kupovine vrijednosnih papira provedeno je od 2009. godine u cilju podsticanja rasta u Europodručju i u skladu s ciljem postizanja stope inflacije koja je ispod, ali blizu 2% u srednjoročnom pe-

riodu. Ti programi obuhvatali su program kupovine vrijednosnih papira korporativnog sektora (CSPP), program kupovine vrijednosnih papira osiguranih imovinom (ABSPP) i treći program kupovine pokrivenih obveznica (CBPP3).

U junu 2014. godine Evropska centralna banka najavila je niz ciljanih operacija dugoročnijeg refinanciranja (TLTRO) kojima je bila svrha u razdoblju od inicijalno dvije godine poboljšati bankovno kreditiranje kreditnih institucija u europodručju. Drugi niz (TLTRO II) započeo je u martu 2016. godine, a treći niz (TLTRO III) u martu 2019. godine.

Kao odgovor na pandemiju bolesti COVID-19 Upravno vijeće ECB-a odlučilo je znatno olakšati uslove za preostale operacije TLTRO III, zajedno s privremenim smanjenjem promjenjivih kamatnih stopa. Osim toga, odlučeno je da se provede jedanaest dodatnih operacija dugoročnijeg refinanciranja zbog pandemije (PELTRO) u razdoblju od maja 2020. godine do decembra 2021. godine.

Ostali, već završeni programi uključuju program za tržišta vrijednosnih papira (SMP), program kupovine pokrivenih obveznica (CBPP) i drugi program kupovine pokrivenih obveznica (CBPP2). Mjesečni ritam neto kupovine imovine u početku iznosio je 60 milijardi eura (mart 2015. – mart 2016.), a kasnije je taj iznos porastao na 80 milijardi eura mjesečno (april 2016. – mart 2017.).

Neto kupovina imovine zatim je postepeno smanjivana na 15 milijardi eura mjesečno (septembar 2018. – decembar 2018.). U decembru 2018. godine Upravno vijeće ECB-a odlučilo je obustaviti neto kupovinu imovine, s ciljem da nastavi ponovo ulagati u isplate glavnica za vrijednosne papire koji dospijevaju i da zadrži ukupne neto kupovine u okviru svakog programa kupovine imovine na njihovim nivoima. Međutim, zbog nepredviđenih okolnosti, nastalih uticajem “lockdowna” uslovljenog pandemijom Covid 19, neto kupovina imovine ponovno je pokrenuta u septembru 2019. godine uz mjesečni ritam od 20 milijardi eura počevši od 1. novembra 2019. godine, očekujući da će ona trajati „onoliko dugo koliko je potrebno da se ojača akomodativni učinak kamatne stope i da će završiti ubrzo nakon što počne podizati ključne kamatne stope ECB-a”.

Kao dodatni odgovor na krizu, uzrokovanu pandemijom bolesti COVID-19, Upravno vijeće odlučilo je do kraja 2020. godine povećati postojeću neto kupovinu imovine dodatnim paketom od 120 milijardi eura.

Osim toga, pokrenut je novi privremeni krizni program kupovine imovine javnog i privatnog sektora (PEPP) s početnom predviđenim iznosom od 750 milijardi eura, koji je trebao trajati do kraja 2020. godine.

Upravno vijeće ECB-a odlučilo je juna 2020. godine povećati paket PEPP-a sa 600 milijardi eura na 1350 milijardi eura. Navedeni paket PEPP-a dodatno je povećan decembra 2020. godine za 500 milijardi eura, na ukupno 1.850 milijardi eura. Takođe je odlučeno da se razdoblje neto kupovine PEPP-a produži barem do kraja marta 2022. godine. Odlučeno je i o ponovnom ulaganju dospjelih plaćanja glavnice u okviru PEPP-a barem do kraja 2023. godine. U PEPP-u je ugrađena veća fleksibilnost, čime su omogućene „promjene u raspodjeli tokova kupovine tokom vremena, prema kategorijama imovine i među jurisdikcijama”.

Uzroci trenutne inflacije u zemljama Evropske unije, kao i zemljama koje su na direktan ili indirektan način u sistemu Eura svakako se mogu tražiti u monetarnom finansiranju budžetskih deficita i javnog duga, odnosno intezivnog dužničkog finansiranja privatnog finansijskog i nefinansijskog sektora.

Slična situacija je i u Sjedinjenim Američkim Državama, gdje je inflacija porasla na najviši nivo u posljednjih 40 godina, kada je u maju 2022. godine dosegla iznos od 8,6 % na godišnjem nivou.

Američke federalne rezerve (FED) uprkos zabrinutosti od recesije planiraju da nastave sa pooštavanjem monetarne politike, kao odgovorom na rastuću inflaciju. Javni dug Sjedinjenih Američkih Država (SAD) po prvi put je premašio 30 biliona dolara.

Odnos inflacije i javnog duga možda ne spada izričito u ciljeve upravljanja samim javnim dugom, ali ima važnu ulogu kod donošenja odluka za upravljanje. Ukoliko država nije ugovorila valutnu klauzulu tada inflacija djeluje na smanjenje javnog duga. U takvoj situaciji inflacija se smatra prihodom države i jednim od rješenja protiv duga.

Problem zaduženosti dio je makroekonomske politike koja ne može biti efikasna ako se politika zaduživanja ne vodi u odgovarajućem smjeru. Politika zaduživanja trebala bi imati za cilj izbor optimalne kombinacije rizika i dohotka od inostranog kapitala.

Odnos ukupnog spoljnog duga i bruto domaćeg proizvoda pokazuje na stepen opterećenja tekuće ekonomske aktivnosti vanjskim dugom. Ukoliko se on nastavi povećavati to će za određenu zemlju značiti moguće

probleme solventnosti i nemogućnosti otplate duga. Ako je taj odnos manji od 48% zemlja je manje zadužena. Između 48% i 80% radi se o srednje zaduženoj zemlji ili ako je iznad 80%, onda se već radi o visokoj zaduženosti. Izvoz robe i usluga glavni je izvor deviznih prihoda potrebnih za otplatu inostranog duga.

Prema svjetskim iskustvima, ukoliko je otplata duga u odnosu na izvoz veća od 20% može doći do problema s spoljnom likvidnošću zemlje. U slučaju reprogramiranja dugova kamate se ne reprogramiraju nego samo glavnica duga. Posljedica ovog je mijenjanje visine kamata zbog promjene visine glavnice pri reprogramiranju duga.

Prekomjerni javni dug prije izbijanja finansijske krize 2008. godine imale su Grčka, Italija, Belgija, Mađarska i Malta. Navedene države imale su visok nivo javnog duga jer je prelazio više od referentne vrijednosti od 60% BDP-a. Ostale zemlje članice imale su nivo javnog duga u referentnim vrijednostima do 2008. godine.

Najveći javni dug koji je računat udjelom u BDP-u u 2017. godini ima Grčka, 175 %. Nakon Grčke, slijede Italija sa zabilježenim postotkom od 134,7 %, te Portugal sa postotkom od 132,1%. Države članice sa najnižim zaduženjima su: Estonija 8,9% BDP-a, Luksemburg 23,4% i Bugarska 27,7% BDP-a.

Najveći nominalni iznos javnog duga u eurima 2017. godine zabilježila je Italija, u iznosu od 1.606.200 milijarde eura. Slijedile su je Francuska, Njemačka, Velika Britanija, Španija. Unazad posljednjih 10 godina Italija nije uvijek zauzimala prvo mjesto u dugovanju, izmjenjivale su se Njemačka i Velika Britanija. Od 2008. godine pa sve do 2014. godine Njemačka je bila država sa najvećim nominalnim javnim dugom u eurima, a Velika Britanija je to mjesto zauzimala tokom 2015. godine. Nakon 2015. godine, do danas, najviši javni dug u eurima ima Italija. Bitno je napomenuti da odnos javnog duga i BDP-a zavisi i od načina obračuna, odnosno šta se sve smatra javnim dugom. U tom kontekstu navodimo primjer njemačke ekonomije koja ima najzaduženija javna poduzeća u EU i njihov dug je 1,2 puta veći od njemačkog BDP-a (Andrašec, 2019).

Na kraju 2021. godine javni dug Srbije iznosio je 26,66 milijardi evra, što je činilo 57,4 procenta BDP-a. Vanjski dug Bosne i Hercegovine u prvom kvartalu 2022. godine iznosio 9,67 milijardi KM, dok je unutrašnji dug oko 3,50 milijardi KM, odnosno ukupno preko 13 milijardi KM.

Uzimajući u obzir BDP od 37,34 milijardi KM, predstavlja odnos javni dug/BDP oko 1/3 ili 35%, što nas svrstava u red manje zaduženih zemalja. U navedene podatke nisu uračunate garancije koje su date javnim preduzećima.

Evropsko monetarno ujedinjenje 90-tih godina prošlog vijeka, trebalo je biti popraćeno sa fiskalnom konvergencijom i harmonizacijom. Sličan scenario Mastroškim kriterijumima konvergencije, putem kojih se deficit budžeta ograničava na 3%, već je viđen u SAD-u. Naime, Američki Kongres je 1985. godine donio Gram-rudmanov zakon, kojim je bilo predviđeno automatsko smanjenje potrošnje u slučaju prevelikog deficita (James, 2009).

Može se navesti da postoje dvije grupe faktora koji određuju direktne fiskalne posljedice članstva u Evropskoj uniji, a to su: veličina transfera Unije koja je direktno usmjerena prema državnom sektoru i doprinos zemalja članica budžetu Unije. Uvođenjem kriterijuma Mastrohta i Pakta o stabilnosti i rastu, najveći dio fiskalnih pravila već je predodređen, dok je unutar Eurozone monetarna politika pojedinih zemalja članica skoro u potpunosti izgubila svoj suverenitet. Fiskalni kriterijumi, zasnovani su na načelu održive fiskalne politike, odnosno sprječavanja mogućnosti da se putem neracionalnog trošenja javnih finansija poveća stopa inflacije u budućnosti.

Prepoznavajući opasnosti od prekomjernog troška opšte države, što se tokom 1980-tih godine na primjeru određenih evropskih zemalja (posebno Belgije i Italije) pokazalo kao veoma složeno pitanje zbog teškoća u stabilizovanju javnih finansija, Evropska komisija pod vodstvom tadašnjeg predsjednika Žak Delorsa, postavila je temelje za osnivanje Ekonomske i monetarne unije. Kao kruna uloženi napora potpisan je sporazum u Mastrohtu, kojim su definisana fiskalna pravila putem pet temeljnih principa konvergencije (Obadić, 2005).

Dva najvažnija kriterijuma, budžetski deficit i javni dug, koji su trebali da posluže stabilizaciji, uvođenjem eura i privremenim izjednačavanjem kamatnih stopa, značajno si izašli iz svojih limita (Sinn, 2011).

U svijetu pronalaženja novih atraktivnih izvora finansiranja dugo je zagovarana ideja o izdavanju euro-obveznica. Isto bi značilo zamjenu strategije „svaki čovjek za sebe“, na strategiju „svi za jednog, jedan za sve“, što bi omogućilo zajedničko zaduživanje (Ferry, 2011). Na određeni način

obveznice koje izdaje Evropska komisija, mogu se smatrati euro-obveznicama, iako zvanično ne nose navedeni naziv. Izdavanjem obveznica od strane Evropske komisije dodatno se centralizuje fiskalna vlast na nivou Unije. Države članice dužne su da Evropskoj komisiji podnesu Programe konvergencije, po čijem se odobravanju mogu povući sredstva iz strukturnih finansijskih fondova, a koja u osnovi služe za fiskalnu stabilizaciju nacionalnih ekonomija. Na navedeni način Evropska komisija direktno i potpuno utiče na fiskalnu politiku zemalja članica.

Monetarna stabilnost Bosne i Hercegovine, zbog rada Centralne banke BiH po modelu Valutnog odbora, samo je prividna, budući da je konvertibilna marka fiksno vezan za valutno sidro odnosno Euro, a da se vrijednost eura efektivno objektivno smanjuje, što multiplikuje negativne efekte na bh privredu preko viših cijena uvoznih inputa i nepovoljnijeg zaduženja na inostranom tržištu, umjesto kod domaće Centralne banke, čije rezerve se drže u njemačkim i švajcarskim bankama po kamatnoj stopi od 0,164% (2021.) na godišnjem nivou, a subjekti iz Bosne i Hercegovine na inostranim finansijskim tržištima zadužuju se po stopi iznad 4%, što je nedopustivo. Dakle, ovakvom monetarnom politikom došlo se u apsurdnu situaciju da jedna mala, nerazvijena BiH, podstiče privredni rast i zaposlenost Njemačke i Švajcarske sa 13,5 milijardi po simboličnoj kamatnoj stopi (0,164%), a ne domaću privredu.

## 2. INSTRUMENTI FISKALNE I MONETARNE POLITIKE

Značaj suvereniteta u vođenju jedinstvene ekonomske politike, na primjeru krize Eurozone, uz osvrt na poteškoće koje kao posljedicu višegodišnje primjene sistema Currency board/a ima Bosna i Hercegovina, dokazuje uzročno posljedičnu vezu između nedostatka koordinacije instrumenata monetarne i fiskalne politike sa efikasnošću ekonomskog sistema.

Usljed nedosljednog provođenja Mastroških kriterijuma konvergencije, odnosno Pravila fiskalne stabilizacije od strane zemalja članica, koja se prvenstveno ogledaju u obavezi održavanja nivoa ograničenja budžetskih deficita i javnog duga, te budžeta Evropske unije koji je nedovoljan za ispunjavanje makroekonomskih funkcija alokacije, distribucije i stabilizacije, fiskalni sistem Evropske unije nije u na odgovarajući način iskazao efikasnost u održavanju fiskalne stabilnosti Evropske unije.

Kao preteča Eura 1974. godine nastao je EKI, čime su monetarne politike zemalja članica bile već djelimično stavljene pod nadzor. Na taj način su putem Mehanizma deviznog kursa ograničene međusobne fluktuacije valuta do 2,25%. Putem principa graduacije postepeno je stvorena Ekonomska i monetarna unija - EMU.

Ugovorom iz Mاستrihta 1992. godine, koji je nastao u specifičnim unutrašnjim i spoljopolitičkim okolnostima, napravljena je prekretnica u daljoj monetarnoj i političkoj integraciji. U trenutku najkrupnijih koraka na ujedinjavanju evropskih država Jugoslavenske republike su doživjele krah i cijepanje. Loša spoljopolitička procjena tajminga za ulazak u tranziciju političkog sistema uz situaciju globalne neravnoteže vratila nas je daleko nazad. Uvođenje eura u platni sistem 2002. godine, kao jedinstvene valute u devetnaest država članica predstavljala je veliki istorijski izazov u pogledu monetarne politike. Njegov nedostatak proizašao je iz ekonomskih neravnoteža između država članica usljed kojih nastaju trgovinski disbalansi. Da bi se navedene ravnoteže ispravile neophodne su obimne fiskalne redistribucije dohotka između zemalja preko komunitarnog nivoa, međutim navedeno putem budžeta Evropske unije, koji se kreće u okviru od oko 1% BDP-a EU, nije ni približno ostvarivo. Strukturalne reforme Evropske unije do sada su imale karakteristiku pribavljanja većih ovlaštenja u korist centralnih zemalja, koje ujedno imaju i najveće koristi od monetarne unije.

Uvođenjem jedinstvene valute, Evropska unija je na sebe preuzela obavezu održavanja monetarne stabilnosti. Kako je Evropska centralna banka uspostavljena po modelu njemačke Bundes banke, minimalan nivo inflacije je bio jedan od najvažnijih ciljeva. Međutim, globalna finansijske kriza 2008. godine, te spašavanje velikih privatnih banaka putem javnih finansija narušilo je navedene postulate. Kriza izazvana kovidom 19 je u dodatno narušila fundamentalne principe monetarne politike EU.

Takođe i Evropska komisija usljed nedovoljnih izvora finansiranja, posegla je za dužničkim finansiranjem. Uveden je model prikupljanja sredstva putem emisije obveznica visoke solventnosti. Prikupljena sredstva se dalje distribuiraju u obliku kredita i grantova prema zemljama članicama. Navedenim načinom stvotvorena je mogućnost jeftinog zaduživanja i manje solventnih zemalja, koje bi se samostalno zaduživale po znatno višim kamatnim stopama.

Ekonomska i monetarna unija (EMU) predstavlja u svijetu jedinstven model u kojem se u vođenju ekonomske politike kombinuju, jedinstvena monetarna i decentralizovane ostale makroekonomske i strukturne politike od kojih se posebno ističe fiskalna politika. Stupanjem na snagu Pakta o stabilnosti i rastu, kao nastavka Mاستriških kriterijuma konvergencije, definisan je model decentralizovane fiskalne politike Evropske unije.

Vršenjem nadzora provođenja pravila definisanih Paktom o stabilnosti i rastu, zemlje su u obavezi da svoja srednjoročna budžetska salda dovedu u ravnotežu ili čak suficit, tako da bi u slučaju nastanka cikličnih pritisaka mogli da se nose sa njima ne prelazeći referentnu granicu od 3% BDP. Mehanizam nadzora provodi se putem tzv. dvostrukog sidra, odnosno putem dva kriterijuma konvergencije i to, nivoa budžetskog deficita i ukupnog javnog duga.

Nedostaci Pakta o stabilnosti i rastu prvi put su se manifestirali 2002. godine kada je došlo do usporavanja rasta u većini zemalja članica Eurozone, te je u toj situaciji većina zemalja bila pred obavezom da snosi predviđene kazne. U navedenoj situaciji donesene su odluke o preformulaciji pravila Pakta u smislu veće fleksibilnosti prema zemljama i razmatranju svakog slučaja odvojeno, uzimajući u obzir poslovne cikluse pojedinačnih zemalja.

Institucionalna kriza u funkcionisanju Pakta nastala je 2003. godine kada Vijeće za ekonomska i finansijska pitanja (ECOFIN) nije primjenilo kaznene odredbe na Francusku i Njemačku kada su preступile limite budžetskih deficita. Vijeće je tom prilikom donijelo odluku da se ovim zemljama ostavi rok do 2005. godine, da vrate nivo deficita u dozvoljene granice. Navedena odluka pokazala je nedosljednost institucija kada je u pitanju odlučivanju o interesima „velikih zemalja“. Svoju odluku opravdali su razlogom usporenja opšteg nivoa rasta na početku novog milenijuma.

Međutim, kada je u slučaju Portugala 2001. godine došlo do prekračenja zacrtane linije budžetskog deficita od 3% BDP-a, pod snažnim pritiskom Evropske komisije Portugal je morao da sreže javnu potrošnju. Zbog toga je već naredne godine portugalska ekonomija ušla u recesiju, dok se već 2005. godine, budžetski deficit popeo na nivo 5% BDP-a.

Navedeni primjer je pokazao da se rigidnim pristupom pravilima Pakta, bez uvažavanja pojedinačnih okolnosti u kojima se zemlja nalazi ne može postići kvalitetan dugoročni efekat.

Pravila Pakta više puta su osporavana od strane država članica zbog godišnjeg ciklusa primjene. Prijedlozi za izmjene išli su u pravcu primjene Pakta u ekonomskim ciklusima, jer ograničavanje javne potrošnje tokom recesionih perioda može usporiti rast ekonomije. Navedni problemi rezultirali su izmjenama pravila Pakta, odnosno popuštanja i uvođenja veće fleksibilnosti u primjeni sankcija za zemlje koje prekorače ograničenja Pakta. Zemlje kod kojih budžetski deficit pređe 3%, a u slučaju da mogu navedeno da obrazlože izvanrednim okolnostima, ne bi se primjenjivale kaznene odredbe. Pod istima se može uzeti u obzir ako je pad BDP-a iznad 2%, u slučaju stalnog opadanja ekonomije ili ako su u pitanju strukturne reforme, kao što je reforma penzionog sistema i sl. Takođe i vrijeme prilagođavanja pravilima Pakta je produženo.

Provođenje zajedničke stabilizacijske fiskalne politike putem koordinacije pojedinačnih fiskalnih politika zemalja članica, prvenstveno je podređeno ciljevima Ekonomske i monetarne unije. Ako u okviru Ekonomske i monetarne unije nastaju takvi diferencijalni šokovi koji pogode određenu državu, te ukoliko Unija ima restriktivnu monetarnu politiku usmjerenu na očuvanje cijena, jedini instrument za ublažavanje ekonomskih šokova ostaje fiskalna politika.

Učinci fiskalne politike su značajni i snažni u mjeri koliki je obim budžeta. Navedeno se odnosi kako na budžet Evropske unije tako i na nacionalne budžete. Budžet EU u proteklih 12 godina porastao za oko 20% sa 141 na 169,5 milijardi eura, što uz prateću stopu inflacije ne predstavlja značajnije povećanje. Međutim, isti se značajno promijenio iz aspekta struktura rashoda. Sedamdesetih godina na rashode iz oblasti poljoprivrede i ribarstva odlazilo je gotovo 80% budžeta, tok je sada taj oblik finansiranja zastupljen sa duplo manjim iznosom od oko 40%.

### **3. NOVI FINANSIJSKI INSTRUMENTI DUALNE REFORME**

Većina sredstava iz instrumenta NextGenerationEU u iznosu od 723,8 milijardi eura u tekućim cijenama potrošiće se u okviru Mehanizma za oporavak i otpornost. Mehanizam za oporavak i otpornost uključuje opsežnu finansijsku podršku javnim ulaganjima i područjima kao što su zeleni i digitalni projekti. Navedeno će biti raspoređeno u obliku bespovrat-

nih sredstava i to 338 milijardi i zajmova 385,8 milijardi eura<sup>2</sup>. Rezerva za prilagođavanje Brexitu od pet milijardi eura poslužiće kao podrška zemljama i privrednim sektorima koji su najpogođeniji izlaskom Velike Britanije iz Evropske unije. Evropska unija suočena je sa usporavanjem realnog rasta BDP zbog prekida u snabdijevanju i smanjene tražnje. Povećanje plata iznad produktivnosti može zadržati inflaciju na visokom nivou u dužem vremenu. Trenutni koeficijent ukupnog javnog duga dostigao je svoj maksimum i on je u 2021. godini iznosio 92% BDP-a. Razlike u nivou javnog duga između država članica su značajne. Očekuje se da će koeficijent duga iznad 100% BDP-a biti zadržan kod šest država, dok će ispod 60% ostati polovina članica. Procjenjuje se da bi suviše nagla konsolidacija javnog duga potkopala solventnost navedenih šest država, te je u tom kontekstu odlučeno da se privremeno zamrzne mehanizam koji se koristi u slučaju prekomjernog duga u okviru Pakta za stabilnost i rast. Izazovi dvostruke tranzicije nalaze se pred svim državama članicama. Klimatski i digitalni ciljevi zahtijevaju dodatne investicije putem kojih se očekuje podsticanje rasta. Predviđeno je da se u periodu od 2021. do 2030. godine za navedene namjene na godišnjem nivou utroši oko 520 milijardi eura. Investicioni jaz za postizanje digitalne transformacije procenjen je na 125 milijardi eura. Međutim, vidljiva je odlučnost evropskih aktera da naprave novi iskorak ka višem stepenu digitalizacije sa ciljem povećanja efikasnosti u svim sektorima, te ubrzanom prelasku na zelenu energiju dodatno uslovljenim ratom u Ukrajini. Putem instrumenta NextGeneration EU do 2026. godine planirano je obezbjeđenje 338 milijardi eura u vidu grantova i do 386 milijardi eura u kreditima. Od strane Evropske komisije vrši se valorizacija programa koje podnose države članice za svoje Planove opravka. Do sada su isti odobreni dvadeset i dvijema državama. Prioriteti evropske ekonomske politike i politike zapošljavanja strukturirani su oko sljedećih prioriteta:

- Životne sredine,
- Odživosti,
- Produktivnosti,
- Pravičnosti i
- Makroekonomske stabilnosti (European Commission, 2021).

---

2 <https://ec.europa.eu/info/strategy/eu-budget/long-term-eu-budget/2021-2027/>

Zelena agenda u bliskoj budućnosti predstavljajući ne samo investicijski potencijal za razvoj Evropske unije, već i bitan politički mehanizam na unutrašnjem, a posebno na spoljnotrgovinskom nivou. “Zelene mjere” svakako će biti jedna od glavnih prepreka za uvoz “nepodobnih” proizvoda na tržište Evropske unije. Planirano je i donošenje odluka o novom fiskalnom konsenzusu na bazi obezbjeđivanja održivosti duga što podrazumijeva i postepeno smanjenje koeficijenta visoko zaduženih zemalja i promovisanju održivog rasta kroz investicije i reforme.

Planirano je donošenje odluka o novom fiskalnom konsenzusu na bazi obezbjeđivanja održivosti duga, što podrazumijeva i postepeno smanjenje koeficijenta visoko zaduženih zemalja i promovisanju održivog rasta kroz investicije i reforme.

U tom kontekstu može se tumačiti i izjava Izvršnog potpredsjednika Komisije i povjerenika za trgovinu Valdisa **Dombrovskisa**: *“Obećali smo da ćemo trgovinu učiniti održivom i to obećanje danas ispunjavamo. Naši trgovinski sporazumi omogućili su nam uticaj na svjetskoj sceni te podstiču privredni rast i održivi razvoj, međutim, ubuduće želimo da još snažnije utiču na pozitivne promjene. Kako bi se to ostvarilo, sarađivaćemo sa svojim partnerima i pružati im podršku. Pojaćaćemo provođenje sporazuma, ali i pribjeći sankcijama ako se ne ispune ključne obaveze u području rada i klime.”*

#### 4. RIZICI INSOLVENTNOSTI EU

Nivo budžetskog deficita od 3% BDP-a ne predstavlja isti parametar kod zemlje koja ima nizak nivo javnog duga, u odnosu na zemlju kojoj javni dug prelazi iznos preko 100% BDP-a. Sa stanovišta vođenja aktivne kontradiktivne fiskalne politike, nivo ograničenja propisan Paktom o stabilnosti i rastu EU ne ostavlja zemlji dovoljnu mogućnost za djelovanje automatskih fiskalnih stabilizatora. U rastućim ekonomijama uravnotežen budžet nema neku značajniju ulogu. Ograničeni deficit onemogućava državne investicije, putem kojih se može doprinijeti višim stopama rasta u budućnosti, a samim tim i lakšoj otplati dugova, smanjenjem omjera deficita i BDP-a. Ukoliko je stopa rasta veća od nivoa deficita smatra se da je javni dug solventan.

Veći dio budžetski izdataka evropskih prezađuženih zemalja izdvaja se za pokriće kamata državnog duga, dok je manje od polovine budžeta

usmjereno na „izdatke države“. To nam govori u prilog činjenici da je država „jeftina“, ali da je teret prezaduženosti prevelik i ostavljen na teret narednim generacijama.

Ukoliko kamatne stope na javni dug premaše stopu rasta ekonomije, dug je dinamički postavljen, tako da se odnos javnog duga i BDP-a pogoršava. Samo po sebi isto je na duži rok neodrživo i zahtjeva korektivne akcije.

Ukoliko se želi nastaviti sa provođenjem Pakta, odnosno ograničavanje zaduživanja budžeta zamalja članica, nužno je povećati ulogu budžeta Evropske unije. Ojačavanje finansiranja sa centralnog nivoa pridodavanjem novog finansijskog instrumenta NewGeneration budžetu Evropske unije, svakako će biti ojačana makroekonomska stabilnost na srednji rok. Ono što ne treba zanemariti je činjenica da je novi finansijski instrument finansiran najvećim dijelom iz obveznica koje izdaje Evropska komisija. Na taj način teret dugovanja se sa već srednje i teško zaduženih zemalja Evropske unije prenosi na Evropsku komisiju kao supranacionalni organ, te ona na sebe preuzima rizik otplate ovoga duga.

U nacionalnim državama sa fiskalnim federalizmom uređuju se ovlasti lokalnih zajednica odnosno regionalnih organa u odnosu na centralne nacionalne organe vlasti (Škreb, 2009). Dio ovlasti u prikupljanju fiskalnih prihoda zavisi od nivoa centralizacije u pojedinačnoj državi, odnosno koliko su centralni organi vlasti spremni da prepuste fiskalnih ovlasti za ubiranje poreza nižim organima (Oates, 1972).

Sa aspekta fiskalne pozicije Evropske unije bilo bi povoljnije da je uveden novi značajniji izvor finansiranja u obliku određene vrste poreza na nivou Evropske unije, putem koga bi bila vršena automatska preraspodijela bogatstva, odnosno ublaženi ekonomski disbalansi između privredno i industrijski vrlo razvijenih zemalja centra i manje razvijenih, tzv. perifernih zemalja.

Princip budžetske ravnoteže (the principle of equilibrium), znači da prihodovna i rashodovna strana moraju biti u ravnoteži, odnosno da finansiranjem budžeta zaduživanjem nije dozvoljeno. Međutim, Evropska unija putem različitih fondova koji se finansiraju na bazi izdavanja obveznica od 2012. godine, uvela je sistem dužničkog finansiranja sa nivoa Evropske unije. Kroz zadnji Višegodišnji finansijski okvir 2021-2027, takođe se potencira novi finansijski instrument futurističkog naziva Next-

GenerationEU, a koji takođe na posredan način predstavlja dužnički oblik finansiranja budžetskih potreba, kome je garant Evropska komisija.

Unazad dvije godine na snazi je Odluka donijeta od strane Evropske komisije o “Zamrzavanju postupaka u slučaju prekomjernog deficita”. Usto odluka je donijeta uslijed vanrednih pritisaka na budžet izazvanih pandemijom, međutim, ona je produžena iz razloga novonastalih kriznih okolnosti proizašlih iz rata u Ukrajini.

Na osnovu naprijed navedenog, očito je da Evropska unije prolazi kroz ekonomsku krizu uslovljenu faktorima prezaduženosti i inflacije. Kreatori monetarne i fiskalne politike odlučili su se da pribjegniju monetarnom finansiranju duga kroz politiku jeftinog novca i finansijske fondove. Za očekivati je da bi visoka stopa inflacije mogla “pojesti” značajan iznos dugova, te na taj način rasteretiti prezadužene zemlje. Međutim, inflacija će na isti način pojesti i štednju, što bi moglo uticati i na značajniji pad životnog standarda stanovništva Evropske unije, kao i zemalja koje su u njenom polju uticaja.

Kao glavni prioritet fiskalnog sistema Evropske unije postavljen je cilj očuvanja fiskalne stabilnosti i stabilizacijske politike, sa posebnim zadatkom održavanja cijena kao glavnog cilja jedinstvene antiinflacione monetarne politike. Fiskalni položaj zemalja članica regulisan je prvenstveno Mastroškim kriterijumima konvergencije koji su kasnije dopunjeni kroz Pakt o stabilnosti i rastu, a kasnije sa Paktom za euro plus, kojim je dodatno definisana tzv. procedura kod prekomjernih deficita.

Iako organi Unije, a u prvom redu Komisija, odobravaju i vrše nadzor nad programima stabilizacije zemalja članica, najveći dio odgovornosti snose ipak organi vlasti na nacionalnom nivou, jer su u krajnjoj liniji oni odgovorni prema svojim građanima.

Od uvođenja jedinstvene valute 2002. godine, na osnovu ispitanih finansijskih i fiskalnih indikatora odnosa BDP-a i javnog duga, BDP-a i budžetskog deficita, te nivoa dugoročnih kamatnih stopa na državne instrumente duga, utvrdili smo da je došlo do značajnog pogoršanja fiskalnog položaja većine zemalja članica Eurozone.

Jedan od razloga trenutne krize je i neujednačenosti ekonomija koje su ušle u monetarnu uniju, odnosno koje su svoje valute zamjenile za euro, što je dovelo do toga da slabije razvijene zemlje krenu u smjeru budžetskog finansiranja potrošnje.

Početno konvergiranje kamatnih stopa, koje je trajalo do početka 2009. godine, uslovljeno svijetskom krizom, te nedosljednim provođenjem pravila fiskalne stabilizacije, uz neadekvatne strukturne reforme, prvenstveno tržišta rada i sistema penzionog i socijalnog osiguranja, dovelo je do toga da države „periferije“ dospiju na rub bankrota.

Model fiskalnog federalizma koji se primjenjuje u Evropskoj uniji, uz nedovoljan budžetski okvir koji ne prepoznaje mogućnost zaustavljanja anticikličkih procesa putem ugrađenih automatskih fiskalnih stabilizatora, u recesionim periodima nedovoljno doprinosi konvergenciji zemalja članica.

Primjenom nove finansijsko-fiskalne arhitekture, koja se ogleda u Evropskom fondu za finansijsku stabilnost, te Evropskom stabilizacionom mehanizmu u duhu Strategije Evropa 2020, te novom finansijskom instrumentu NextGenerationEU, srednjeročno je ojačana finansijska pozicija evropskih zemalja.

Osnovni cilj navedenih mehanizama je da spriječe finansijski krah Eurozone, putem prijeteće nelikvidnosti banka, zbog potencijalne nesolventnosti „perifernih zemalja“, a koji bi se mogao domino efektom proširiti Eurozonom.

Najveći povjerioci potencialno nesolventnih država su banke iz centralnih zemalja Euro zone, odnosno najsnažnijih evropskih ekonomija, Njemačke i Francuske. Navedene banke su prvenstveno bile zainteresovane za ojačavanje kapaciteta Fonda za finansijsku stabilnost i Evropskog stabilizacionog mehanizma, te njihovih emisija instrumenata duga, koje se čak emituju i po negativnoj kamatnoj stopi.

Putem emisija obveznica Evropskog fonda za finansijsku stabilnost, finansira se likvidnost kriznih zemalja za otplatu dugova upravo prema velikim evropskim bankama.

Procesi koji se događaju u Evropskoj uniji i Euro zoni u posljednjih godina, ukazivali su da bi moglo doći do disolucije uslijed napuštanja temeljnih principa solidarnosti i konvergencije.

Na osnovu naprijed navedenog, može se zaključiti da instrumenti fiskalnog sistema Evropske unije, svojim funkcionisanjem nisu u dovoljnoj mjeri zadovoljili postavljene ciljeve, te da su loše uticali na efikasnost fiskalnog sistema Evropske unije.

## 5. FISKALNA POZICIJA BOSNE I HERCEGOVINE

Prema izvršenoj analizi makroekonomskih parametara, koji se tiču odnosa BDP i javnog duga, odnosno odnosa BDP i budžetskog deficita, Bosne i Hercegovina ispunjava Mastroške kriterijume konvergencije. Obzirom da je u Bosni i Hercegovini kurs konvertibilne marke fiksno vezan za euro, sa navedenog aspekta potencijalno su ispunjeni i uslovi za ulazak u Eurozonu obzirom da se prilikom ulaska u monetarnu uniju traži stabilnost deviznog kursa. Prema svim ekonomskim i formalnim parametrima fiskalni sistem Bosne i Hercegovine u potpunosti konvergira sa fiskalnom sistemom Evropske unije.

Zbog nepostojanja konsenzusa oko budućeg pravca monetarne politike, postojeći sistem "Valutnog odbora" sve više predstavlja ograničavajući faktor ekonomskog razvoja Bosne i Hercegovine. Uzmemo li u obzir da je kao uslov u predpristupnim pregovorima Bosne i Hercegovina u potpunosti morala da liberalizuje svoju carinsku politiku prema Evropskoj uniji, samim tim u proteklim godinama domaći privrednici su zbog precijenjenog kursa konvertibilne marke bili u nepovoljnoj poziciji u odnosu na privrednike iz susjednih zemalja.

Obzirom da sistem "Valutnog odbora" ne dozvoljava korištenje instrumenata aktivne monetarne politike, odnosno monetarne regulacije (osim instrumenta obavezne rezerve) – (Muratović, 2022). Bosna i Hercegovina na određeni način dijeli sudbinu perifernih zemalja Eurozone.

Trenutno stanje u svijetu, te promjene koje ubrzano sljede određiću način života ovoj, ali i budućim generacijama. Bosna i Hercegovina u tom svjetlu treba da se priključi procesima koje vodi Evropska unija u oblasti digitalizacije i zelene energije. Strateški značaj Evropske unije u najvećoj mjeri određuje i naše politike u svim sferama. Prilagodba evropskim standardima je tehničko-pravno pitanje i zakonodavstvo Bosne i Hercegovine u najvećoj mjeri konvergira evropskom pravnom nasleđu. Veći problem je nedostatak unutrašnjeg političkog konsenzusa oko bitnih strateških ciljeva i metoda ekonomske politike.

Sa oko tri i pol miliona stanovnika Bosna i Hercegovina je u redu najmanjih evropskih država. Njena ekonomsko-politička važnost u geopolitičkim okvirima je samim tim minimalna. Pozitivni ekonomski trendovi posljednjih godina pružaju šansu za ekonomskim napretkom,

omogućujući u perspektivi svojim stanovnicima pristojan život. Možemo zaključiti da je potrebno učiniti sve potrebne reforme, koje osim ispunjavanja standarda podrazumijevaju i prilagođavanje politika, da bi se na vrijeme uhvatio priključak u novim procesima koji se ubrzano dešavaju.

Svijet kakav danas poznajemo već za deset godina ukoliko se ispu-  
ne reformski ciljevi Evropske unije, u mnogome će se razlikovati. Zelena agenda, koja nije politički marketinški pamflet kako to ponekad izgleda iz naše pozicije, dodatno je uslovljena postojećim čvrstim zauzimanjem geopolitičkih pozicija, značajno će otvoriti prostor za upotrebu novih tehnologija.

Postizanjem unutrašnjeg konsenzusa u Bosni i Hercegovini od ključnog je značaja u vremenu koje dolazi, prvenstveno iz razloga da se ne bi kasnilo u donošenju bitnih odluka koje se tiču prilagodbe dvostrukoj agendi Evropske unije, koja se odnosi na digitalizaciju i zelenu politiku. Naše komparativne prednosti u energetske sektoru pružaju nam dodatnu razvojnu priliku da za novi investicioni ciklus kojim bi u srednjoročnom razdoblju obezbjedili makroekonomsku stabilnost i kontinuiran rast. Prelazak na zelenu energiju uz neminovno kreiranje destimulirajućih poreza i carina na CO<sub>2</sub>, trebalo bi što prije prepoznati kao realnost te bi svoje kapacitete trebali usmjeriti u pravcu praćenja odluka evropskih institucija i traženju povoljnijih izvora finansiranja za poboljšanje energetske učinkovitosti i postepenog prelaska na zelenu energiju.

Takođe i oblast digitalizacije predstavlja ništa manju razvojnu priliku. Obzirom da imamo nepovoljne demografske trendove, evidentno je da svoje kapacitete trebamo razvijati poboljšanjem izvrsnosti. Tome će svakako doprinijeti dodatna digitalizacija u oblasti obrazovanja, čime bi se mladim otvorila mogućnost da na institucionalan i planski način, razvijaju kompetencije za komercijalni, a ne samo konzumentski pristup, saiber prostoru. Svijet u kojem živimo brzim koracima se mjenja, te u skladu sa tim trebamo se mjenjati i mi.

Bosna i Hercegovina je u svoje zakonodavstvo implementirala odredbe Šeste direktive EU o usklađivanju poreza i usaglasila stope indirektnih poreza i stopu poreza na dobit preduzeća, kao direktnog poreza, ali ne i doprinose i druge fiskalitete i parafiskalitete. Tako, Bosna i Hercegovina ima jedinstvenu stopu PDV-a od 17%. Iako u nekim zemljama Evropske unije postoje i povlaštene i nulte stope, Bosna i Hercegovina se

odlučila za jedinstvenu stopu, najviše iz razloga sprječavanja poreske evazije. Standardne stope PDV-a se u Uniji kreću od 17% do 25%.

Vidljivo je da Bosna i Hercegovina djeli najnižu standardnu stopu PDV-a sa Luksemburgom. Unutar Evropske unije jedino Danska primjenjuje jedinstvenu stopu PDV-a, i to od 25%, što je ujedno i maksimalno moguća stopa prema propisima Evropske unije. Međutim, činjenica je da jedinstvena stopa PDV-a stoji kao težnja evropskog fiskalnog zakonodavstva, tako da jednostopni sistem PDV-a, prisutan u Bosni i Hercegovini, u potpunosti zadovoljava okvire propisanih stopa PDV-a u Evropskoj uniji. Vrste finansijskih i novčanih usluga koje su oslobođene PDV-a u Bosni i Hercegovini su<sup>3</sup>:

- usluge osiguranja i reosiguranja,
- promet nepokretne imovine, izuzev prvog prenosa prava svojine ili prava raspolaganja novoizgrađenom nepokretnom imovinom,
- izdavanje u zakup i podzakup stambenih objekata na period duži od 60 dana,
- finansijske usluge (odobravanje i upravljanje kreditima; usluge povezane sa upravljanjem depozitima, ušteđevinom i bankovnim računima, vođenjem platnih transakcija; trgovanje dionicama/akcijama ili drugim vidovima učešća u preduzećima; upravljanje investicionim fondovima)
- važeće poštanske marke, porezne markice, administrativne i sudske takse, te
- igre na sreću.

Direktiva Vijeća broj 2006/112/EZ od 28. novembra 2006. godine o zajedničkom sistemu poreza na dodanu vrijednost sa izmjenama i dopunama, u poglavlju 3. član 135. stav 1. propisuje koje su finansijske i novčane usluge izuzete od oporezivanja, što je u potpunosti preuzeto u našem zakonodavstvu<sup>4</sup>.

Rasprava koja se vodi u Bosni i Hercegovini na temu uvođenja diferencirane stope PDV-a svoje uporište nalazi u domenu socijalne politike jer se smatra da ne bi trebalo primjenjivati iste stope poreza na osnovne

---

3 <http://www.new.uino.gov.ba>

4 <https://eur-lex.europa.eu/legal-content>

životne namirnice, usluge humanitarnog karaktera, lijekove i sl. sa proizvodima i uslugama luksuzne namjene. Međutim, uzimajući u obzir opasnost od poreske evazije, koja bi bila uvećana primjenom diferencirane stope PDV-a, smatramo da svaki eventualni rizik po makroekonomsku stabilnost, koja je zahvaljujući izuzetno povoljnim trendovima u ubiranju PDV-a od njegovog uvođenja do danas, postao bi upitan. Socijalni razlozi, koji vrlo argumentovani kroz smanjenje životnog standarda usljed povećanja cijena svih proizvoda, ne mogu se riješiti samo putem diskrecionih mjera fiskalne politike.

U navedenom kontestu bitno je sagledati i ulogu monetarne politike u Bosni i Hercegovini. Monetarna politika Bosne i Hercegovine, kao drugi stub ekonomske politike, nije na vrijeme evoluirala. Zbog navedene činjenice Bosna i Hercegovina, zbog pada vrijednosti Eura kao valutnog sidra konvertibilne marke, svakodnevno gubi milione monetarne aktive koja je vezana za Euro. Aktivnijom monetarnom politikom koja svakako traži ekspertske angažman Bosna i Hercegovina bi unaprijedila svoju makroekonomsku poziciju, te otvorila mogućnost izlaska iz grupe nerazvijenih zemalja, a što bi samo po sebi doprinijelo povećanja životnog standarda i poboljšanju položaja socijalno osjetljivih kategorija stanovništva.

Akcize u Bosni i Hercegovini uvedene su na naftu i naftne derivate, duhan i duhanske prerađevine, pića i na kafu. Dakle, struktura proizvoda koji podliježu akciznim porezima svodi se na četiri grupe proizvoda i ona je u okviru strukture akciznih proizvoda koji postoje u Evropskoj uniji. Iako su stope akciznih poreza u okvirima koji postoje u Uniji, problem je u činjenici da stanovništvo Bosne i Hercegovine ima neuporedivo manje prihode od stanovništva Unije, tako da ih je nerazumno porediti sa socijalnog aspekta.

Ulaskom u monetarnu uniju zemlje članice odrekle su se deviznog kursa kao bitnog instrumenta monetarne politike. Devizni kurs predstavlja cijenu po kojoj se valute jedne zemlje razmjenjuje za valutu druge zemlje. Pomoću deviznog kursa zemlje mogu da razvijaju svoju ekonomsku doktrinu, podstičući konkurentnost svojih proizvoda u inostranstvu. Devizni kurs predstavlja način definisanja cijena u međunarodnoj razmjeni i odsustvu jedinstvenog monetarnog sredstva (Jotanović, 1999:199).

## 6. ZAKLJUČAK

Evropska unija suočena je usporavanjem rasta BDP zbog različitih razloga (prekida u snabdijevanju određenim inputima ili visokim povećanjima njihovih cijena, kao što je sada slučaj sa energentima). Povećanje plata iznad produktivnosti može zadržati inflaciju na visokom nivou u dužem periodu. Pored njih, troškovnu inflaciju generirao je i enorman porast cijena energenata, nastalih kao posljedica uvođenja sankcija Rusiji. Koeficijent ukupnog javnog duga EU dostigao je 92% BDP, što je maksimum. Razlike u nivou duga su značajne jer šest država članica ima javni dug između 60-100% (Njemačka, Hrvatska, Mađarska, Slovenija, Slovačka, Finska), sedam država članica imaju javni dug iznad 100% (Belgija, Grčka, Italija, Španija, Francuska, Kipar, Portugal), dok su ostale države članice ispod nivoa od 60% (Bugarska, Češka, Danska, Estonija, Irska, Letonija, Litvanija, Luksemburg, Malta, Holandija, Poljska, Rumunija, Švedska). Pred Evropskom unijom na redu su izazovi dvostrukih tranzicija (klimatski i digitalni), za čije je finansiranje predviđeno da se u periodu 2021. do 2030. na godišnjem nivou utroši po 520 milijardi eura. Putem instrumenta NexGeneration EU do 2026. godine, planirano je da se u vidu grantova obezbijedi 338 milijardi eura, a u vidu kredita 386 milijardi eura.

Kakve su implikacije na Bosnu i Hercegovinu? Obzirom da se većina devizne aktive Centralne banke Bosne i Hercegovine nalazi u vrijednosnim papirima denominovanim u valuti Euro, zbog eksternalija u vidu porasta cijena uvoznih proizvoda i visoke stope inflacije, Bosna i Hercegovina je na putu da izgubiti značajan kapital. Monetarna politika Bosne i Hercegovine nije proaktivna. Određenu monetarnu stabilnost pruža sistem Currency board-a, međutim navedena svoje težište pronalazi u valitnom sidru odnosno Euru. Uzimajući u obzir činjenicu da se Evropska unija odlučila za monetarno finansiranje duga, što svjesno vodi do pada vrijednosti Eura, u budućnosti se kroz ovakvu konstantnu stopu inflacije svakako može očekivati i devalvacija Eura. Očito je da bi u takvom scenariju Bosna i Hercegovina zbog svoje monetarne politike izgubila ne mali dio nacionalnog bogatstva. Održavanje zlatno deviznog standarda po svaku cijenu (što u biti predstavlja fiksnoš kursa KM za euro, ali ne po tržišnoj, već po unaprijed određenoj vrijednosti), koji su sve razvijene zemlje napustile još 1970-tih godina i izbjegavanja monetarno-kreditne

multiplikacije, potpuno je destimulativno po privredu Bosne i Hercegovine. Zaduženje na stranim tržištima uvijek je nepovoljnije nego što je to slučaj kod aktivne monetarne politike domaće centralne banke, koja putem operacija na otvorenom tržištu plasira novac finansijskim institucijama i privrednim subjektima.

Posmatrajući naš finansijski sektor možemo primjetiti da se većina kapitala nalazi u rukama stranih banaka. Navedeno ima za posljedicu da je većina kredita vezana "valutnom klauzulom" za valutu matične zemlje. Samim tim je zemlji domaćinu uskraćen značajan dio monetarnog suvereniteta iz razloga što u slučaju da se zemlja odluči na devalvaciju domaće valute, ista mjera ne bi mogla pomoći smanjenju nivoa duga.

## 7. LITERATURA

1. Andrašec, A: Javni vs. vanjski dug u zemljama Evropske unije, Pula 2019.
2. Ferry, J.P: *Europe's Small Steps and Giant Leaps*, Brisel, Project Syndicate, 2011.
3. Grimani, V: *Potrošačko društvo i život na dug*, Rijeka, Sveučilište u Rijeci, Filozofski fakultet, Odsjek za kulturalne studije, 2022.
4. Hasanbegović, E: *Fiskalni podsticaji u funkciji većeg dotoka straih investicija*, Pregledni rad, Sveučilište/Univerzitet „Vitez“, Travnik, 2019.
5. James, H: *Germany's Fiscal Follies*, Princeton, Project Syndicate, 2009.
6. *Jedinstveni evropski akt*, Evropska komisija, Luksemburg, 1986.
7. Jotanović, G.Č: *Međunarodni ekonomski odnosi*, Banja Luka, Ekonomski fakultet u Banja Luci, 1999.
8. *Konačno donošenje (EU, Euratom) 2022/182 opšteg budžeta Evropske unije za finansijsku godinu 2022.*
9. *Kvartalni izvještaj o vanjskom dugu BiH I kvartal 2022*, Ministarstvo finansija BiH, 2022. godina;
10. *Mac Dougall izvještaj - uloga javnih finansija u evropskim integracijama*, Brisel, Evropska komisija, 1977.
11. *Međuinstitucijski sporazum od 16. decembra 2020. između Evropskog parlamenta, Vijeća Evropske unije i Evropske komisije o budžet-*

*svoj disciplini, saradnji u budžetskim pitanjima i dobrom finansijskom upravljanju te novim vlastitim sredstvima, uključujući plan za uvođenje novih vlastitih sredstava;*

12. Muratović, H.: Centralno bankarstvo, Primus, Gradiška, 2017.
13. Muratović, H.: Kako kreirati i implementirati monetarnu politiku BiH?, IANUBIH, Sarajevo, februara 2022.
14. Muratović, H: *Javni dug poluga savremenih finansija*, Gradiška, Primus, 2019.
15. *Način pružanja pomoći: Smjernice za upravljanje projektnim ciklusom*, Brisel, Evropska komisija, Ured za saradnju Evrope, EuropeAid Cooperation Office, Opšta uprava za razvoj, Development DG, 2008.
16. Oates, W.E: *Fiscal federalism*, Njujork, Harcourt Brace Jovanovic, 1972.
17. Obadić, A: *Koordinacija ekonomskih politika i fiskalni kriteriji konvergencije u procesu proširenja EU*, Zagreb, Zbornik Ekonomskog fakulteta u Zagrebu, 2005.
18. *Odluka vijeća (EU, Euratom) 2020/2053 od 14. decembra 2020. o sistemu vlastitih sredstava Europske unije te o stavljanju izvan snage Odluke 2014/335/EU, Euratom;*
19. *Odluka vijeća EU (EU, Euratom) 2020/2053 od 14.12.2020. godine;*
20. *Okvir EU fiskalne politike*, Evropski parlament, Strazbur, 2021. godina;
21. *Preporuke Vijeća o nacionalnim programima reformi za 2022. za sve države članice i mišljenja Vijeća o ažuriranim programima stabilnosti ili konvergencije*, 9602/22, Vijeće Evropske unije, Brisel, 2022.
22. See European Commission (2021) 'Annual Sustainable Growth Survey 2022.
23. Sinn, H.W: *The Trouble with Eurobonds*, Minhen, Project Syndicate, 2011.
24. Sinn, H.W: *Two Models for Europe*, Minhen, Project Syndicate, 2011.
25. Škreb, M.K: *Fiskalni federalizam*, Zagreb, Finansijska teorija i praksa, Institut za javne finansije Zagreb, 2009.
26. Soros, G: *Financial Turmoil in Europe and United States*, New York, Public Affairs, 2012.
27. Stiglic, Dž. E: *Velika podela*, Novi Sad, Savremena knjiga, 2015.

28. Stiglic, J: *Evro*, Beograd, Akademska knjiga, 2016.
29. Tirol, Ž: *Ekonomija za opšte dobro*, Novi Sad, Savremena knjiga, 2019.
30. *Uredba (EU) 2020/2092 Evropskog parlamenta i Vijeća od 16. decembra 2020. o opštem režimu uslovljenosti za zaštitu Budžeta Unije*, L 433 I/1, Službeni list EU, 2020.
31. *Uredba vijeća (EU) 2020/2094 od 14. prosinca 2020. o uspostavi Instrumenta Europske unije za oporavak radi potpore oporavku nakon krize uzrokovane bolešću COVID-19*, L 433 I/23, Vijeće Evrope, Službeni list EU, 2020.
32. *Uredba vijeća (EU, Euratom) 2020/2093 od 17.12.2020. godine kojom se utvrđuje višegodišnji finansijski okvir za period 2021.–2027. godine*;
33. *Zaključak Savjeta Evrope 24/25 marta 2011 godine, o formiranju Evropskog stabilizacionog mehanizma*, (Conclusions 24/25 March 2011. European Council, Brussels, 20.april 2011.).
34. <http://www.new.uino.gov.ba>
35. <https://eur-lex.europa.eu/legal>
36. <https://ec.europa.eu/info/strategy/eu-budget/long-term-eu-budget/2021-2027/>