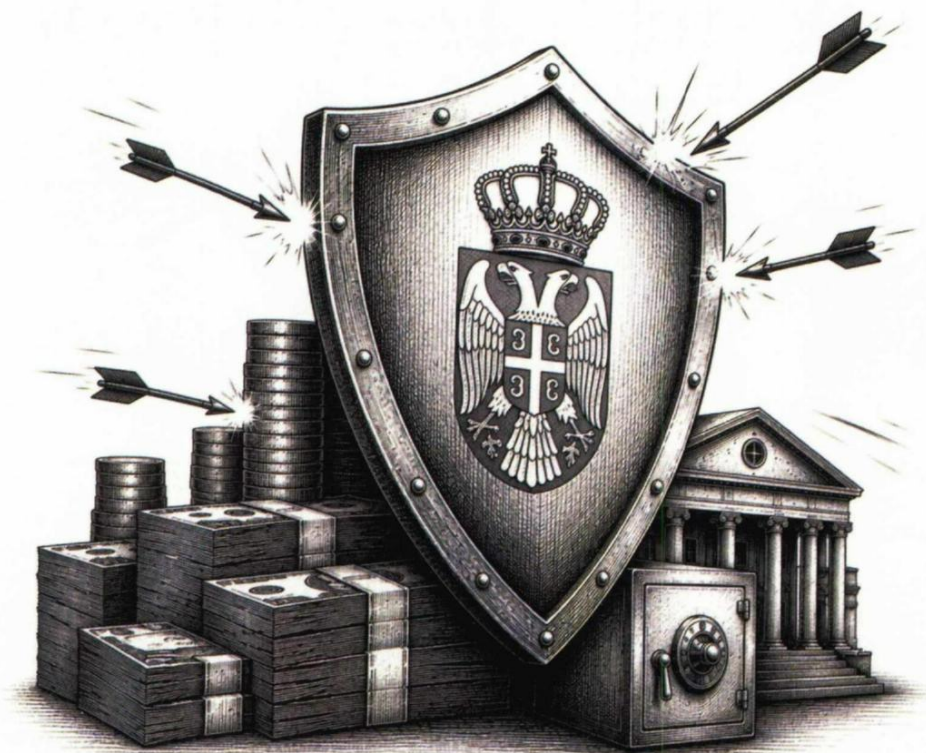


ЕКОНОМИЈА
ECONOMIA

ФИНАНСИЈЕ БЕЗ СЕНЗАЦИЈА

Пре него што су били познати сви детаљи новог дуга, део опозиције већ је пресудио да је реч о финансирању предизборних обећања и доказу о пропасти јавних финансија. Проблем је што за такве тврдње није понуђен ниједан доказ, док су и инструмент задуживања и услови под којима је закључен у складу са уобичајеном међународном праксом

БОЈАН ДИМИТРИЈЕВИЋ

Међународно тржиште капитала регулисано је врло прецизним правилима и прописима и на њему се државе могу задуживати само на строго формалан начин, према тржишно утврђеним параметрима и на основу уобичајене праксе коју примењују сви ак-

тери тог тржишта. У најновијем случају, држава Србија се задужила за 500 милиона евра, а оно што је додатно „подигло прашину“ међу аналитичарима који критички (понекад злонамерно) прате потезе Владе и у оквиру опозиционих странака (чији је посао да критикују Владу, често злонамерно) јесу две чињенице: прво, то је времен-

ски тренутак у ком је дошло до задуживања (Шумадинци би, да будемо иронични, рекли тајминг) и, друго, начин на који се Влада задужила.

Заједничка тврдња је да се Влада задужила баш у овом тренутку, да би финансирала пакет предизборних обећања тежак око 600 милиона евра, а чију смо садржину анализира-



Datum: 23.07.2026

Medij: Kompas

Rubrika: Ekonomija

Autori: Bojan Dimitrijević

Teme: Svetska banka; Evropska banka za obnovu i razvoj (EBRD)

Napomena:

Površina: 2014



Naslov: FINANSIJE BEZ SENZACIJA

Strana: 66,67,68,69

Табела 1: Преглед задуживања државе Србије на међународном тржишту капитала (еврообвезнице) у периоду 2012.-2026. година:

Година	Инструмент	Износ	Валута	Камата	Намена
2012.	Еврообвезнице	≈1 млрд.	УСД	око 7,25%	Финансирање буџета
2013.	Еврообвезнице	≈1,5 млрд.	УСД	око 6,25%	Рефинансирање и дефицит
2015.	Еврообвезнице	≈1 млрд.	ЕУР	око 4,875%	Рефинансирање
2018.	Еврообвезнице	≈1 млрд.	ЕУР	око 1,62%	Рефинансирање скупог дуга
2019.	Еврообвезнице	≈1 млрд.	ЕУР	око 1,50%	Рефинансирање
2021.	Еврообвезнице	≈1 млрд.	ЕУР	око 1,65%	Инвестиције и рефинансирање
2022.	Еврообвезнице	≈1 млрд.	УСД	око 6,25%	Финансирање током раста камата
2023–2025.	Домаће и међународне емисије	више милијарди	РСД/УСД	4–7%	Буџет и инвестиције
април 2026.	Вишевалутна међународна емисија	око 3 млрд.	ЕУР/УСД	5–5,5%	Рефинансирање и нове потребе
јул 2026.	Приватни пласман	500 мил.	ЕУ ПО	4,75%	Одбрана и капитални издаци

Извор: Министарство финансија Републике Србије, Управа за јавни дуг, Народна банка Србије

ли у прошлом броју (претежно мере социјалног карактера и једнократне исплате), јер, по њима, нема довољно средстава на рачуну буџета, па држава мора да се задужи. Друга тврдња јесте да је реч о нестандардном начину задуживања преко тзв. приватних пласмана којима власт до сада није прибегавала, а што ствара проблем нетранспарентности и могућих повећаних трошкова задуживања. Стога ова тема заслужује наша додатна објашњења.

Читалаца ради, треба рећи да, у основи, постоје нека четири начина задуживања државе на међународном тржишту капитала:

1. Директни кредити који се узимају од међународних финансијских институција (ММФ, СБ, ЕБРД) или билатерални кредити (од појединих држава, као рецимо Кине);

2. Јавне аукције, јавне међународне емисије обвезница (на пример, еврообвезнице које је Србија емитовала), што је најчешћа пракса за коришћење комерцијалних средстава и коме прибегава већина земаља (САД, Немачка, Француска);

3. Тзв. синдикуване – удружене емисије, где више инвестиционих банака као група врши продају обвезница великим институционалним инвеститорима; реч је о великим износима и новим емисијама хартија од вредности;

4. Приватни пласмани, где се обвезнице продају једном инвеститору или групи унапред одабраних приватних инвеститора без јавне аукције.

Основни приговор заснива се на одсуству јавног надметања, што може повећати трошкове отплате дуга, а такође, јавност не зна ко су купци овако емитованих државних обвезница. Да ли је на овај начин држава Србија урадила нешто нерегуларно? Одговор је НЕ

Министарство финансија користило је управо овај четврти начин – приватни пласман, а оно што се зна о условима задуживања јесте следеће: ради се о суми од 500 милиона евра; трансакција је договорена 14. јула, са каматном стопом од 4,75% годишње и са роком враћања од шест година. Годишњи трошак сервисирања овог дуга износиће 23,75 милиона евра, а укупни трошак сервисирања биће 142,5 милиона евра. Средства су, према званичним наводима, намењена за модернизацију система одбране, улагања у набавку војне опреме и друга улагања у сектор одбране.

Које су предности и недостаци оваквог начина задуживања? Предност свакако почива на чињеници да се средства прикупљају брже, са мање трошкова, када су инвеститори унапред познати, у околности нестабилног тржишта и потребе за брзим задуживањем. Основни приговор заснива се на одсуству јавног надметања, што може повећати трошкове отплате дуга, а такође, јавност





Datum: 23.07.2026

Medij: Kompas

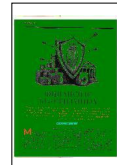
Rubrika: Ekonomija

Autori: Bojan Dimitrijević

Теме: Svetska banka; Evropska banka za obnovu i razvoj (EBRD)

Napomena:

Površina: 2014



Naslov: FINANSIJE BEZ SENZACIJA

Strana: 66,67,68,69

ЕКОНОМИЈА

не зна ко су купци овако емитованих државних обвезница.

Да ли је на овај начин држава Србија урадила нешто нерегуларно?

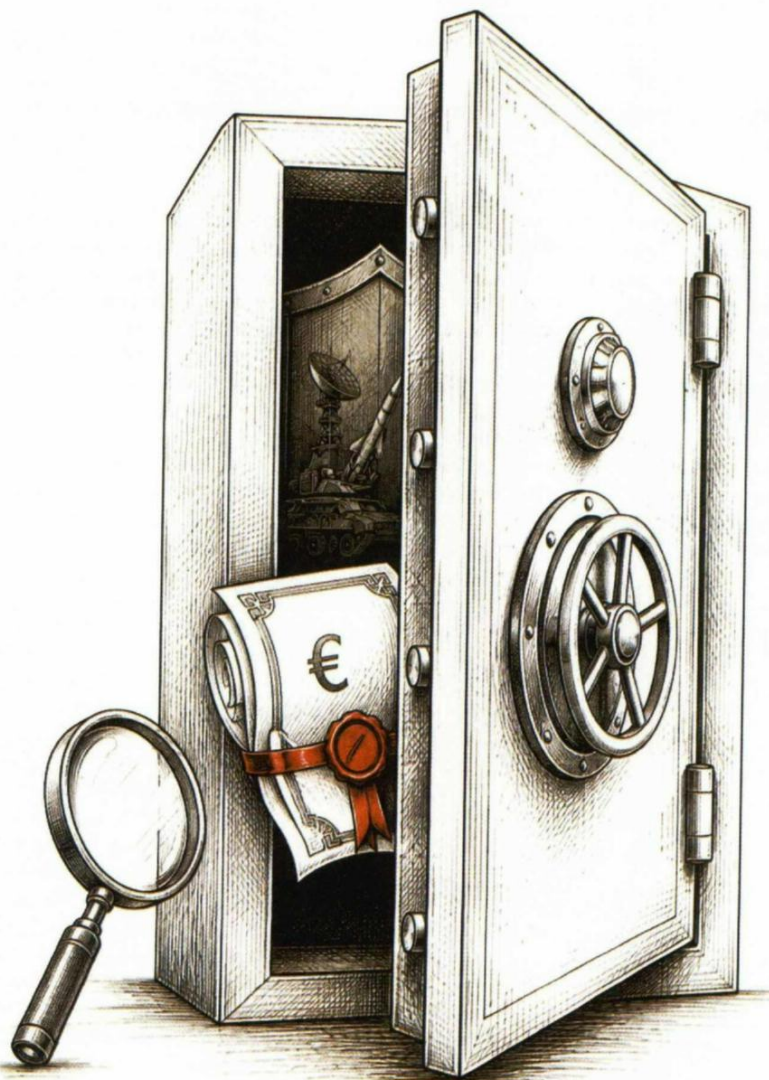
Одговор је НЕ!

Приватни пласман је регуларан и признат инструмент међународног задуживања и њему прибегавају готово све земље, међу њима и Европска унија за мање износе у програмима помоћи; током 2026. године овакав облик задуживања користиле су Заливске земље (Емирати, Катар, Кувајт), што се може објаснити хитно нараслим војним трошковима због прегрејане геополитичке

Табела 2: Расходи за камате у милијардама евра за период 2018–2026.

Година	Расходи за камате
2018.	око 900 мил. €
2020.	око 1,1 мил. €
2022.	око 1,5 млрд. €
2024.	око 1,6 млрд. €
2026. (процена)	Око 1,8 млрд. €

Извор: Фискална стратегија, Управа за јавни дуг, Министарство финансија.



ситуације и рата између САД и Ирана.

Да ли је камата висока и да ли су трошкови сервисирања овог дуга значајно већи?

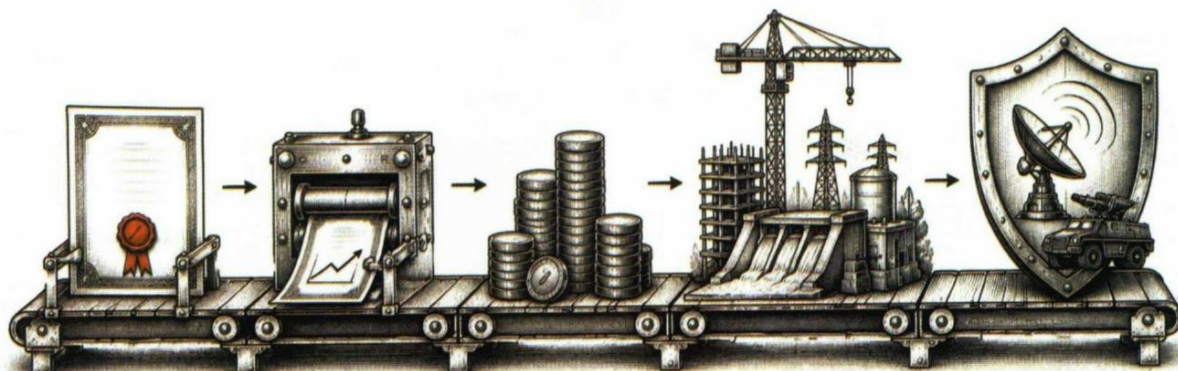
То се не може рећи, јер је ово уобичајена камата за земљу као што је Србија у садашњим међународним условима и с обзиром на ниво ризика.

Шта тврди Влада, а који су аргументи стручне јавности?

Влада истиче да су трошкови задуживања уобичајени, да одсуство аукције није повећало терет задуживања и да је ово био најефикаснији и најбржи начин да се до потребних средстава дође у овом тренутку. Имајући у виду сложеност геополитичке ситуације, рат у Украјини, Заливски рат, тензије у окружењу (Косово и Метохија, БиХ, војну сарадњу Албаније, Хрватске и тзв. Косова као мини-тројни пакт), изненадно улагање у одбрану делује као врло убедљив аргумент у овом тренутку, а налаже хитност и делимичну тајновитост извора средстава! И премда се зајам може употребити и за друге намене (рецимо пакет социјалних мера), Владино објашњење звучи разумно, што ће се на завршном рачуну вероватно и идентификовати као додатни расходи на позицији намењеној трошковима одбране Србије.

Стручна јавност (шта год то понекад значило), критикује одсуство јавне аукције, висину каматне стопе и оправданост задуживања за одбрану у овим условима. Ми смо већ нагласили да камата није превисока, штавише, то је уобичајена каматна стопа у овим условима. Имајући у виду да трошкови одбране расту свуда у свету, а нарочито код земаља ЕУ и чланица НАТО, чини се да је улагање Србије у тај сектор тренутно сасвим оправдано. Ако се притом дода да је Србија војно неутрална земља са сложеном безбедносном ситуацијом у непосредном окружењу, чини се да су повећани издаци у овој области (који имају карак-





тер хитности), сасвим логични и оправдани. Сумњу свакако изазива аргумент да се Влада управо задужује за износ приближно једнак најављеном пакету социјалне помоћи, али то заиста може да буде само пука коинциденција и није доказ да ће ова средства бити намењена за те сврхе, а не за оне које су назначене од стране Министарства финансија.

Упркос критикама, задуживање не би требало да угрози ниво удела јавног дуга у БДП-у, нити да повећа циљани буџетски дефицит у овој години. Према речима самог министра Малог, на рачуну Министарства постоји довољан вишак средстава за финансирање социјалног пакета, а очекују се и солидни резултати у погледу кретања БДП-а у 2026. години.

Премда је задуживање на основу приватних пласмана метод који Влада користи први пут, то, као што смо нагласили, није неуобичајен метод финансирања и може се оправдати ванредном безбедносном и геополитичком ситуацијом, која никада није била тежа од завршетка Другог светског рата.

Стога смо припремили и оријентациону Табелу 1, која показује које је инструменте држава Србија користила у задуживању током претходног периода, укључујући износе, намену средстава и висину каматне стопе.

Као што се из табеле може видети, уочавају се четири карактеристична периода с обзиром на услове финансирања. Први период: 2012–2015. година: високи трошкови финанси-

Премда је задуживање на основу приватних пласмана метод који Влада користи први пут, то, као што смо нагласили, није неуобичајен метод финансирања и може се оправдати ванредном безбедносном и геополитичком ситуацијом, која никада није била тежа од завршетка Другог светског рата

рања дуга, са каматном стопом изнад 6% и 7%; Србија је тада имала висок буџетски дефицит, брзо растући јавни дуг и низак кредитни рејтинг.

Други период: 2015–2021. година, када је био најповољнији период задуживања, са каматном стопом испод 2%; Србија је тада завршила фискалну консолидацију и користила повољне кредите за рефинансирање ранијих дугова са вишим каматним стопама.

Трећи период: 2022–2024. година – дошло је до наглог раста камата и терета задуживања услед рата у Украјини, енергетске кризе и раста инфлације; каматне стопе биле су више од 6% на годишњем нивоу.

Четврти период: после 2024. године, са каматном стопом која се креће између 4% и 6% на међународном тржишту капитала.

Србија данас има јавни дуг који је око 41 милијарду долара, са учешћем у БДП-у испод 42%. Структура дуга изгледа приближно овако: 35%–40% су еврообвезнице; око 15%–20% су билатерални кредити; 20%–25% су домаће обвезнице и око 20% су кредити међународних финансијских институција (ММФ, ЕБРД, СБ). Расходи за камате по годинама могу се видети у Табели 2.

Расходи за задуживање значајно су увећани после 2018. године и зато се о томе мора водити рачуна у пажљивом балансирању и управљању јавним финансијама.

У закључку можемо рећи да, без обзира на бојазан стручне јавности и критике опозиције, реализовани начин задуживања у складу је са међународном праксом и примењује се у ванредним условима када брзо треба прибавити средства, најчешће са сврхом одбране и безбедности, као што је и назначено. Трошкови задуживања нису већи од уобичајених и стандардних на тржишту капитала у овом периоду.

Нема доказа да ће средства бити употребљена за финансирање пакета социјалне помоћи. Јавни дуг и буџетски дефицит неће бити угрожени, а коначни закључак може се извести на крају године када се сагледају ниво БДП-а, обим фискалних расхода за поједине намене и буџетски резултати, укључујући општа фискална правила. Из ове перспективе делује да су ствари у области јавних финансија под контролом. ■