



CENTRALNA BANKA
CRNE GORE

SEKTOR ZA ISTRAŽIVANJA I STATISTIKU

Radna studija br. 22

**DRAŽAVNI DUG SA POSEBNIM POSEBNIM OSVRTOM
NA DRŽAVNI DUG CRNE GORE U PERIODU 2002 - 2011.**

Mr Milica Kilibarda

Bojan Rovčanin

Podgorica, 2012.

*IZDAVAČ: Centralna banka Crne Gore
Bulevar Svetog Petra Cetinjskog, br. 6
81000 Podgorica
Telefon: +382 20 665 331
Fax: +382 20 665 336*

WEB ADRESA: <http://www.cb-cg.org>

*AUTORI: Mr Milica Kilibarda
Bojan Rovčanin*

Ovaj materijal izražava stavove autora. Ovi pogledi ne moraju nužno predstavljati stavove i politiku Centralne banke Crne Gore.

GRAFIČKO

UREĐIVANJE: Odjeljenje za publikacije

Molimo korisnike ove publikacije da prilikom korišćenja podataka iz izvještaja obavezno navedu izvor

SPISAK UPOTRIJEBLJENIH SKRAĆENICA

BDP	Bruto domaći proizvod
BiH	Bosna i Hercegovina
CG	Crna Gora
CHF	Švajcarski franak
EBRD	European Bank for Reconstruction and Development (Evropska banka za obnovu i razvoj)
IBRD	International Bank for Reconstruction and Development (Međunarodna banka za obnovu i razvoj)
ECOFIN	Economic and Financial Affairs Council (Savjet za ekonomska i finansijska pitanja)
ECB	Evropska centralna banka
EDP	Excessive deficit procedure (Procedure pri prekomjernom deficitu)
EIB	European Investment Bank (Evropska investiciona banka)
EMU	Ekonomska i monetarna unija
ESA95	European System of Accounts (Evropski sistem računa)
EU	Evropska unija
EURIBOR	Euro Interbank Offered Rate (Evropska međubankarska stopa)
FO01, FO02	Obveznice Fonda za restituciju
HOV	Hartija od vrijednosti
Libor	London Interbank Offered Rate (Londonska međubankarska stopa)
MMF	Međunarodni monetarni fond
OB06 - OB16	Obveznice stare devizne štednje građana
Nibor	Norwegian InterBank Offered Rate (Norveška međubankarska stopa)
OECD	Organisation for Economic Co-operation and Development (Organizacija za ekonomsku saradnju i razvoj)
PIO	Penzijsko i invalidsko osiguranje
P09P - P11P	Obveznice korisnika penzijskog osiguranja
RCG	Republika Crna Gora
SAD	Sjedinjene Američke Države
SNA93	System of National Accounts (Sistem nacionalnih računa)
SFRJ	Socijalistička Federativna Republika Jugoslavija
SRJ	Socijalistička Republika Jugoslavija
USD	Američki dolar

SADRŽAJ

UVOD.....	7
1. POJAM/UZROCI NASTANKA/MJERENJE/ODRŽIVOST DRŽAVNOG DUGA	8
2. UTICAJ DRŽAVNOG DUGA NA MAKROEKONOMSKE POKAZATELJE	12
2.1. Uticaj državnog duga na ekonomski rast.....	13
3. FISKALNA PRAVILA I FISKALNA ODGOVORNOST.....	16
3.1. Fiskalna pravila u Ekonomskoj i monetarnoj uniji i zemljama OECD-a.....	19
3.2. Fiskalna pravila u Srbiji, Hrvatskoj i Bosni i Hercegovini.....	23
4. DRŽAVNI DUG CRNE GORE	27
4.1. Institucionalni okvir	27
4.2. Državni dug Crne Gore 2002-2011	31
4.2.1. Unutrašnji dug.....	37
4.2.2. Spoljni dug.....	53
4.2.3. Državne garancije Crne Gore.....	56
4.2.4. Troškovi zaduživanja i održivost duga Crne Gore	59
4.2.5. Otplata duga.....	64
5. ZAKLJUČAK	70
LITERATURA.....	72
Prilog br. 1:.....	74

UVOD

U Crnoj Gori kao eurizovanoj ekonomiji, u uslovima ograničene monetarne politike, osnovni instrument za vođenje makroekonomske politike je fiskalna politika. Zbog toga je bitno postojanje fiskalnih pravila i institucije odgovorne za nadgledanje sprovođenja fiskalnih pravila i realizovanje postavljenog fiskalnog cilja. Ovo bi značilo da se određeni dio budžeta usvaja u direktnoj vezi sa postavljenim fiskalnim ciljem. Na ovaj način, postojanjem pravila i instituta zaduženog za kontrolu njihovog sprovođenja, obezbjeđuje se ciljno djelovanje fiskalne politike.

Visok javni dug, posebno spoljni ne može doprinijeti razvoju ekonomije. Takođe, korišćenje javnog duga za finansiranje tekućeg deficita vodi usporavanju ekonomskog rasta u narednim godinama. S obzirom na to da se negativni efekti javnog zaduživanja na kraju prenose na cijelo stanovništvo, veoma je bitno jasno zakonski definisati kontrolu zaduživanja.

Značaj visine javnog duga i deficita države za ekonomiju istaknut je Mاستrihtskim kriterijumima čije ispunjenje je bitno za pristupanje zemlje Evropskoj uniji. Prema ovim kriterijumima, javni dug treba da je niži od 60% BDP-a, a deficit opšte države od 3% BDP-a.

Globalna ekonomska kriza je imala značajan negativan uticaj na javne finansije država članica Eurozone, a samim tim i na njihov javni dug usljed efekta automatskih stabilizatora i preduzetih diskrecionih mjera podrške. Negativan rast BDP-a odrazio se automatski na smanjenje učešća prihoda i porast učešća državne potrošnje u BDP-u. Dugoročna fiskalna održivost u Eurozoni je značajno pogoršana i očekivanja su da će se takva pozicija zadržati u srednjem i dugom roku.

Analiza kretanja državnog duga Crne Gore pokazuje da je u posljednjih pet godina veoma izražena tendencija njegovog rasta. Na kraju 2011. godine, državni dug je činio 45,3% BDP-a, što je najveće učešće u BDP-u od 2003. godine kada je iznosilo 47,1%. Iako Crna Gora spada u umjereno zadužene zemlje, zabrinjava brzina njegovog rasta, kao i nivo izdatih garancija.

1. Pojam/uzroci nastanka/mjerenje/održivost državnog duga

Postoji više **definicija državnog duga**. Najčešće primjenjivane definišu dug kao: akumulirana sredstva koja je posudila država/sva potraživanja povjerioca prema javnom sektoru/vanredni prihod države/najznačajniji nefiskalni prihod države.

Državni (javni) dug se ne smatra pravim prihodom države, kao što su porezi, carine, akcize, takse i sl., ali između ovih oblika prihoda i državnog duga postoji organska veza, pošto se državni dug podmiruje porezima ili drugim redovnim prihodima.

Definicija državnog duga koja se koristi na nivou Evropske unije data je Protokolom o proceduri pri prekomjernom deficitu i sistemom ESA95.

- *Protokolom o proceduri pri prekomjernom deficitu* i odgovarajućom odlukom¹, data je definicija za dug (tzv. EDP dug): državni dug obuhvata nominalnu vrijednost ukupnog bruto konsolidovanog duga opšte vlade na kraju godine (preostala vrijednost). Kategorije obaveza opšte vlade koje čine državni dug su: gotovina i depoziti, hartije od vrijednosti mimo akcija (isključujući finansijske derivate) i krediti. Opšta vlada obuhvata centralnu vladu, lokalnu vladu i fondove socijalnog osiguranja (koji ne obavljaju tzv. komercijalne/tržišne poslove).

- *ESA95*: Ne postoji definicija za državni dug, samo odredbe za institucionalne sektore, obaveze i pravila njihovog vrednovanja. U skladu sa tim, državni dug prema sistemu ESA95 obuhvata sljedeće dužničke obaveze institucionalnih jedinica vlade (države): gotovina i depoziti, hartije od vrijednosti mimo akcija, krediti, tehničke rezerve osiguranja i ostale obaveze prema dobavljačima. Stanje duga po osnovu hartija od vrijednosti mimo akcija se prikazuje po tržišnoj vrijednosti na kraju obračunskog perioda. Za gotovinu se koristi nominalna vrijednost. Za kredite i depozite primjenjuje se vrijednost glavnice koju je dužnik ugovorom obavezan da vrati kreditoru. ESA95 dug uključuje i obračunatu kamatu i može biti prikazan kao bruto ili neto, konsolidovan ili ne-konsolidovan.

Nijedna od navedenih definicija duga ne obuhvata potencijalne obaveze, kao što su garancije, kao ni penzione šeme (penzije) kojima upravljaju vladine jedinice za svoje zaposlene.

Razlike u definisanju duga prema ESA95 i EDP duga odnose se na *instrumente* (finansijske kategorije koje su uključene u ESA95 ali ne i u EDP dug su finansijski derivati, tehničke rezerve osiguranja, trgovački krediti i ostale obaveze prema dobavljačima) i na tretman *obračunate kamate i vrednovanje finansijskih instrumenata* (tržišna i nominalna vrijednost).

¹ "Protocol on the excessive deficit procedure", „Official Journal of the European Communities”, No C 191, 1992; Eurostat: Revised Council Regulation (EC) No 3605/93 on the application of the excessive deficit procedure annexed to the Treaty establishing the European Community.

Ovako definisan dug se objavljuje u publikacijama Evropske centralne banke. Stanje duga prikazuje se prema finansijskim instrumentima, kreditorima (sektori), emitentima, ročnoj i valutnoj strukturi. Pored toga, prikazuju se i promjene duga prema izvorima, finansijskim instrumentima i sektorima kreditora (tabela br. 1a-1c).

Tabela br. 1a – Dug² prema finansijskom instrumentu i sektorima kreditora, % BDP-a

God.	Ukupno	Finansijski instrumenti				Kreditori*				
		Gotovina i depoziti	Krediti	Kratkoročne HOV	Dugoročne HOV	Domaći kreditori ¹				Ostali kreditori**
						Ukupno	Finansijske institucije	Ostale finansijske korporacije	Ostali sektori	

* Kreditori rezidenti zemlje čija vlada je emitovala dug.

** Obuhvata rezidente zemalja Eurozone mimo zemlje čija vlada je emitovala dug.

Tabela br. 1b – Dug prema emitentima, ročnosti i valutama, % BDP-a

God.	ukupno	Emitenti*				Ugovorena ročnost			Rezidualna ročnost			Valute	
		Centralna vlada	Državna vlada	Lokalna vlada	Fondovi socijalnog osiguranja	Do 1 god	Preko 1 god	Varijabilna kamatna stopa	Do 1 god	Od 1 do 5 god	Preko 5 god	Euro ili participativne valute	Dr. valute

* Ne uključuje dug opšte vlade u zemlji koja je emitovala dug.

Tabela br. 1c – Promjene duga prema izvorima, finansijskom instrumentu i sektorima kreditora, % BDP-a

God	ukupno	Izvor promjene			Finansijski instrumenti				Kreditori				
		Potreba zaduživanja	Efekat vrednovanja	Ostale promjene u veličini	Gotovina i depoziti	Krediti	Kratkoročne HOV	Dugoročne HOV	Domaći kreditori			Ostali kreditori	
									uk	Mon. fin. institucije	Ostale fin. korporacije		

Izvor: ECB, Monthly Bulletin, January 2012

U toku su aktivnosti na reviziji SNA93³. Neki od predloga koji se razmatraju odnose se na državni dug – tretman potencijalnih obaveza u formi vladinih garancija i tretman rezervisanja (ni de-

² Obuhvata 17 zemalja Eurozone. Bruto dug opšte vlade po nominalnoj vrijednosti i konsolidovan između podsektora vlade. Držanja nerezidentne vlade nijesu konsolidovana.

³ SNA93 (eng. System of National Accounts) - Sistem nacionalnih računa je međunarodno propisana metodologija za obračun nacionalnih računa.

definicija EDP duga, ni definicija po ESA95 ne obuhvata rezervisanja za očekivana, ali neizvjesna buduća plaćanja). U nacionalnim računima garancije nijesu prepoznate kao „ekonomska sredstva (aktiva)“, dok se ne aktiviraju.

Definicija za državni dug prema *Međunarodnom monetarnom fondu*⁴ usklađena je sa SNA93 i ESA95. Tako, bruto dug obuhvata ukupne obaveze države, isključujući akcije i ostali kapital i finansijske derivate. Međutim, penzione šeme kojim upravlja poslodavac (vladine jedinice) za svoje zaposlene tretiraju se drugačije nego u SNA93 i ESA95, tako da su obaveze prema zaposlenim po ovom osnovu uključene u državni dug.

Javni dug, pored državnog duga, obuhvata i dug preduzeća u državnom vlasništvu.

Osnovni **uzrok nastanka** državnog duga je rast državne potrošnje. Prije svega, misli se na vanredne, često velike državne rashode koji se ne mogu finansirati redovnim prihodima. Postoji niz razloga zbog kojih nije lako uvesti vanredne poreze, pa se pristupa zaduživanju. Rast državne potrošnje koji nije praćem novim izvorima prihoda vodi rastu budžetskog deficita, čije finansiranje često zahtijeva zaduživanje.

Državni dug se prikazuje u apsolutnom iznosu, per capita ili kao procenat BDP-a. Učešće duga u BDP-u tj. odnos duga i veličine ekonomije, pokazuje mogućnosti prikupljanja prihoda od poreza i samim tim mogućnost servisiranja duga. Najbolji indikator za **mjerenje državnog duga** je odnos neto duga i BDP-a⁵. Ovaj indikator uzima u obzir i obaveze vlade i sredstva koja bi mogla biti korišćena za otplatu duga. Međutim, poređenje po zemljama na osnovu ovog indikatora je otežano jer zemlje različito definišu sredstva za otplatu duga, zato se najčešće koristi odnos bruto duga i BDP-a, radi lakše uporedivosti podataka.

Prema teoriji, zaduživanje vlade je rezultat ranijih fiskalnih deficita. Međutim, veza između duga i deficita nije tako jednostavna. Pored deficita, na zaduživanje utiču i drugi faktori: zahtjevi za dodatnim zaduživanjem na osnovu neto finansijske imovine⁶; prilagođavanja nabavne tržišnoj vrijednosti⁷; promjene u vrijednosti duga iskazanog u stranoj valuti; ostala statistička deficit-dug prilagođavanja (DDP)⁸. To se može prikazati sljedećom formulom⁹:

⁴ Izvor: MMF, "Government Finance Statistics Manual", 2001.

⁵ Izvor: E. Baldacci, J. McHugh, I. Petrova: „Measuring Fiscal Vulnerability and Fiscal Stress: A Proposed Set of Indicators”, IMF, WP 11/94, April 2011.

⁶ Finansijske investicije vlade putem depozita koje ministarstvo finansija ili druga vladina jedinica drži u centralnoj banci i ostalim monetarnim institucijama, neto potrebe fondova socijalnog osiguranja za nevladinim HOV i neto potrebe i neto sticanje kapitala koje vlada drži u javnim preduzećima povećava zahtjeve za zaduživanjem (iznos koji vlada treba za finansiranje aktivnosti) i dug, ne mijenjajući deficit.

⁷ Državni dug se prikazuje po nominalnoj vrijednosti, dok se finansijske transakcije prikazuju po tržišnoj vrijednosti, uključujući obračunatu kamatu.

⁸ Ostala deficit-dug prilagođavanja uključuju vrijeme prikazivanja razlike, transakcije u finansijskim derivatima, statističke greške i ostale promjene vrijednosti duga.

⁹ Izvor: Lojsh D. H, Rodríguez-Vives M, Slavík M: „The size and composition of Government debt in the Euro Area”, ECB Occasional Paper No 132, 2011.

$$\frac{\text{Dug}_t - \text{Dug}_{(t-1)}}{\text{BDP}_t} = \frac{\text{RASt-PRIH}_t}{\text{BDP}_t} + \frac{\text{DDP}_t}{\text{BDP}_t}$$

Analiza veličine državnog duga značajna je za praćenje *solventnosti vlade* (države). Vlada (država) je solventna u periodu t ako je diskontovana vrijednost tekućeg i budućeg suficita budžeta viša od sume inicijalnog iznosa duga i diskontovane vrijednosti budućeg budžetskog deficita. Na primjeru EMU, bruto državni dug ne treba da pređe 60% BDP-a. Teorijski posmatrano, kako bi bila solventna država mora uvijek biti u mogućnosti da finansira svoje postojeće i buduće obaveze po osnovu duga kroz povećanje oporezivanja, (finansijsku ili nefinansijsku) prodaju aktive (privatizaciju) ili smanjenje svojih obaveza (npr. putem zakonskih reformi penzionog sistema). Međutim, u praksi nije uvijek tako zbog ekonomskih i političkih ograničenja. Pored toga, analiza strukture duga je bitna za poziciju *likvidnosti vlade* (države). Vlada (država) je likvidna u periodu t ako su raspoloživa sredstva i likvidna aktiva vlade usklađena sa prispjećem obaveza. Ročna struktura duga je bitna za analizu mogućih problema likvidnosti.

Održivost državnog duga odnosi se na sposobnost vlade da upravlja javnim finansijama servisirajući dugove. Pri procjeni održivosti duga polazi se od koeficijenta dug/BDP jer visok i rastući koeficijent nagovještava potencijalne probleme održivosti. Održivost ima dimenziju likvidnosti (da li je vlada u mogućnosti da redovno izmiruje svoje obaveze po osnovu duga) i vezana je za dugoročnu solventnost i intertemporalna budžetska ograničenja (tekući državni dug uvećan za neto sadašnju vrijednost svih budućih rashoda treba da je jednak diskontovanoj vrijednosti svih budućih prihoda). Ovo je poznato kao budžetsko ograničenje koje označava da vlada mora ostvarivati dovoljno velike primarne suficite u budućnosti kako bi se pokrili troškovi servisiranja dugova.

Održivost nivoa državnog duga zavisi od razlike prinosa (kamatne stope) na državne obveznice i stope rasta BDP-a u dugom roku, nivoa javnog duga, kao i od reputacije države u vođenju fiskalne politike. Održivost državnog duga teže je obezbijediti kada su kamatne stope na državne obveznice više od stope rasta BDP-a, jer to znači da treba ostvariti veći primarni saldo budžeta. Kako je teško procijeniti, posebno u sadašnjim uslovima, prinos na državne obveznice u dugom roku, kao i dugoročni rast BDP-a, teško je definisati optimalni primarni saldo budžeta, odnosno dati jedinstven kriterijum (kvantitativni pokazatelj) održivosti državnog duga. S druge strane, pokazatelj održivosti može biti upravo nivo državnog duga, jer on predstavlja procjenu kreditora i investitora u državne hartije od vrijednosti da će država moći da vraća dug i njihovu spremnost da taj dug drže u svom portfelju. Na njihovu spremnost da investiraju utiče reputacija u vođenju fiskalne politike. Pored navedenih kriterijuma, bitno je u analizu održivosti duga uključiti i starenje stanovništva, koje posredno ima uticaj na održivost duga. Naime, porast pokazatelja starenja stanovništva vodi usporavanju rasta BDP-a, kao i manjoj sposobnosti stvaranja/održavanja primarnog suficita.

Kriterijum održivosti državnog duga predstavljen je formulom:¹⁰

¹⁰ Izvor: Hrvatska udruga banaka: „Održiva fiskalna politika i javni dug: Nikad više kao prije”, 2010.

$$s \geq (r - g) d$$

gdje je: s - primarni saldo budžeta, r - realni prinos na dugoročne državne obveznice, g - stopa rasta realnog BDP-a, d - zatečeno učešće javnog duga u BDP-u.

Međutim, kako je već navedeno, teško je projektovati dugoročni realni rast prinosa na obveznice i BDP-a, tako da ovaj kriterijum može koristiti za procjenu održivosti fiskalne politike. Naime, date vrijednosti sa desne strane jednačine pokazuju na ciljani primarni saldo budžeta, koji u daljem poređenju sa stvarnim, ostvarenim saldom pokazuje održivost fiskalne politike.

2. Uticaj državnog duga na makroekonomske pokazatelje

Politika državnog duga predstavlja bitnu kariku monetarne i fiskalne politike. Ovdje se, prije svega, misli na domaći dug, tačnije zaduživanje putem državnih hartija od vrijednosti. Na trgovini državnim hartijama od vrijednosti bazira se najvažniji instrument monetarne politike u razvijenim zemljama – operacije na otvorenom tržištu.

Zaduživanje države na domaćem tržištu dovodi do tzv. „efekta istiskivanja“ (*crowding out efekat*). Pod „istiskivanjem“ se podrazumijeva svako smanjenje privatne potrošnje ili investicija koje nastaje usljed rasta zaduživanja države. Ako povećanje državne potrošnje i/ili smanjenje poreskih prihoda dovodi do deficita koji se finansira povećanjem zaduživanja, onda zaduživanje može uzrokovati porast kamatnih stopa, čime se utiče na smanjenje privatnih investicija. Zaduzivanjem, država koristi sredstva koja bi inače koristio privatni sektor za investicije. „Istiskivanje“ je uglavnom posljedica strukturnih deficita, jer recesija izaziva smanjenje tražnje za novcem, samim tim smanjenje kamatnih stopa, što utiče da monetarna politika ne bude restriktivna. „Istiskivanja“ neće biti ako postoje neiskorišćeni proizvodni kapaciteti jer isti dovode do pojave tzv. paradoksa podsticanja investicija – porast državne potrošnje podsticajno djeluje na investicije i obim proizvodnje.

Prednost zaduživanja države na domaćem tržištu je u tome što sredstva ostaju u državi. Samim tim, nema mogućnosti da država bude nelikvidna prema inostranstvu, što bi uticalo na rejting države, mogućnost i uslove daljeg zaduženja na međunarodnom tržištu.

Zaduživanje države u inostranstvu može dovesti do porasta cijena, nelikvidnosti prema inostranstvu. Prednost zaduživanja države u inostranstvu je u tome što je moguće obezbijediti sredstva po nižim kamatnim stopama. Za ovaj način zaduživanja bitan je dobar kreditni rejting zemlje.

Bitno je pitanje za šta se sredstva dobijena zaduzivanjem koriste. Opravdanim se može smatrati korišćenje ovih sredstva za investicije i razvoj infrastrukture. Kao bitan instrument ekonomske

politike, državni dug može imati pozitivne i negativne efekte, što zavisi upravo od načina upotrebe ovih sredstava.

Poštovanje određenih načela upotrebe sredstava državnog duga obezbeđuju se pozitivni efekti:

- *Načelo produktivnosti i rentabilnosti*: ulaganje sredstava dobijenih zaduživanjem u produktivne svrhe,
- *Načelo korisnosti*: teret otplate treba da je ravnomjerno raspoređen među poreskim obveznicima, zavisno od koristi koju dug donosi (izgradnja škole i sl.),
- *Načelo pravednosti*: teret duga treba da je ravnomjerno raspoređen na različite generacije,
- *Protivciklično načelo*: u vrijeme depresije i nezaposlenosti državni dug se koristi za oživljavanje privredne aktivnosti, a otplaćuje se u vrijeme ekonomskog rasta,
- *Načelo univerzalnosti*: pri upisu zajma učestvuje što više građana,
- *Komparativno načelo*: prije ugovaranja zaduživanja, izvršiti analizu učinaka tj. provjeriti da li je isplativije da neki projekat uradi privatni sektor.

Državni dug utiče na alokaciju i distribuciju resursa. Odražava odluke prethodnih generacija i ograničava odluke budućih generacija¹¹.

Empirijski primjeri pokazuju da visok državni dug negativno utiče na ekonomski rast i može destimulisati akumulaciju kapitala. Moguć je rast inflacije, veće realne dugoročne kamatne stope, niže privatne investicije, očekivani rast distorzionog oporezivanja. Neodrživi rast odnosa državnog duga i BDP-a može dovesti do odliva kapitala iz zemlje i uzrokovati bankarsku ili fiskalnu krizu.

2.1. Uticaj državnog duga na ekonomski rast

Visok nivo duga ima značajan negativan uticaj na ekonomski rast. Tri glavna kanala preko kojih dug utiče na dugoročni rast su: efekat „istiskivanja“ privatnih investicija (smanjenje nacionalne štednje i rast kamatnih stopa); rast distorzije poreza neophodnih za servisiranje duga i rast premije rizika koju plaća vlada koja povećava troškove duga. U nekim slučajevima, premija rizika na državni dug može se prenijeti na dug privrede i stanovništva. Prema simulaciji koju je sprovela Evropska komisija, rast državnog duga od 10 procentnih poena imaće uticaj na output u dugom roku u intervalu od ½ do više od 2% BDP-a, zavisno od načina na koji se finansiraju troškovi kamata. Negativan uticaj na rast dolazi od distorzionog uticaja poreza.

Analiza odnosa javnog duga i rasta BDP-a per capita, na primjeru 12 zemalja Eurozone i seriji od 1970. godine, pokazala je da javni dug ima nelinearni uticaj na rast BDP-a per capita¹².

¹¹ Izvor: F. Balassone, D. Franco, S. Zotteri: „Public debt: A Survey of Policy Issues“, Bank do Italy, 2004.

¹² Rezultat ECB analize: Chechrita C, Rother P.: „The Impact of High and Growing Government debt on Economic Growth, An Empirical Investigation for the Euro Area“, ECB, Working Paper Series, No 1237, 2010.

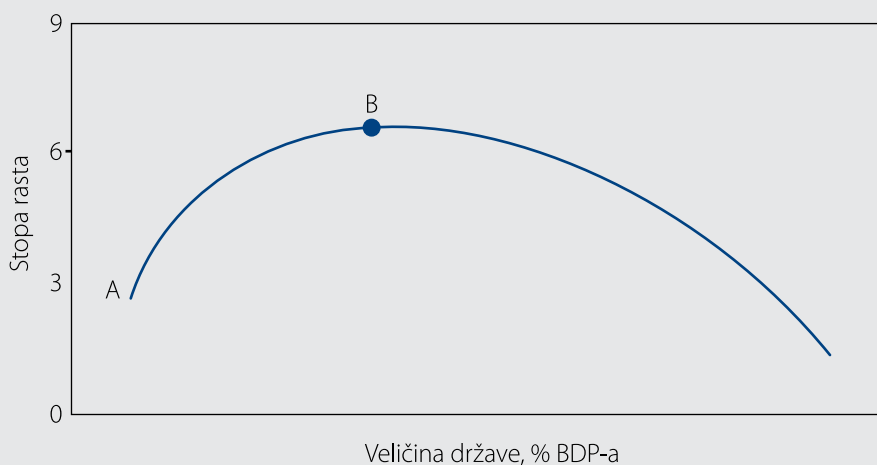
Ekonomski rast (stopa rasta) ima linearno negativni uticaj na koeficijent javni dug/BDP, a visok nivo javnog duga može biti poguban za ekonomski rast, ali nakon dostizanja određenog nivoa. Koeficijent državni dug/BDP iznad nivoa 90-100% imaće negativan uticaj na ekonomski rast. Negativni efekti visokog duga na rast mogu početi već na nivou od 70-80% BDP-a. Pored toga, godišnje promjene koeficijenata javni dug/BDP i budžetski deficit/BDP su negativno i linearno povezani sa rastom BDP-a per capita.

Državni dug (nivo ili promjena) ostvaruje uticaj na ekonomski rast kroz: privatnu štednju, javne investicije, faktor ukupne produktivnosti i državne dugoročne nominalne i realne kamatne stope.

Boks br. 1 – Veličina države i ekonomski rast

Koncept „optimalna veličina države“, kao i krivu koja pokazuje odnos javne potrošnje kao dio BDP-a i ekonomskog rasta, formulisao je Armeý.

Grafik br. 1 – BARS¹³ kriva



Izvor: Chobanov D, Mladenova A: „What Is The Optimum Size of Government“, Institute for Market Economics, 2009.

Kriva prikazuje odnos učešća države u ekonomiji (mjereno odnosom državne potrošnje i BDP-a) i realnog rasta BDP-a: bez države (državne potrošnje) će se ostvariti mali ekonomski rast; povećanje državne potrošnje vodi većem BDP-u s tim da je rast BDP-a brži na početku, zatim usporava i postiže maksimum (maksimalnu stopu rasta) na određenom nivou državne potrošnje. Nakon toga, dalje povećanje državne potrošnje vodi smanjenju rasta i čak negativnom rastu.

¹³ Barro, Armeý, Rahn i Scully

Kolika je optimalna veličina države, onaj nivo državne potrošnje koji obezbjeđuje maksimalnu stopu rasta? Prema Fridmanu, optimalni nivo koeficijenta državna potrošnja/BDP je između 15% i 50%. Veliki broj studija je pokazao da optimalna veličina države mjerena pomenutim odnosom iznosi od 17% do 40% BDP-a, a modus procjene se kreće u intervalu od 20% do 30% BDP-a¹⁴. Međutim, ne može se donijeti generalni zaključak o tome koja je optimalna veličina državne potrošnje u ekonomiji s obzirom na to da svaka zemlja ima svoj optimalni nivo učešća državne potrošnje u BDP-u, a on zavisi od nivoa razvijenosti ekonomije, nivoa efikasnosti institucija tržišne ekonomije, efikasnosti javnog sektora i državne administracije.

Kriza iz 2008. godine, odnosno programi potrošnje i nove regulacije kao odgovor na krizu uticali su na to da se ponovo aktuelizuje pitanje uloge države u ekonomiji. Najnovija istraživanja o odnosu veličine države i ekonomskog rasta pokazuju da odnos javne potrošnje i BDP-a koja maksimizira rast treba da je najviše 30% BDP-a. Međutim, neke studije pokazuju da ovaj odnos nije opravdan, već da fiskalna politika može imati dugoročni efekat samo na nivo ekonomske aktivnosti, a ne i na stopu rasta, s tim da se taj uticaj ne može mjeriti samo kroz učešće državne potrošnje u BDP-u.

Odstupanja optimalne veličine države po BARS krivoj i stvarne veličine države na primjeru 13 zemalja EU prikazana u tabeli br. 1¹⁵.

Tabela br. 1 – Stvarna i optimalna veličina države, odabrane zemlje EU, 2009. godina

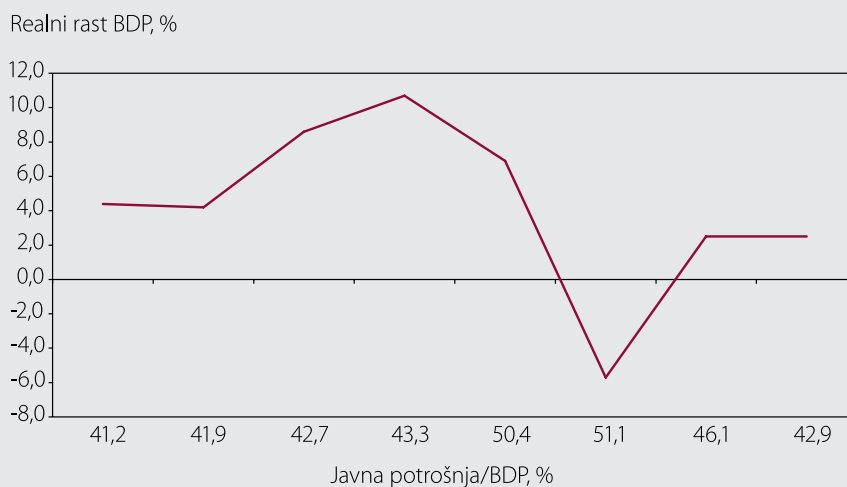
	Veličina države (% BDP)	Optimum BARS krive (% BDP)	Razlika
Austrija	52,24	38,21	14,03
Belgija	53,48	35,39	18,09
Danska	55,41	38,63	16,78
Finska	54,07	40,38	13,69
Francuska	55,15	39,49	15,66
Njemačka	46,02	41,99	4,03
Grčka	49,97	39,33	10,64
Irska	46,74	44,47	2,27
Italija	51,52	37,68	13,84
Luksemburg	42,08	39,78	2,3
Holandija	49,01	35,52	13,49
Portugalija	51,54	42,28	9,26
Velika Britanija	51,17	43,5	7,67

Izvor: Magazzino C, Forte F: „Optimal size of government and economic growth in EU-27“, MPRA Paper No. 26669, 2010.

¹⁴ Izvor: Chobanov D, Mladenova A: “What Is The Optimum Size of Government”, Institute for Market Economics, 2009.

¹⁵ Izvor: Magazzino C, Forte F: “Optimal size of government and economic growth in EU-27”, MPRA Paper No. 26669, 2010.

Grafik br. 2 – Odnos pokazatelja javna potrošnja/BDP i stope rasta BDP-a Crne Gore, 2004-2011.



Grafik br. 2, primjer Crne Gore, pokazuje da je maksimalni rast BDP-a postignut u godini kada je javna potrošnja činila 43,3% BDP-a (2007. godina), kao i da svako dalje povećanje ovog odnosa vodi smanjenju stope rasta BDP-a, da bi na nivou od 51,1% (2009. godina) bio ostvaren negativan rast. Svakako, državna potrošnja nije jedini faktor koji utiče na ekonomski rast, stoga ni kriva nije linearna.

3. Fiskalna pravila i fiskalna odgovornost

Fiskalna pravila predstavljaju ograničenja za fiskalnu politiku koja se propisuju, obično zakonom. Pravila mogu biti numerička (kojima se definišu ograničenja za fiskalne varijable, najčešće javni dug, fiskalni deficit ili rashodi prema BDP-u) i proceduralna (kojim se definišu principi i procedure donošenja odluka o fiskalnoj politici).

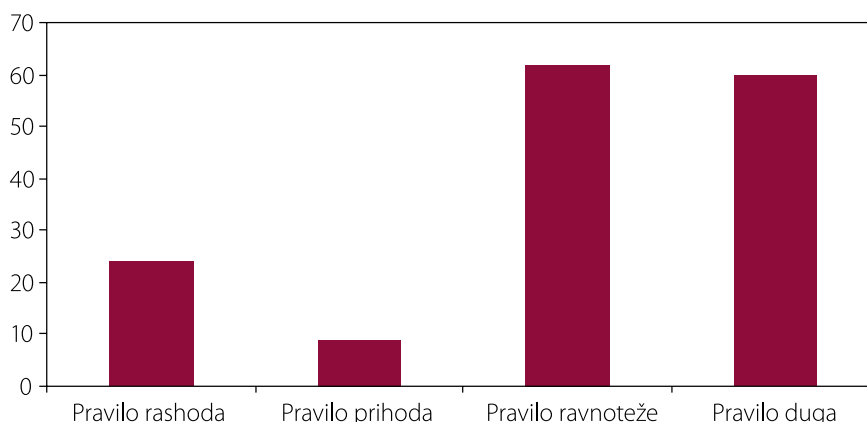
Fiskalna pravila koja unaprjeđuju fiskalnu održivost su:

- *Pravilo budžetske ravnoteže*, koje može biti naznačeno kao ukupna ravnoteža, strukturna ili ciklično prilagođena ravnoteža i ravnoteža „preko ciklusa“.
- *Pravilo duga* određuje eksplicitno ograničenje ili cilj za javni dug kao procenat BDP-a.
- *Pravilo rashoda* obično određuje stalna ograničenja za ukupnu, primarnu ili tekuću potrošnju u apsolutnim iznosima ili kao procenat od BDP-a.
- *Pravilo prihoda* određuje gornju ili donju granicu za prihode i usmjereno je na rast prihoda i/ili sprječavanje prekomjernog poreskog opterećenja.

Fiskalna pravila se odavno koriste¹⁶. Sredinom XVIII vijeka pravila su uspostavljena kako bi se izbjegao visok fiskalni deficit. Nakon II Svjetskog rata, Njemačka, Italija, Japan i Holandija su u stabilizacione programe uvele pravilo budžetske ravnoteže za centralnu ili opštu vladu. Kasnije, visok javni dug akumuliran tokom 1970-tih i 1980-tih godina uticao je na porast broja zemalja koje su postavile numerička ograničenja.

Dok je 1990. godine svega sedam zemalja članica MMF-a imalo fiskalna pravila, početkom 2009. godine taj broj je povećan na 80 zemalja. U 2009. godini, 53 zemlje su primjenjivale nacionalna pravila, od čega njih 20 u kombinaciji sa supranacionalnim pravilima¹⁷.

Grafik br. 1 – Broj zemalja sa najmanje jednim fiskalnim pravilom prema vrsti pravila, 2009.



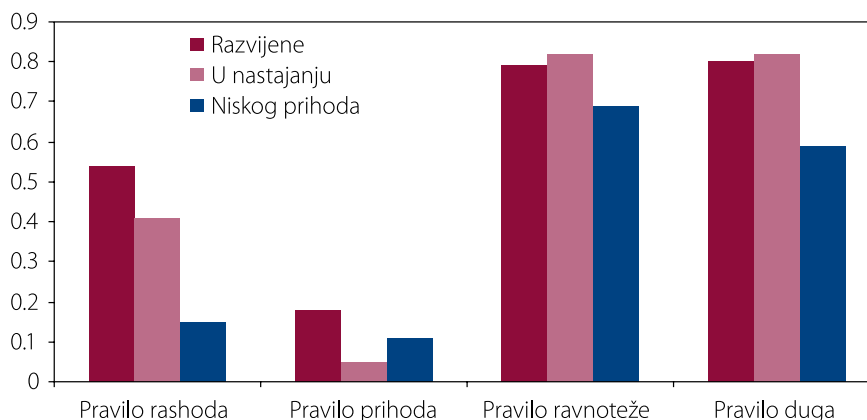
Izvor: MMF (2009)

Vremenom, zemlje su napuštale politiku postavljanja jednog fiskalnog pravila i prelazile na definisanje kombinacije pravila. Tako je početkom 2009. godine oko 60% zemalja sa fiskalnim pravilima imalo pravilo budžetske ravnoteže, kao i pravilo duga. Takođe, povećan je i broj zemalja koje koriste pravilo rashoda – sa 10 (1999) na 25 (2009). Pravilo budžetske ravnoteže „preko ciklusa” bilo je prihvaćeno samo u Velikoj Britaniji i Švedskoj, ali je finansijska kriza uticala na njihovo privremeno ukidanje.

¹⁶ Izvor: IMF, Fiscal Affairs Department: „Fiscal Rules—Anchoring Expectations for Sustainable Public Finances”, Decembar 2009.

¹⁷ Isto.

Grafik br. 2 – Učešće zemalja sa fiskalnim pravilima prema vrsti pravila i grupi zemalja, 2009.



Izvor: MMF (2009)

U većini slučajeva, fiskalna pravila su uvođena kao dio širih reformi koje su sprovedene u cilju jačanja okvira za fiskalnu politiku, najčešće uvođenjem zakona o fiskalnoj odgovornosti. Neke zemlje su osnovale nezavisne agencije za upravljanje procesom uspostavljanja i kontrole sprovođenja fiskalnih pravila.

Tri komponente fiskalnih pravila koje obezbeđuju njihovu efikasnost su:

- Nedvosmislena i stabilna veza između numeričkog i krajnjeg cilja, kao što je održivost javnog duga,
- Dovoljna fleksibilnost da se odgovori na šokove,
- Institucionalni mehanizam za planiranje odstupanja od numeričkih ciljeva kako bi se sprovele korektivne akcije.

Veoma je bitno dobro procijeniti vrijeme za uvođenje fiskalnih pravila. Određene zemlje su uvele pravila nakon izvršenog fiskalnog prilagođavanja tokom nekoliko godina (smanjenje fiskalnog deficita ili javnog duga u odnosu na BDP), tako da su pravila učvrstila postignute rezultate.

U početku, fiskalna pravila su definisana za jednu fiskalnu godinu, dok se sada odnose na srednji rok (3-5 godina). Pored toga, nova generacija fiskalnih pravila će se razlikovati od ranijih, prije svega u sljedećem: prilagođavaće se promjenama ekonomskih uslova, obuhvataće sve nivoe vlade, uzimaće u obzir fiskalne rizike.

Pored postavljanja nacionalnih i/ili supranacionalnih ciljeva, teorijski posmatrano osnovna pravila fiskalne politike su tzv. zlatno pravilo javnih finansija i pravilo održivog finansiranja.

Zlatno pravilo javnih finansija: zaduživanje se vrši samo zbog finansiranja investicionih projekata, a ne tekuće potrošnje. Tekuća potrošnja se finansira tekućim prihodima. Ovo pravilo je dosta kritikovano jer nekada je bolje ne povećavati poreze (tekuće prihode) za finansiranje tekućih obaveza već zaduženost. Poštovanje ovog pravila može voditi prevelikom poreskom opterećenju, u slučaju da je teže ići sa smanjenjem javnih rashoda.

Pravilo održivog finansiranja zahtijeva da se dug zadrži u „razumnim“ okvirima.

3.1. Fiskalna pravila u Ekonomskoj i monetarnoj uniji i zemljama OECD-a

Kako je fiskalna politika u okviru *Ekonomске i monetarne unije* decentralizovana (nasuprot centralizovanoj monetarnoj politici), a teži se ostvarenju ciljeva na nivou EMU, potrebno je bilo obezbijediti da se djelovanjem nacionalnih fiskalnih politika ne naruši stabilnost Evropske unije. Kako bi se obezbijedila koordinacija fiskalnih politika zemalja članica, a poštujući načelo supsidijarnosti¹⁸, uvedena su fiskalna pravila.

Fiskalna pravila kojima se rukovode zemlje EMU definisana su Mاستrihtskim kriterijumima konvergencije i Paktom za stabilnost i rast¹⁹. Mاستrihtskim kriterijumima konvergencije postavljena su pravila za kretanje deficita i javnog duga: fiskalni deficit ne bi trebalo, osim izuzetno, da bude veći od 3% BDP-a, a javni dug ne bi trebalo da prelazi 60% BDP-a. Paktom za stabilnost i rast definisano je da srednjoročni budžetski saldo treba da bude uravnotežen ili u suficitu, a ciklični deficiti ne bi smjeli biti veći od 3% BDP-a.

Paktom za stabilnost i rast definisane su procedure pri prekomjernom deficitu. U okviru *Sistema ranog upozorenja* zemlje članice EMU imaju obavezu prezentacije godišnjih programa stabilnosti, a ostale zemlje članice EU planove konvergencije. Programi sadrže srednjoročne projekcije budžeta i planove za postizanje budžetske ravnoteže ili suficita, moraju ih podržati Komisija EU, ECB, kao i Ekonomska i finansijska komisija EU, a prezentiraju se Savjetu za ekonomska i finansijska pitanja (ECOFIN). Na osnovu programa, Savjet procjenjuje može li zemlja održati deficit u granici

¹⁸ Načelo supsidijarnosti znači da probleme treba rješavati tamo gdje nastaju, na najnižem nivou, a na većem nivou se rješavaju tek ako na nižem nivou nije moguće riješiti problem. Načelo supsidijarnosti u slučaju EU znači da EU, osim u slučajevima isključive nadležnosti, ne preuzima aktivnosti osim ako one nijesu djelotvornije od aktivnosti preduzetih na nacionalnom, regionalnom ili lokalnom nivou.

¹⁹ Reforma Pakta za stabilnost i rast izvršena je u martu 2005. godine relaksiranjem pravila. Zadržane su granice za budžetski deficit (3% BDP-a) i javni dug (60% BDP-a), ali odluka da se zemlja proglašava zemljom sa pretjeranim deficitom ne oslanja se samo na ove kriterijume već i dodatne parametre, kao što su: ciklično prilagođavanje budžeta, nivo duga, trajanje perioda sporog rasta i mogućnost da je deficit povezan sa procedurama povećanja produktivnosti. Nakon evropske dužničke krize 2010. godine, u martu 2011. godine je inicirana nova reforma sa ciljem ispravljanja pravila uvođenjem automatskih procedura za izricanje kazni u slučaju kršenja pravila deficita ili javnog duga, a pravila reformisanog pakta stupila su na snagu 13. decembra 2011. godine.

3% BDP-a. Negativna odluka Savjeta znači da zemlja mora korigovati program. Negativnu ocjenu u okviru Sistema ranog upozorenja prvi put je dobila Irska 2001. godine, a zatim Portugal, Njemačka, Francuska i Italija²⁰. Na osnovu polugodišnjih izvještaja provjeravaju se budžetske pozicije u okviru *Kratkoročnog nadzora*. Komisija provjerava da li postoji prekomjerni budžetski deficit, odnosno da li su adekvatni uslovi za ostvarenje cilja (3% BDP-a). Ukoliko je mišljenje Komisije EU negativno, obavještava ECOFIN, koji donosi konačnu odluku. Pri tome, pored prezentiranih podataka, u obzir se uzimaju ekonomska recesija, prirodne katastrofe i sl²¹. U slučaju negativnog mišljenja Savjeta, slijede *procedure pri prekomjernom deficitu*²². U okviru ovih procedura, Savjet prvo daje preporuke za smanjenje deficita u narednih četiri mjeseca. U slučaju nepridržavanja preporuka, Savjet može propisati mjere za smanjenje deficita koje treba implementirati u narednih mjesec dana. Ukoliko se ni te mjere ne ispoštuju, Savjet može uvesti sankcije koje uključuju: informisanje javnosti o neposlušnosti u slučaju izdavanja državnih obveznica, reviziju kreditne politike od strane Evropske investicione banke, obavezu deponovanja beskamatnog depozita u određenom iznosu i nametanje raznih novčanih kazni. Nakon definisanja ovih mjera, zemlja treba da dovede deficit u zahtijevane granice u roku od dva mjeseca, a ukoliko se zahtjevi ne izvrše sankcije stupaju na snagu²³.

Reformisani Pakt za stabilnost i rast stupio je na snagu 13. decembra 2011. godine sa novim setom pravila za ekonomski i fiskalni nadzor. Novi set pravila poznat je kao *Paket šest*, a čine ga pet propisa i jedna direktiva. Osnovni ciljevi reformisanog Pakta za stabilnost i rast su: podsticanje konkurentnosti, podsticanje zapošljavanja, doprinos održivosti javnih finansija, jačanje finansijske stabilnosti, a kao pitanje istaknuta je koordinacija poreske politike.

Definisan je novi numerički reper za dug: ako se ne ispoštuje kriterijum za učešće duga u BDP-u od 60%, država članica će biti uključena u proceduru pri prekomjernom deficitu čak iako je njen deficit ispod 3% BDP-a, nakon što se uzmu u obzir svi relevantni faktori i uticaj ekonomskog ciklusa i ukoliko se jaz između nivoa njenog duga i kriterijuma od 60% BDP-a ne smanjuje za 1/20 godišnje (u prosjeku, tokom tri godine). Ovo znači da država kojoj je učešće duga u BDP-u 80% tokom tri naredne godine mora smanjivati to učešće najmanje za po 1% BDP-a. Naime, toliko iznosi 1/20 razlike između stvarnog i propisanog učešća duga u BDP-u (80% i 60%). Pored postojećeg fiskalnog pravila za stvarni fiskalni deficit (3% BDP-a) određena je gornja granica strukturnog deficita na nivou do 0,5% BDP-a.

Slijedi prikaz fiskalnih pravila koja se primjenjuju u zemljama OECD-a (tabela br. 2).

²⁰ Izvor: Šimović H: „Fiskalna politika u Europskoj uniji i Pakt o stabilnosti i rastu“, Zbornik Ekonomskog fakulteta u Zagrebu, 2005.

²¹ Dozvoljava se deficit veći od 3% BDP-a ukoliko se zemlji u posmatranoj godini BDP smanjio najmanje za 2%. Ukoliko se realni BDP snizio između 0,75% i 2%, moguć je prekomjerni deficit uz saglasnost Savjeta.

²² Procedure pri prekomjernom deficitu prvi put su primijenjene za Portugal 2002. godine, a zatim za Njemačku, Francusku, Grčku i Holandiju (izvor: Šimović 2005).

²³ Najznačajnija sankcija je deponovanje beskamatnog depozita koji se sastoji od fiksnog dijela (0,2% BDP-a) i varijabilnog dijela (0,1% BDP-a za svaki procentni poen za koji je deficit veći od 3% BDP-a). Depozit se pretvara u bespovratnu novčanu kaznu ako fiskalna politika i dalje nije usklađena sa zahtjevima Pakta.

Tabela br. 2 - Fiskalna pravila koja se primjenjuju u zemljama OECD-a

		Karakteristike seta pravila			
		Cilj za budžet	Cilj za rashode	Pravilo u uslovima značajnog opadanja prihoda	Zlatno pravilo
Australija	Povelja o budžetskom poštenju (1998)	Da	Ne	Ne	Ne
Austrija	Pakt za stabilnost i rast (1997) Domaći pakt za stabilnost (2000)	Da	Da	Ne	Ne
Belgija	Pakt za stabilnost i rast (1997) Nacionalno budžetsko pravilo (2000)	Da	Da	Da	Ne
Češka	Pakt za stabilnost i rast (2004) Zakon o budžetskim pravilima (2004)	Da	Da	Ne	Ne
Danska	Srednjoročna fiskalna strategija (1998)	Da	Da	Ne	Ne
Finska	Pakt za stabilnost i rast (1997) Višegodišnji limiti za potrošnju (od 1991)	Da	Da	Ne	Ne
Francuska	Pakt za stabilnost i rast (1997) Gornja granica potrošnje centralne vlade (1998)	Da	Da	Da	Ne
Njemačka	Pakt za stabilnost i rast (1997) Ustavno pravilo (2009)	Da	Da	Ne	Ne
Grčka	Pakt za stabilnost i rast (1997)	Da	Ne	Ne	Ne
Mađarska	Pakt za stabilnost i rast (2004) Zakon o fiskalnoj odgovornosti (2008)	Da	Da	Ne	Ne
Irska	Pakt za stabilnost i rast (1997)	Da	Da	Ne	Ne
Italija	Pakt za stabilnost i rast (1997) Domaći pakt za stabilnost (od 1999)	Da	Ne	Ne	Ne
Luksemburg	Pakt za stabilnost i rast (1997) Koalicioni sporazum o ograničenju rashoda (od 1999)	Da	Ne	Ne	Ne
Meksiko	Zakon o budžetskoj i fiskalnoj odgovornosti (2006)	Da	Ne	Da	Ne
Holandija	Pakt za stabilnost i rast (1997) Koalicioni sporazum o višegodišnjem ograničenju rashoda (od 1994)	Da	Da	Da	Ne
Poljska	Pakt za stabilnost i rast (2004) Zakon o javnim finansijama (1999)	Da	Ne	Ne	Ne
Portugalija	Pakt za stabilnost i rast (1997)	Da	Ne	Ne	Ne
Slovačka	Pakt za stabilnost i rast (2004)	Da	Da	Da	Ne
Španija	Pakt za stabilnost i rast (1997) Zakon o fiskalnoj stabilnosti (od 2001)	Da	Da	Ne	Ne
Švedska	Zakon o budžetu (od 1996)	Da	Da	Ne	Ne
Velika Britanija	Zakon o fiskalnoj stabilnosti (1998)	Da	Ne	Ne	Ne
Norveška	Smjernice za fiskalnu stabilnost (2001)	Da	Ne	Da	Ne
Švajcarska	Pravilo obuzdavanja duga (2001, na snazi od 2003)	Da	Da	Da	Ne
Novi Zeland	Zakon o fiskalnoj odgovornosti (1994)	Da	Da	Ne	Ne
USA	Pravila "PAYGO" (2010)	Da	Ne	Ne	Ne

Izvor: OECD Economic Outlook, Volume 2010/2, OECD 2010.

Kao što je navedeno u tabeli br. 2, osnov za fiskalna pravila u **Velikoj Britaniji** je Zakon o fiskalnoj stabilnosti (1998). Ovaj zakon definiše osnovna načela fiskalnog upravljanja - stabilnost, odgovornost, pravednost i efikasnost. Pri tome, pod odgovornošću se podrazumijeva odgovornost za dugoročno održivu fiskalnu poziciju. Ovaj zakon se usklađuje sa Zakonom o fiskalnoj odgovornosti. Zakon o fiskalnoj odgovornosti definiše pravila ponašanja za fiskalno prilagođavanje do 2016. godine, a to su:

- U svakoj godini od 2011. do 2016. neto posuđivanje javnog sektora (kao % BDP-a) mora biti manje nego u prethodnoj godini;
- Neto posuđivanje (kao % BDP-a) mora se najmanje prepoloviti do kraja 2014. u odnosu na 2010. godinu.

Njemačka je 2009. godine donijela pravilo kojim se od 2016. zabranjuje federalni strukturni deficit veći od 0,35% BDP-a.

Austrija je propisala fiskalno pravilo, odnosno granicu za strukturni deficit od 0,35% BDP-a, čija primjena počinje 2017. godine.

Granica strukturnog deficita u **Španiji** je 0,4% BDP-a sa primjenom od 2020. godine.

U **Slovačkoj**²⁴, pored granice javnog duga od 60% BDP-a, postoje još granice od 50, 53, 55 i 57% BDP-a, kao i mjere djelovanja u slučaju njihovog prekoračenja. Referentne granice će se smanjivati za po 1% BDP-a godišnje, počevši od 2018. godine, sve dok se konačno ne smanje za po 10% BDP-a u 2027. godini²⁵.

Mjere koje se preduzimaju u slučaju prekoračenja postavljenih granica su:

- Kada dug prekorači referentnu vrijednost od 50% BDP-a, ministar finansija treba da obrazloži razloge prekoračenja i predloži mjere za smanjenje duga.
- Kada dug prekorači 53% BDP-a, Vlada treba da predloži mjere za smanjenje duga uz obavezno smanjenje zarada u državnom sektoru na nivo od prethodne godine (ukoliko su tada bile niže), što ostaje na snazi do smanjenja javnog duga ispod granice od 53% BDP-a.
- Kada se prekorači referentna vrijednost javnog duga od 55% BDP-a, javna potrošnja u narednoj godini se zamrzava na istom nominalnom nivou.
- Kada javni dug prekorači granicu od 57% BDP-a, od Vlade se zahtijeva da budžet za narednu godinu bude uravnotežen ili u suficitu.
- Ukoliko se prekorači i granica od 60% BDP-a, pokreće se automatski postupak glasanja o povjerenju Vladi.

²⁴ *Arsić M, Pejić M: "Nova fiskalna pravila za unapređenje kontrole javnog duga u EU", Kvartalni monitor br. 27, 2011.*

²⁵ *Granica od 50% će se smanjiti na 40% BDP-a, granica od 53% na 43% BDP-a i sl.*

U Poljskoj²⁶, pored granice javnog duga od 60% BDP-a, postoje još dvije granice od 50 i 55% BDP-a, kao i mjere djelovanja u slučaju njihovog prekoračenja:

- Kada se prekorači granica od 50% BDP-a, Vlada treba odnos deficita i prihoda centralne države (kao i lokalne vlasti) u narednoj godini da zadrži na istom ili na nižem nivou u odnosu na godinu kada je objavljeno da je dug prekoračio granicu od 50% BDP-a.
- Kada se prekorači granica od 55% BDP-a, Vlada je u obavezi da za sljedeću godinu pripremi uravnotežen ili budžet sa suficitom, koji će obezbijediti smanjenje učešća javnog duga u BDP-u, posmatrano u odnosu na godinu kada je prekoračena referentna vrijednost od 55% BDP-a. Takođe, u budžetu se ne može planirati povećanje zarada u javnom sektoru, dok se penzije i socijalna davanja mogu indeksirati najviše sa stopom inflacije. Budžeti lokalnih vlasti moraju biti uravnoteženi.
- Ako se prekorači i granica od 60% BDP-a, za budžet centralne države važi isto pravilo kao i za prekoračenje granice od 55% BDP-a, a Vlada je u obavezi da u roku od mjesec dana (od dana objavljivanja zvaničnog podatka o prekoračenju granice od 60% BDP-a) izloži program fiskalne konsolidacije. Takođe, zabranjuje se izdavanje novih garancija za zaduživanje privrednih subjekata, a lokalni budžeti moraju biti uravnoteženi ili u suficitu.

3.2. Fiskalna pravila u Srbiji, Hrvatskoj i Bosni i Hercegovini

Srbija: U oktobru 2010. godine donešen je *Zakon o izmenama i dopunama Zakona o budžetskom sistemu*²⁷ kojim se utvrđuju fiskalni principi, pravila i procedure na osnovu kojih se ustanovljava fiskalni okvir, kako bi se obezbijedila dugoročna održivost fiskalne politike (čl. 1).

Fiskalna pravila, koja se odnose na opšti nivo države mogu biti opšta i posebna i definisana su članom 27e:

Opšta fiskalna pravila:

- Ciljni godišnji fiskalni deficit iznosiće u srednjem roku 1% BDP-a,
- Dug opšteg nivoa države, ne uključujući obaveze po osnovu restitucije, neće biti veći od 45% BDP-a,
- Fiskalni deficit će biti manji od ciljnog ili će se ostvarivati fiskalni suficit u godinama kada je stopa rasta BDP-a veća od potencijalne, dok će se u godinama kada je stopa rasta manja od potencijalne, ostvarivati fiskalni deficit koji je veći od ciljnog deficita,

²⁶ Arsić M, Pejić M: "Nova fiskalna pravila za unapređenje kontrole javnog duga u EU", *Kvartalni monitor* br. 27, 2011.

²⁷ „Sl. glasnik RS“ br. 73/10.

Posebna fiskalna pravila:

- Pojedinačne plate u javnom sektoru i penzije povećaće se u januaru 2011. godine za iznos rasta potrošačkih cijena u prethodnih šest meseci,
- U aprilu 2011. godine, plate i penzije povećaće se za iznos rasta potrošačkih cijena u prethodna tri mjeseca, uz uvećanje za polovinu realnog rasta BDP-a u prethodnoj godini ukoliko je taj rast pozitivan,
- U aprilu 2012. godine, plate i penzije povećaće se za iznos rasta potrošačkih cijena u prethodnih šest mjeseci, uz uvećanje za polovinu realnog rasta BDP-a u prethodnoj godini ukoliko je taj rast pozitivan,
- U oktobru 2011. i oktobru 2012. godine plate i penzije povećaće se za rast potrošačkih cijena u prethodnih šest meseci,
- U periodu od 2013. do 2015. godine masa sredstava za plate će rasti po stopi rasta potrošačkih cijena uvećanoj za polovinu realnog rasta BDP-a iz prethodne godine,
- U periodu od 2013. do 2015. godine prosječne penzije će rasti po stopi rasta potrošačkih cijena uvećanoj za rast BDP-a preko 4%,
- Fiskalna pravila koja regulišu kretanje penzija i plata primenjivaće se i nakon 2015. godine, sve dok učešće penzija u BDP-u ne dostigne 10%, a učešće plata 8%.

Fiskalna pravila za lokalnu vlast (član 27ž):

- Fiskalni deficit lokalne vlasti može nastati samo kao rezultat javnih investicija,
- Fiskalni deficit lokalne vlasti u određenoj godini ne može biti veći od 10% njenih prihoda u toj godini.

U Hrvatskoj je donešen *Zakon o fiskalnoj odgovornosti*²⁸ kojim se određuju pravila kojima se ograničava državna potrošnja, jača odgovornost za zakonito, namjensko i svrhovito korištenje budžetskih sredstava i jača sistem kontrola i nadzora radi osiguranja fiskalne odgovornosti (čl. 1). Cilj ovoga zakona je osiguranje i održavanje fiskalne odgovornosti, transparentnosti i srednjoročne i dugoročne održivosti javnih finansija, što se postiže uspostavljanjem i jačanjem fiskalnih pravila i pravila za osiguranje fiskalne odgovornosti na temelju kojih Vlada Republike Hrvatske utvrđuje i provodi fiskalnu politiku (čl. 2).

Članom 5 Zakona o fiskalnoj odgovornosti definisana su osnovna fiskalna pravila:

- Ukupni rashodi opšteg budžeta izraženi učešćem u procijenjenom BDP-u godišnje će se smanjivati za najmanje jedan postotni bod,
- Smanjenje ukupnih rashoda opšteg budžeta sprovodi se do trenutka kada će primarni fiskalni saldo opšteg budžeta u nominalnom iznosu biti jednak nuli ili pozitivan,

²⁸ „Narodne novine“, br. 139/10.

- Od trenutka kada će primarni fiskalni saldo opšteg budžeta u nominalnom iznosu biti jednak nuli ili pozitivan cilj je postizanje ciklički prilagođenog primarnog fiskalnog salda opšteg budžeta na nivou nula ili pozitivnog tokom ciklusa kako bi se postigla stabilizacija i smanjivanje učešća javnog duga u BDP-u.

U Bosni i Hercegovini je donešen *Zakon o dugu, zaduživanju i garancijama u Federaciji Bosne i Hercegovine*²⁹ kojim se uređuju: dug i garancije Federacije BiH, kantona, gradova i opština u Federaciji, način i postupak zaduživanja, osiguranje sredstava za otplatu duga, izdavanje garancija, vođenje evidencija o dugu i garancijama, te druga pitanja koja se odnose na dug i garancije Federacije, kantona, gradova i opština u Federaciji (Član 1).

Propisana ograničenja iznosa duga su (član 7):

- Federacija se može dugoročno zadužiti ukoliko iznos servisiranja duga za ukupan unutrašnji i vanjski dug i garancije koje dopijevaju u svakoj narednoj godini, uključujući i servisiranje za predloženo novo zaduženje i sve zajmove za koje su izdate garancije Federacije, zajedno sa ograničenjima iznosa duga kantona ne prelaze 18% konsolidiranih prihoda Federacije i kantona ostvarenih u prethodnoj fiskalnoj godini.
- Kantoni se mogu dugoročno zadužiti ukoliko u vrijeme dugoročnog zaduženja iznos servisiranja duga za ukupan unutrašnji i vanjski dug i garancije koje dopijevaju u svakoj narednoj godini, uključujući i servisiranje za predloženo novo zaduženje i sve zajmove za koje su izdate garancije kantona, ne prelaze 10% prihoda ostvarenih u prethodnoj fiskalnoj godini i u okvirima ukupnih ograničenja u skladu sa definiranom procedurom.
- Gradovi i opštine mogu se dugoročno zadužiti ukoliko u vrijeme odobrenja zaduženja iznos servisiranja duga koji dopijeva u svakoj narednoj godini, uključujući i servisiranje za predloženo novo zaduženje i sve zajmove za koje su izdate garancije grada i opštine, ne prelazi 10% prihoda ostvarenih u prethodnoj fiskalnoj godini.
- Kod utvrđivanja ograničenja garancije se obračunavaju u iznosu od 30% nominalne vrijednosti garancije.
- Vanbudžetskim fondovima je dozvoljeno da se zadužuju jedino unutar države i to u domaćoj valuti, uz prethodno pisano odobrenje nadležnog ministarstva finansija.
- Na osnovu mišljenja Komisije, Federalno ministarstvo finansija određuje maksimalan nivo konsolidiranog duga uključujući nove zajmove u narednoj fiskalnoj godini kao dio pripreme budžeta. U slučaju da Komisija ne može doći do sporazuma o nivou konsolidiranog duga, federalni ministar finansija je ovlašten odrediti maksimalan nivo konsolidiranog duga Federacije, u skladu sa stavom 1. ovog člana, kao i nivo novih zajmova za narednu fiskalnu godinu u fazi izrade budžeta. Zakonima o izvršenju budžeta Federacije i kantona, odnosno odlukama o izvršenju budžeta grada ili opštine određuju se iznosi novih zaduživanja i garancija u skladu sa utvrđenom gornjom granicom zaduživanja za narednu fiskalnu godinu.

²⁹ „Službene novine FBiH”, br. 86/07, 24/09 i 45/10.

Boks br. 2 - Reforme upravljanja javnim finansijama

Četiri su osnovna cilja upravljanja javnim finansijama i svaki od njih prate ključni fiskalni indikatori³⁰.

Tabela br. 1 - Osnovni ciljevi upravljanja javnim finansijama i indikatori

Cilj upravljanja javnim finansijama	Srodni fiskalni indikatori
Fiskalna kontrola	Ukupna i primarna ravnoteža, obim javnog duga
Finansijska disciplina	Kašnjenja, usklađenost plana budžeta i izvršenja
Efikasno raspoređivanje sredstava	Odnos potrošnje i BDP-a, struktura potrošnje
Ekonomično pružanje usluga	Troškovi usluga koji održavaju kvalitet

Reforme se dijele na bazične i napredne. Bazične reforme su neophodne za dostizanje minimuma standarda u upravljanju finansijama, a napredne reforme za obezbjeđenje kretanja u pravcu dobrih međunarodnih praksi. PEFA³¹ pristup ocjenjivanju reformi zasniva se na ³⁰ osnovnih indikatora, sa više od 100 pod-indikatora. Najveći broj kriterijuma sadržanih u tabeli br. 2³² sadržani su u PEFA podindikatorima.

Tabela br. 2 - Odabrani ciljevi i kriterijumi upravljanja javnim finansijama

Bazične reforme	
Sveobuhvatna budžetska klasifikacija	Budžeti se u potpunosti klasifikuju po šiframa ekonomske, funkcionalne, organizacione, programske klasifikacije i klasifikacije izvora finansiranja
Kompletan obuhvat budžeta	Konsolidovani budžeti uključuju sve finansijske tokove države, uključujući i vanbudžetsko finansiranje
Integracija kapitalnog budžeta	Kapitalni budžeti i proističući fiskalni rizici su u cjelosti inkorporirani u redovni budžetski proces
Konsolidovani jedinstveni račun trezora	Jedinstveni račun trezora obuhvata sve finansijske resurse centralnog nivoa vlasti, uključujući i vanbudžetske fondove i inostrane izvore
Odgovarajuće budžetske kontrole	Nema sistemskog prekomjernog trošenja ili akumulacije kašnjenja

³⁰ Izvor: E. Tandberg, M. Pavesic-Skerlep: „Advanced Public Financial Management Reforms in South East Europe”, IMF Working Paper 09/102, Maj 2009.

³¹ PEFA – eng. Public Expenditure and Financial Accountability.

³² Izvor: E. Tandberg, M. Pavesic-Skerlep: „Advanced Public Financial Management Reforms in South East Europe”, IMF Working Paper 09/102, Maj 2009.

Napredne reforme	
Srednjoročno planiranje budžeta	Srednjoročni fiskalni okviri i planovi sektorske potrošnje su u potpunosti usklađeni i redovno se ažuriraju
Planiranje budžeta na bazi učinaka	Odluke o budžetu odražavaju rezultate budžetskih programa i veze su jasno definisane i uočljive
Integrirano upravljanje gotovinom i dugom	Finansijska sredstva i obaveze se upravljaju u okviru jednog portfolija kako bi se uravnotežili neto troškovi finansiranja sa preuzetim rizicima
Jedinstveni računovodstveni okvir	Primjenjuje se jedinstveni računovodstveni okvir koji je u potpunosti u skladu sa budžetskom klasifikacijom
Fiskalna transparentnost	Budžetski sistemi su u skladu sa Kodeksom fiskalne transparentnosti MMF-a

Dobro rukovođenje dobro definisanim srednjoročnim budžetom unaprijediće fiskalnu kontrolu, finansijsku disciplinu, alokacijsku efikasnost i racionalnost pružanja usluga.

4. Državni dug Crne Gore

4.1. Institucionalni okvir

Zaduživanje države definisano je **Zakonom o budžetu**³³ kojim se reguliše donošenje budžeta, evidencija i upravljanje budžetom, pripremanje i planiranje budžeta, izvršenje budžeta Crne Gore, budžeta opštine, zajmovi i garancije, unutrašnja kontrola, računovodstvo budžeta, državni trezor, poslovi budžeta i unutrašnja revizija (čl. 1).

Prema ovom zakonu (čl. 3):

- zaduživanje je preuzimanje finansijskih obaveza po osnovu kreditnih ugovora, emisija dužničkih hartija od vrijednosti i izdatih garancija,
- državni dug je ukupan dug države i jedinica lokalne samouprave,
- državna garancija je garancija koju izdaje Skupština ili Vlada Crne Gore u svrhu obezbjeđenja otplate obaveza po osnovu kreditnih ugovora ili dužničkih hartija od vrijednosti;
- javni sektor su državni organi, jedinica lokalne samouprave, nezavisna regulatorna tijela, pravna lica, ortačka i komanditna društva u kojima država ili opštine imaju većinski vlasnički udio;

³³ "Sl. list RCG", br. 40/01, 44/01, 28/04, 71/05, "Sl. list CG", br. 12/07, 73/08, 53/09, 46/10, 49/10.

- transferni zajam je oblik zajma koji je Vlada primila od drugog zajmodavca radi davanja krajnjim korisnicima zajma;
- svop je finansijski ugovor o davanju pozajmice radi zaštite od rizika pod promjenljivim uslovima u pogledu kamate i valute.

Elementi državnog duga (pozajmice i krediti, domaći i inostrani) definisani su kao primici (čl. 9) i/ili izdaci (otplata dugova, garancija i obaveza iz prethodnih godina; čl. 10).

Zakonom su definisani upotreba budžetskog suficita i izvori finansiranja budžetskog deficita (čl. 17). Tako se budžetski deficit finansira uzimanjem dugoročnih i kratkoročnih pozajmica iz domaćih i inostranih izvora i emisijom dugoročnih i kratkoročnih hartija od vrijednosti, a dugoročnim pozajmicama i hartijama od vrijednosti može se finansirati kapitalni budžet. Kratkoročne pozajmice i hartije od vrijednosti mogu se koristiti i u cilju obezbjeđivanja likvidnosti (najduže šest mjeseci), nezavisno od granice godišnjeg porasta duga utvrđene zakonom o budžetu države. Istovremeno, budžetski suficit može se koristiti za prijevremenu otplatu duga i mora biti iskazan kroz završni račun države.

Članom 38 Zakona o budžetu predviđeno je da se granica godišnjeg nivoa zaduženja države, kao i ukupan iznos garancija koje daje država utvrđuje godišnjim zakonom o budžetu, o čemu odlučuje Vlada. Garancije i transferni zajmovi daju se u skladu sa smjernicama Strategije za upravljanje dugom, a država može preuzeti dug samo posebnim zakonom ili godišnjim zakonom o budžetu. Naknada za rizik (0,5% od iznosa garancije/zajma) koju plaća krajnji korisnik garancije i transfernog zajma predstavlja prihod budžeta Crne Gore. Na predlog Ministarstva finansija, Vlada utvrđuje osnove za pregovore i zaključivanje ugovora o kreditu za koji se izdaje garancija, a pravno lice koje koristi državnu garanciju mora dobiti odobrenje Ministarstva finansija prije ugovaranja svakog novog kredita.

Cilj uzimanja pozajmica i upravljanja dugom je da se finansira potrošnja državnog budžeta uz minimiziranje troškova duga uz uzimanje u obzir relevantnih rizika (čl. 39).

Zakonom je definisano da se država može zaduživati radi:

- finansiranja potrošnje državnog budžeta u skladu sa godišnjim zakonom o budžetu;
- otkupa i refinansiranja državnog duga;
- održavanja likvidnosti;
- zaštite od rizika zaključivanjem svop ugovora i ugovora o kupovini derivata;
- finansiranja drugih potreba u skladu sa zakonom.

Jedinice lokalne samouprave mogu uzimati dugoročne pozajmice i davati garancije uz prethodnu saglasnost Vlade (čl. 40). Takođe, saglasnost Vlade je neophodna za zaduživanje javnih preduzeća čiji je osnivač Vlada ili jedinice lokalne samouprave i pravna lica koja su u većinskom državnom vlasništvu.

Kamate i glavnice po osnovu duga države i garancija koje daje država isplaćuju se iz sredstava koja se vode na Konsolidovanom računu trezora (čl. 43).

Podzakonska akta, uredbe, strategije koje dalje definišu elemente zaduživanja države date su u nastavku i Prilogu br. 1.

Na osnovu Zakona o budžetu (čl. 41), priprema se **Strategija za upravljanje dugom** kojom se utvrđuje okvirni program zaduživanja za trogodišnji period, smjernice za utvrđivanje rizika prilikom uzimanja pozajmica, smjernice upravljanja dugom, gotovinom, garancijama i pozajmicama i druga pitanja od značaja za upravljanje dugom. Ovu strategiju utvrđuje Vlada, uz mišljenje Centralne banke.

Pored toga, upravljanje dugom se propisuje i **Uputstvom o radu Državnog trezora**³⁴. Ovim Uputstvom, propisuje se bliži način izvršenja budžeta, kontrola finansijskih transakcija, prikupljanja prihoda, obezbjeđenje likvidnosti Konsolidovanog računa trezora, *upravljanje domaćim i spoljnim dugom države*, kao i oblik i sadržina obrazaca za Glavnu knjigu trezora.

Prema tački 128 ovog Uputstva, izvještaj o stanju državnog duga najmanje tromjesečno se podnosi Ministru finansija, a polugodišnje Vladi.

Tačka 132 definiše garanciju o dugu kao jemstvo kojim Država daje pisanu izjavu banci ili sličnoj instituciji, koja je dala zajam određenoj organizaciji (potraživalac zajma) da će u slučaju neizmirenja obaveze od strane potraživaoca zajma, Država nadoknaditi obavezu. Nastala obaveza po ovom osnovu isplaćuje se iz sredstava koja se vode na Konsolidovanom računu trezora na teret sredstava planiranih za ove namjene. U slučaju plaćanja duga po osnovu garancija u ime zajmoprimca Država preduzima mjere naplate garancije (tačka 134).

Zakonom o kontroli državne pomoći³⁵ (čl.7) definisano je da se državna pomoć može davati kao: 1) subvencija; 2) fiskalna olakšica (porezi, doprinosi i drugi javni prihodi); 3) garancija države ili opštine; 4) subvencija kamatnih stopa za zajmove; 5) ustupanje dobiti, odnosno dividendi države ili opštine za razvojne programe davaoca privrednim subjektima; 6) otpis duga; 7) prodaja nepokretnosti države ili opštine po cijeni nižoj od tržišne ili kupovina po cijeni višoj od tržišne vrijednosti; 8) druga pomoć u skladu sa zakonom.

Zaduživanje države na domaćem tržištu kapitala propisano je nizom odluka i uredbi. Na ovaj način precizirani su uslovi za zaduživanje putem emisije državnih zapisa i obveznica.

Tako je donešeno više odluka o emisiji državnih zapisa (Prilog br. 1). Kada je u pitanju emisija obveznica, propisi (odluke, uputstva, uredbe) se odnose na emisiju obveznica: devizne štednje gra-

³⁴ "Sl. list Crne Gore", br. 80/08, 02/09, 45/10, 15/11.

³⁵ "Sl. list Crne Gore", br. 74/09.

dana, za obeštećenja korisnika prava iz penzijskog i invalidskog osiguranja i za ostvarivanja prava na refundaciju bivših vlasnika (Prilog br. 1).

Na lokalnom nivou, 16 jedinica lokalne samuporave je emitovalo obveznice na osnovu odgovarajućih rješenja (Prilog br. 1).

Na osnovu odgovarajućih propisa, država Crna Gora je davala **garancije/kontragarancije** (Prilog br. 1).

Propisi kojima se regulišu kontragarancije države Crne Gore, obaveze po osnovu obveznica države emitovanih po osnovu stare devizne štednje, za obeštećenja korisnika prava iz penzijskog i invalidskog osiguranja i za ostvarivanja prava na refundaciju bivših vlasnika, kao i obveznice emitovane po osnovu isplate devizne štednje građana položene kod ovlašćenih banaka sa sjedištem van Crne Gore ukazuju na „naslijeđeni dug“.

Boks br. 3 – Monetarna pravila vezana za instrumente zaduženja Crne Gore

Postoji nekoliko pravila sadržanih u propisima Centralne banke Crne Gore koji su direktno vezani za zaduženje države tj. tražnju za instrumentima duga Crne Gore (hartije od vrijednosti) i ponudu (krediti).

*Odluka o obaveznoj rezervi banaka kod Centralne banke Crne Gore*³⁶ ostavlja bankama mogućnost da do 35% obavezne rezerve izdvoje i drže u obliku državnih zapisa koje je emitovala Crna Gora (Član 8). U 2011. godini sve banke su iskoristile mogućnost izdvajanja dijela obavezne rezerve u obliku državnih zapisa.

*Odluka o adekvatnosti kapitala banaka*³⁷, članom 20 kojim se utvrđuju ponderi rizika, propisuje da se izloženostima prema centralnoj vladi³⁸ u Crnoj Gori dodjeljuje ponder rizika 0%³⁹. Drugim riječima, rizik naplate odobrenih kredita centralnoj vladi ne postoji. Isti ponder banke koriste za izračunavanje potrebnog kapitala za specifični rizik dužničkih instrumenata (član 201) kada su u pitanju dužnički instrumenti emitovani ili garantovani od strane države Crne Gore.

³⁶ „Sl. list Crne Gore“, br. 35/11, 22/12.

³⁷ „Sl. list Crne Gore“, br. 38/11.

³⁸ U skladu sa članom 19 Odluke, izloženošću prema centralnoj vladi smatraju se izloženosti prema državnim jedinicama koje se finansiraju iz državnog budžeta, i to: 1) u Crnoj Gori: Skupštini Crne Gore, Vladi Crne Gore, Predsjedniku Crne Gore, ministarstvima, Ustavnom sudu, osnovnim sudovima, višim sudovima, Vrhovnom sudu, Upravnom sudu, privrednim sudovima, Apelacionom sudu, Državnom tužiocu, Upravi za sprječavanje pranja novca, budžetskim fondovima i drugim državnim jedinicama koje se finansiraju iz državnog budžeta; 2) u drugim zemljama: državnim jedinicama koje se finansiraju iz budžeta i koje se po propisima tih zemalja kojima se reguliše rad banaka tretiraju kao centralna vlada.

³⁹ Ponder rizika je propisani procenat koji se primjenjuje na stavke aktive kako bi se izračunala ukupna rizikom ponderisana aktiva, odnosno potrebni kapital banke za kreditni rizik.

*Odluka o operacijama na otvorenom tržištu*⁴⁰ (član 2) propisuje da ove operacije Centralna banka obavlja kupovinom od banaka i prodajom bankama hartija od vrijednosti koje je emitovala država Crna Gora, države članice Evropske unije i međunarodne finansijske institucije ili drugih hartija od vrijednosti koje Centralna banka ocijeni prihvatljivim.

*Odlukom o bližim uslovima za davanje kredita bankama za održavanje likvidnosti*⁴¹ (član 3) propisano je da banke mogu dobiti kredit za likvidnost ukoliko je, pored ostalog, obezbijeđen hartijama od vrijednosti koje je emitovala država Crna Gora. Pored toga što državne hartije od vrijednosti mogu da se koriste za obezbjeđenje kredita, kamatne stope na ove hartije služe kao reper za određivanje kamatnih stopa na kredite za likvidnost i to: na iznos odobrenog dnevnog kredita Centralna banka naplaćuje kamatu po prosječnoj godišnjoj kamatnoj stopi koja je formirana na posljednjoj aukciji državnih zapisa koje emituje Crna Gora (član 14); na iznos odobrenog noćnog kredita Centralna banka naplaćuje kamatu po prosječnoj godišnjoj kamatnoj stopi formiranoj na posljednjoj aukciji državnih zapisa, uvećanoj za jedan procentni poen (član 18); na iznos kratkoročnog kredita Centralna banka naplaćuje kamatu po prosječnoj godišnjoj kamatnoj stopi formiranoj na posljednjoj aukciji državnih zapisa, uvećanoj za 2 procentna poena (član 24).

4.2. Državni dug Crne Gore 2002-2011.

Dug Crne Gore nastao je:

- **Preuzimanjem duga:**
 - Crne Gore kao države članice u SFRJ, SRJ i Državne zajednice Srbija i Crna Gora,
 - Po osnovu stare devizne štednje kod banaka iz i van Crne Gore,
 - Po osnovu izdatih garancija.
- **Zaduživanjem Crne Gore:**
 - Emisijom državnih zapisa,
 - Uzimanjem kredita,
 - Aktivacijom datih garancija,
 - Emitovanjem euroobveznica.

Državni dug Crne Gore obuhvata dug centralne vlade, budžetskih fondova i jedinica lokalne samouprave.⁴² Državni dug Crne Gore se sastoji od unutrašnjeg i spoljnog duga.

⁴⁰ "Sl. list Crne Gore" br. 15/11.

⁴¹ Isto

⁴² Prema Zakonu o lokalnoj samoupravi („Sl. list RCG“, br. 42/03, 28/04, 75/05, 13/06, „Sl. list Crne Gore“, br. 88/09, 03/10), jedinice lokalne samouprave su opštine, Glavni grad (Podgorica) i Prijestonica (Cetinje).

Nekoliko godina prije početka Globalne ekonomske krize, makroekonomska situacija u Crnoj Gori je bila prilično povoljna. Bruto domaći proizvod je rastao iz godine u godinu i u 2006. godini je ostvaren realni rast od 8,6%, a u 2007. godini 10,7%. Istovremeno, godišnja inflacija je značajno opadala do 2005. godine, da bi se u 2005. i 2006. zadržala na nivou od oko 3%. Međutim, u 2007. godini došlo je do porasta stope inflacije. Budžet je u 2006. i 2007. godini bilježio suficit, što je značajno uticalo da se fiskalna pozicija poboljša i da se smanji državni dug. Međutim, usljed Globalne finansijske krize došlo je do značajnog pada nivoa ekonomske aktivnosti, što se negativno odrazilo na kretanje javnih prihoda, ali i pored smanjenja javnih rashoda Crna Gora je ponovo ušla u zonu budžetskog deficita. U cilju pokrivanja nastalog deficita, pristupilo se dodatnom zaduživanju.

Usljed naslijeđenih dugoročnih obaveza starog sistema (SFRJ i SRJ)⁴³, državni dug je u 2002. godini iznosio preko milijardu eura. Takođe, pored naslijeđenih ino dugova, naslijeđeni su i pojedini oblici unutrašnjeg duga, prije svega po osnovu stare devizne štednje. Naslijeđene obaveze starog sistema činile su 83% ukupnog duga na kraju 2004. godine, dok je preostalih 17% obuhvatalo nova zaduženja, nastala u periodu od 2000-2004. godine, obaveze po osnovu kratkoročnih pozajmica, kredita i državnih zapisa.

Tabela br. 3 – Kretanje državnog duga Crne Gore

	Spoljni dug		Unutrašnji dug		Ukupno državni dug	
	000 000 eura	% BDP-a	000 000 eura	% BDP-a	000 000 eura	% BDP-a
2002.	893,6	65,7	255,6	18,8	1.149,2	84,5
2003.	461,5	30,6	249,7	16,5	711,2	47,1
2004.	488,3	29,2	254,1	15,2	742,4	44,5
2005.	513,3	28,3	187,1	10,3	700,4	38,6
2006.	504,0	23,5	197,1	9,2	701,1	32,6
2007.	462,1	17,2	275,1	10,3	737,2	27,5
2008.	481,7	15,6	413,0	13,4	894,7	29,0
2009.	699,9	23,3	440,3	14,7	1.140,2	38,0
2010.	912,4	30,2	358,3	11,8	1.270,7	42,0
2011.	1.063,7	32,5	419,8	12,8	1.483,5	45,3

Izvor: Ministarstvo finansija Crne Gore

U tabeli br. 3 je prikazan istorijat kretanja državnog duga Crne Gore od 2002. godine. Može se vidjeti da državni dug Crne Gore bilježi rast u apsolutnom iznosu od 2005. godine. U periodu od 2005. do 2011. godine državni dug Crne Gore se povećao za 111,8% i na kraju 2011. godine je činio 45,3% procijenjenog BDP-a, što je najveći iznos od 2004. godine. Uprkos velikom rastu u ovom

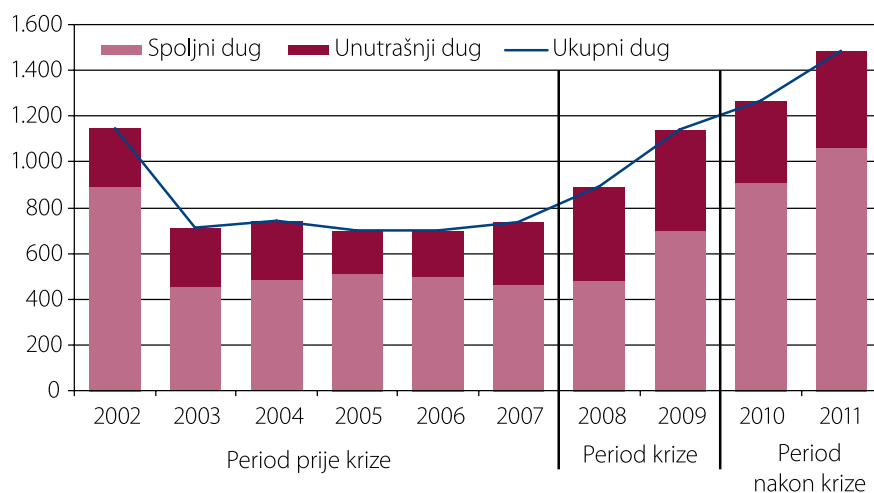
⁴³ Dug koji je postojao prije reprogramiranja dugova sa pojedinim međunarodnim finansijskim organizacijama (IBRD i Pariski klub) i konačnog dogovora sa Srbijom u vezi obaveza prema Londonskom klubu povjerilaca.

periodu, od 2006. godine, kada je Crna Gora povratila nezavisnost, održivost duga nije bila ugrožena. Značajan rast državnog duga tokom 2010. i 2011. godine rezultat je dvije emisije euroobveznica, u ukupnom iznosu od 380 miliona eura. Izlazak Crne Gore na međunarodno tržište i veliko interesovanje za obveznice dokaz su da je Crna Gora dobila visoku ocjenu kod inostranih investitora o sigurnosti ulaganja u crnogorske državne obveznice.

Uprkos činjenici da Crna Gora spada u umjereno zadužene zemlje, dinamika duga od 2008. godine je zabrinjavajuća. Na to je najviše uticala Globalna finansijska kriza. Usljed krize, problem smanjenih budžetskih prihoda, koji je bio uzrokovan padom uvoza, investicija i oslabljene ekonomske aktivnosti, te rastom rashoda (prevashodno zarada, penzija i socijalnih davanja) je prevaziđen zaduživanjem. Sredstva dobijena emisijom euroobveznica iskorišćena su za finansiranje budžetskog deficita i otplate postojećih dugova.

Period krize karakteriše smanjenje prihoda budžeta, smanjivanje suficita i ostvarivanje deficita i povećanje duga (grafik br. 3). Kako pojedine kompanije u državnom vlasništvu nijesu mogle da servisiraju dug, država je, u cilju pomoći, preuzela njihove dugove.

Grafik br. 3 – Državni dug Crne Gore, 000 000 eura

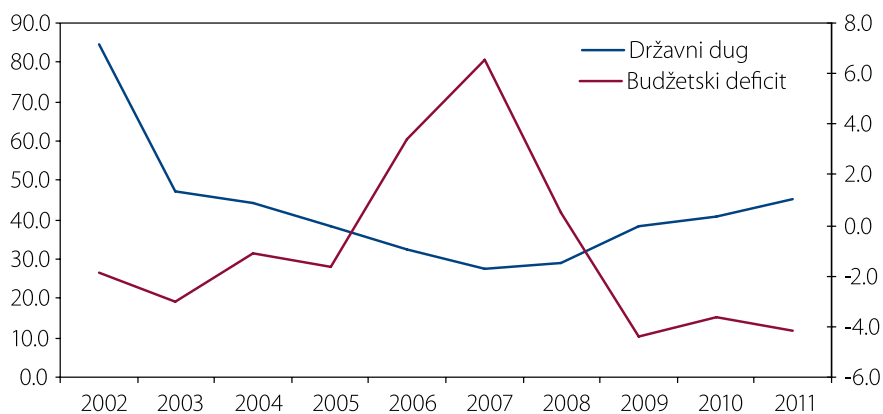


Izvor: Ministarstvo finansija Crne Gore

Na visinu duga u posmatranom razdoblju značajno je uticao nivo budžetskog deficita, jer su sredstva dobijena zaduživanjem korišćena kako za kapitalne projekte, tako i za finansiranje negativnog budžetskog salda. Međutim, negativni budžetski saldo se finansira i iz prihoda koje država prikuplja privatizacijom, prodajom državne imovine i donacijama, tako da je iznos koji je trebalo pokriti zaduživanjem manji od iznosa deficita. Do 2006. godine, iako je budžet bilježio deficit, državni dug se smanjivao iz godine u godinu (grafik br. 4), da bi na kraju 2007. godine činio 27,5% BDP-a, što je bilo značajno manje u odnosu na kraj 2002. godine (84,5% BDP-a). U 2007. godini

zabilježen je i najveći suficit. Naravno, smanjenju učešća duga u BDP-u uticalo je kako smanjenje državnog duga, tako i rast BDP-a.

Grafik br. 4 – Državni dug (lijeva skala) i budžetski deficit (desna skala), % BDP-a



Boks br. 4 – Primarni dileri (osiguranje upisa državnog duga)

Primarni dileri su specijalistički posrednici između države i investitora u distribuciji i trgovini državnim hartijama od vrijednosti. Osnovni cilj postojanja primarnih dilera je veća uspješnost primarnih emisija i veća likvidnost na sekundarnom tržištu državnih hartija od vrijednosti.

Primarni dileri imaju pravo da posluju sa centralnom bankom u operacijama na otvorenom tržištu, a imaju i povlastice u davanju ponude na aukcijama državnih hartija od vrijednosti.

S druge strane, obaveze primarnih dilera su da učestvuju na primarnom tržištu: daju konkurentne ponude za primarna izdanja državnih HOV i upisuju određeni minimalni iznos izdanja. Obaveze na sekundarnom tržištu su im da podržavaju sekundarno tržište na način da bez obzira na tržišnu situaciju kotiraju cijene sa ograničenom razlikom između kupovne i prodajne cijene.

Za efikasno poslovanje primarnih dilera neophodno je postojanje transparentne strategije i plana izdavanja HOV, kao i obezbjeđenje privilegovanog položaja primarnih dilera na aukcijama.

Prednosti postojanja primarnih dilera su:

- niži troškovi finansiranja države kroz podsticanje konkurentnog određivanja cijene emitovanih HOV;
- obezbjeđenje stabilnije tražnje i lakše distribucije državnih HOV kroz obavezu primarnih dilera da kupe određeni dio emisije;
- razvoj finansijskog sektora kroz podsticanje trgovanja na sekundarnom tržištu i veću likvidnost;

- olakšavanje sprovođenja operacija na otvorenom tržištu i sl.

Mogući nedostaci postojanja primarnih dilera su:

- povlašćeni položaj dilera može obeshrabriti druge finansijske institucije da učestvuju na tržištu duga;
- moguć je rast sklonosti riziku, odnosno moralnog hazarda dilera, jer se može stvoriti utisak da država zbog postojanja privilegovanog položaja primarnih dilera garantuje za njihove rizike.

U tabeli br. 1 prikazane su osnovne karakteristike primarnih dilera u odabranim zemljama Evropske unije. Tabela prikazuje da primarni dileri uglavnom imaju obavezu učešća na primarnom tržištu državnih obveznica, dok u većini posmatranih zemalja nemaju obavezu učešća na tržištu državnih zapisa. Obaveza učešća na primarnom tržištu državnih obveznica sastoji se od obaveze učešća na svakoj aukciji, obaveze minimalnog učešća na svakoj aukciji i obaveze prosječnog minimalnog učešća na periodičnim aukcijama državnih obveznica (kvartalno, polugodišnje, godišnje). Na sekundarnom tržištu državnih hartija od vrijednosti, obaveza primarnih dilera u najvećem broju posmatranih zemalja je da kotiraju čvrste i kontinuirane kotacije prema ostalim primarnim dilerima i ostalim investitorima na tržištu.

S druge strane, primarni dileri imaju ekskluzivno pravo da daju konkurentne i nekonkurentne ponude na aukcijama, da učestvuju u razmjeni i sl. U najvećem broju posmatranih zemalja primarni dileri imaju privilegovani pristup repo tržištu.

Tabela br. 1 - Obaveze i privilegije primarnih dilera iz odabranih zemalja EU

	A	B	FIN	F	GR	IRL	I	NL	P	E	S	UK	DK	CZ	H	SLO
Broj Primarnih dilera	23	17	14	20	22	12	20	16	16	21	8	17	14	13	14	12
Primarno tržište	A	B	FIN	F	GR	IRL	I	NL	P	E	S	UK	DK	CZ	H	SLO
<i>Opšte</i>																
Osigurati upis državnog duga	X	X	X		X	X			X				X			X
<i>Tržište obveznica</i>																
Obaveza ponude za kupovinu za svaku emisiju na svakoj aukciji	X		X	X	X					X				X	X	
Minimalno učešće na svakoj aukciji	X		X							X				X	X	
Prosječni periodični minimum učešća na svakoj aukciji/dodatku emisije		X		X	X	X	X	X	X		X					
<i>Tržište trezorskih zapisa</i>																
Obaveza ponude za kupovinu za svaku emisiju na svakoj aukciji				X	X											
Minimalno učešće na svakoj aukciji				X												
Prosječni periodični minimum učešća na svakoj aukciji/dodatku emisije izdanja		X			X		X				X			X		

DRŽAVNI DUG SA POSEBNIM OSVRTOM NA DRŽAVNI DUG CRNE GORE U PERIODU 2002-2011.

Sekundarno trziste	A	B	FIN	F	GR	IRL	I	NL	P	E	S	UK	DK	CZ	H	SLO
Opšte																
Poboljšati likvidnost na sekundarnom tržištu	X	X	X	X	X	X	X		X	X	X	X	X	X	X	X
Prikazivati indikativne cijene na ekranu		X	X	X	X	X	X		X	X	X		X			
Kotirati čvrste cijene ostalim primarnim dilerima		X	X	X	X	X	X	X	X					X	X	X
Kotirati čvrste cijene krajnjim investitorima	X	X	X	X	X	X		X	X		X	X	X	X	X	X
Redovno izvještavati o trgovanju na sekundarnom tržištu	X	X	X			X		X	X		X	X	X	X	X	X
Tržište obveznica																
Obaveza kreiranja tržišta u elektronskoj formi		X			X		X	X	X				X			
Obaveza kreiranja tržišta (Market making)	X	X	X		X	X			X	X	X	X	X	X	X	X
Kotirati čvrste cijene ostalim primarnim dilerima i ostalim učesnicima na trž.			X							X	X			X	X	X
Minimalni udio trgovanja na sekundarnom tržištu		X			X						X			X		
Osigurati likvidnost repo tržišta							X									X
Tržište trezorskih zapisa																
Obaveza kreiranja tržišta u elektronskoj formi					X											
Prosječni minimalni tržišni udio u klirinškom sistemu																
Prikazivati indikativne cijene na ekranu				X	X						X					
Kotirati čvrste cijene ostalim primarnim dilerima				X	X								X			
Kotirati čvrste cijene krajnjim investitorima				X	X						X		X			
Osigurati likvidnost repo tržišta				X	X		X									X
Primarno trziste																
Tržište obveznica																
Isključivo pravo da:																
-daju konkurentne ponude na primarnoj aukciji	X	X	X		X	X		X			X	X	X	X	X	X
-daju nekonkurentne ponude nakon aukcije	X	X	X	X	X	X	X		X	X		X		X		X
-da sudjeluju na razmjeni obveznica/ reverse ponude	X	X	X		X	X	X	X			X	X	X	X		X
-da sudjeluju u "striping-u" i ponovnom rekonstruiranju obveznica		X		X	X		X	X		X	X	X				
Isključivo pravo i izbor da sudjeluju u udruženim emisijama države.	X	X	X	X			X		X							
Naknada za uspješnu aukciju	X		X					X								
Vremenska prednost u slanju ponuda za kupovinu na aukcijama	X									X		X				

Tržište trezorskih zapisa																		
Isključivo pravo da:																		
-daju konkurentne ponude na primarnoj aukciji	X	X			X						X				X			
-daju nekonkurentne ponude nakon aukcije		X		X	X						X							
Naknade za promet na sekundarnom tržištu																		
Naknade na primarnom tržištu					X													
Sekundarno tržište	A	B	FIN	F	GR	IRL	I	NL	P	E	S	UK	DK	CZ	H	SLO		
Tržište obveznica																		
Privilegije na repo tržištu			X	X		X			X		X	X	X					
Pristup ekranima inter-diler brokera												X						
Tržište trezorskih zapisa																		
Privilegije na repo tržištu											X		X					
Ostalo	A	B	FIN	F	GR	IRL	I	NL	P	E	S	UK	DK	CZ	H	SLO		
Isključivo pravo korišćenja naslova primarnog dilera	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X
Redovni sastanci sa emitentima	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X		X	X	X	X	X	X	
Privilegovana druga strana u svim aktivnostima emitenta kod vođenja javnog duga	X	X	X	X			X				X	X	X	X	X			
Fiskalne prednosti u određenim transakcijama											X							

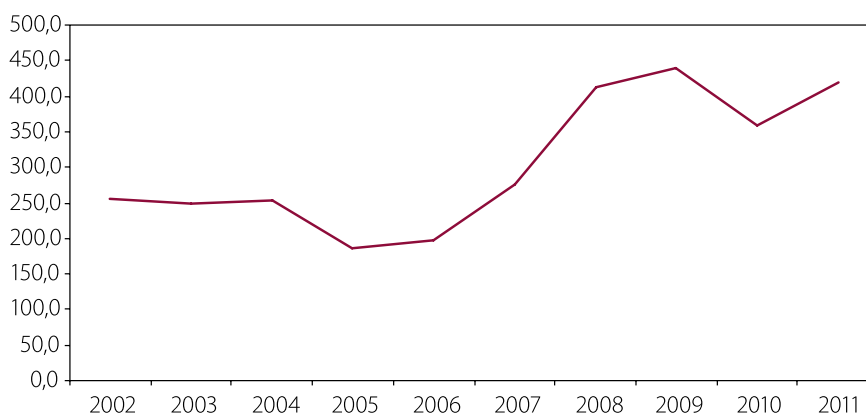
Izvor: Korunić T, Bjelkanović D: „Trebaju li Hrvatskoj primarni dileri za državne vrijednosnice?“, 2011.

4.2.1. Unutrašnji dug

U periodu 2002-2011. godina struktura unutrašnjeg duga se mijenjala posmatrano prema instrumentu zaduživanja. To su uglavnom bili netržišni oblici zaduživanja poput stare devizne štednje i obveznica restitucije, dok je korišćenje državnih zapisa bilo na skromnom nivou.

Unutrašnji dug je u periodu 2001-2004. godina stagnirao, da bi na kraju 2005. godine zabilježio najniži nivo, kao rezultat značajnog izmirenja obaveza prema povjericima. Nakon 2005. godine i tokom krize unutrašnji dug je bilježio konstantan rast. U posmatranom periodu, najveću vrijednost dostigao je na kraju 2009. godine, kada se usljed Globalne finansijske krize javila potreba za intenzivnijim zaduživanjem, prije svega putem emisije državnih zapisa.

Grafik br. 5 – Kretanje unutrašnjeg duga, 000 000 eura



Izvor: *Ministarstvo finansija Crne Gore*

U strukturi unutrašnjeg duga, u posmatranom periodu dominirali su netržišni oblici zaduživanja i to – emisija obveznica za izmirivanje obaveza po osnovu stare devizne štednje i po osnovu obeštećenja. Posmatrajući na godišnjem nivou, prvo značajnije uvećanje unutrašnjeg duga zabilježeno je 2007. godine. Razlog za značajnije povećanje je usvajanje Zakona o izmjenama i dopunama Zakona o povraćaju oduzetih imovinskih prava i obeštećenja određena je gornja granica ukupnog iznosa obaveza do 10% BDP-a, kao i godišnje plaćanje po osnovu ove obaveze do 0,5% BDP-a.

U 2008. godini zabilježen je značajniji rast unutrašnjeg duga usljed porasta obaveza po osnovu zaostalih penzija. Razlog za ovakav porast je emisija obveznica stečenih po osnovu Zakona o obeštećenju korisnika prava iz penzijskog i invalidskog osiguranja, u ukupnom iznosu od 105,0 miliona eura, u septembru 2008. godine. Takođe, u 2008. godini usvojen je i Zakon o isplati devizne štednje građana položene kod ovlašćenih banaka sa sjedištem van Republike Crne Gore, kojim je uvećan dug po osnovu stare devizne štednje.

U 2009. godini, u vrijeme Globalne finansijske krize, Vlada je emitovala državne zapise u cilju premošćavanja vremenskih neusklađenosti između prihoda i rashoda budžeta, što je, takođe, uticalo na povećanje unutrašnjeg duga.

Nakon smanjenja unutrašnjeg duga u 2010. godini, u 2011. godini je zabilježen rast, kao rezultat rasta obaveza lokalnih samouprava, rasta obaveza po osnovu kredita kod banaka i državnih zapisa. Unutrašnji dug iznosio je 419,8 miliona eura (12,8% BDP-a) na kraju 2011. godine i u odnosu na kraj 2010. godine veći je za 17,2%. Struktura unutrašnjeg duga je prikazana u tabeli br. 4.

Tabela br. 4 – Struktura unutrašnjeg duga

	Zaostale penzije	Komercijalni krediti	Obaveze po osnovu obeštećenja	Dug lokalnih samouprava	Stara devizna štednja	Kreditni nefinansijskih institucija	Državni zapisi	Zaostale obaveze	UKUPNO
2002.	0,0	18,2	0,0	0,0	127,0	0,0	9,8	101,0	256,0
2003.	0,0	19,5	0,0	0,0	127,0	0,0	19,7	83,5	249,7
2004.	0,0	8,9	0,0	23,0	123,0	0,0	37,4	61,8	254,1
2005.	0,0	0,0	0,0	20,9	117,0	0,0	8,0	41,2	187,1
2006.	0,0	0,0	52,3	20,9	105,2	0,0	3,3	15,4	197,1
2007.	0,0	0,0	125,4	53,2	96,5	0,0	0,0	0,0	275,1
2008.	85,7	35,2	116,8	42,4	117,0	15,9	0,0	0,0	413,0
2009.	48,5	39,8	100,2	61,7	107,9	32,6	49,6	0,0	440,3
2010.	17,2	17,6	78,5	46,2	99,2	50,0	49,6	0,0	358,3
2011.	1,8	54,4	77,3	83,8	89,0	48,9	64,6	0,0	419,8

Izvor: Ministarstvo finansija Crne Gore

Upravljanje dugom podrazumijeva upravljanje njegovom strukturom, tako da Vlada odlučuje koji će se instrumenti duga koristiti za pribavljanje nedostajućih sredstava putem unutrašnjeg zaduživanja. U posmatranom periodu, unutrašnji dug Crne Gore sastojao se od obaveza po osnovu:

- obveznica, i to po osnovu
 - devizne štednje građana,
 - obeštećenja bivših vlasnika, za oduzeta imovinska prava,
 - obeštećenja korisnika prava iz penzijskog i invalidskog osiguranja
 - ulaganja u saniranje mreže drumskih puteva,
- Državnih zapisa,
- Kredita
 - od domaćih banaka,
 - od nefinansijskih institucija,
- Zaostalih obaveza, i
- Duga jedinica lokalne samouprave.

4.2.1.1 Obveznice

Na crnogorskom tržištu kapitala preovladava emisija i trgovina akcijama (tabela br. 5). Na tržištu obveznica dominiraju državne obveznice, dok korporativne obveznice imaju zanemarljivo učešće.

Tabela br. 5 – Učešće državnih obveznica na tržištu

God.	Veličina tržišta obveznica		Veličina tržišta obveznica				Veličina tržišta akcija	
			Učešće korporativnih obveznica		Učešće državnih obveznica			
	Vrijednost, u EUR	% BDP	Vrijednost, u EUR	% BDP	Vrijednost, u EUR	% BDP	Vrijednost, u EUR	% BDP
2004.	95.715.901	5,73			95.715.901	5,73	4.563.222.929	273,28
2005.	103.782.472	5,71			103.782.472	5,71	4.112.531.752	226,59
2006.	103.509.194	4,81	306.774	0,01	103.202.420	4,80	4.196.423.584	195,28
2007.	106.738.093	3,98	10.306.774	0,38	96.431.319	3,59	4.231.831.676	157,87
2008.	207.879.050	6,73			207.879.050	6,73	4.803.063.581	155,66
2009.	142.475.057	4,78			142.475.057	4,78	4.748.460.560	159,29
2010.	117.975.439	3,90	5.000.000	0,16	112.975.439	3,73	4.861.662.977	160,82

Izvor: Komisija za hartije od vrijednosti

Komisija za hartije od vrijednosti donijela je Uputstvo u vezi sa formiranjem posebne liste za trgovanje obveznicama Republike Crne Gore i jedinica lokalne samouprave⁴⁴. Prema ovom uputstvu, obveznicama države i jedinica lokalne samouprave trguje se na berzi, ne kotiraju se na listama „A“ i „B“ već se u okviru slobodne liste formira posebna lista.

Državne obveznice, čiji je emitent Republika Crna Gora, odnosno Crna Gora, koje se kotiraju na berzi su:

- Obveznice RCG po osnovu devizne štednje građana (OB),
- Obveznice CG po osnovu devizne štednje građana (DOB/DBO),
- Obveznice RCG po osnovu obeštećenja bivših vlasnika, za oduzeta imovinska prava (FO),
- Obveznice za obeštećenje korisnika prava iz penzijskog i invalidskog osiguranja (PO),
- Obveznice RCG za potrebe ulaganja u saniranje mreže drumskih puteva (DP).

Obveznice po osnovu devizne štednje građana (OB/ DOB)

Emitovanje obveznica stare devizne štednje uređeno je Zakonom o regulisanju obaveza i potraživanja po osnovu ino duga i devizne štednje građana⁴⁵, Zakonom o isplati devizne štednje građana položene kod ovlašćenih banaka sa sjedištem van Crne Gore⁴⁶ Odlukom o emisiji obveznica Repu-

⁴⁴ „Sl. list RCG“, br. 07/07.

⁴⁵ „Sl. list CG“ br. 55/03, 11/04.

⁴⁶ „Sl. list CG“, br. 81/06. 20/09.

blike Crne Gore po osnovu devizne štednje građana⁴⁷, Odlukom o emisiji obveznica Crne Gore po osnovu devizne štednje građana⁴⁸ i Uredbom o konverziji devizne štednje građana u obveznice⁴⁹.

U skladu sa Zakonom koji se odnosi na deviznu štednju kod banaka sa sjedištem u Crnoj Gori, država je preuzela obaveze po ovom osnovu sa stanjem u bilansima banaka na dan 30. jun 2003. godine, uvećanim za obračunatu kamatu po godišnjoj stopi od 2% počev od 1. januara 2003. godine. Krajnji rok planiran za isplatu duga po osnovu stare devizne štednje je 2017. godina. Nominalna vrijednosti emitovanih obveznice je jedan euro.

Na ime duga po osnovu devizne štednje građana kod banaka sa sjedištem u Crnoj Gori isplaćeno je 1. jula 2004. godine 380 eura po jednom deviznom štednom ulogu, 1. jula 2005. godine 530 eura, dok je Zakonom propisano (čl. 15) da se isplata preostalog iznosa devizne štednje izvrši u 12 godišnjih rata, koje rastu po stopi geometrijske progresije od 10% i dospijevaju svakog 1. jula u periodu od 2006. do 2017. godine, a izračunavaju se množenjem tog iznosa određenim koeficijentom (za 2006. god. - 0,05425092; 2007. god. - 0,05967601; 2008. god. - 0,06564361; 2009. god. - 0,07220798; 2010. god. - 0,07942877; 2011. god. - 0,08737165; 2012. god. - 0,09610881; 2013. god. - 0,10571970; 2014. god. - 0,11629167; 2015. god. - 0,12792083; 2016. god. - 0,14071292; 2017. god. - 0,15478421, s tim da štediša ima pravo na isplatu godišnje rate u visini od najmanje 500 eura, ukoliko su rate obračunate na pomenuti način manje od tog iznosa).

Sličan način obračuna primijenjen kod isplate duga po osnovu devizne štednje građana kod banaka sa sjedištem van Crne Gore. Zakonom koji tretira ovaj dug (čl. 8) propisano je da prva rata (2007. godine) iznosi 380 eura, druga (2008. godina) 530 eura po jednom štednom ulogu, dok se isplata preostalog iznosa izvršava u devet godišnjih rata, koje dospijevaju svakog 1. jula, u periodu od 2009. godine do 2017. godine, a izračunava se množenjem iznosa deviznog štednog uloga sa koeficijentima, koji u sebi sadrže i unaprijed obračunatu kamatu do rokova dospijeca po stopi od 2% godišnje i to: za 2009. godinu - koeficijentom 0,080605699; 2010. - 0,088666269; 2011. - 0,097532896; 2012. - 0,107286186; 2013. - 0,118014805; 2014. - 0,129816285; 2015. - 0,142797913; 2016. - 0,157077705; 2017. - 0,172785475, s tim da devizni štediša ima pravo na isplatu godišnje rate u visini od najmanje 500 eura ako su godišnje rate manje od ovog iznosa).

Cijena obveznica stare devizne štednje kojima se trguje na sekundarnom tržištu formira se na berzi, zavisno od odnosa ponude i tražnje. Nižu cijenu, odnosno veći diskont imaju obveznice sa dužim rokom dospijeca. Slijedi prikaz najviših i najnižih cijena obveznica stare devizne štednje (tabela br. 6, tabela br. 7).

⁴⁷ „Sl. list RCG“ br. 42/04, 56/06.

⁴⁸ „Sl. list CG“ br. 40/08.

⁴⁹ „Sl. list RCG“ br. 42/04, 70/04, 56/06 i „Sl. list CG“ br. 40/08.

Tabela br. 6 – Cijene obveznica devizne štednje položene kod banaka sa sjedištem u Crnoj Gori

	Najviša cijena	Najniža cijena
OB05	0,9500	0,9250
OB06	0,9499	0,9400
OB07	0,9800	0,9602
OB08	0,9611	0,9438
OB09	0,9500	0,9500
OB10	0,9745	0,9212
OB11	0,9800	0,8230
OB12	0,9600	0,7702
OB13	0,8987	0,6718
OB14	1,5000	0,5563
OB15	0,7900	0,5311
OB16	0,7536	0,5000
OB17	0,7540	0,5000

Izvor: Montenegroberza

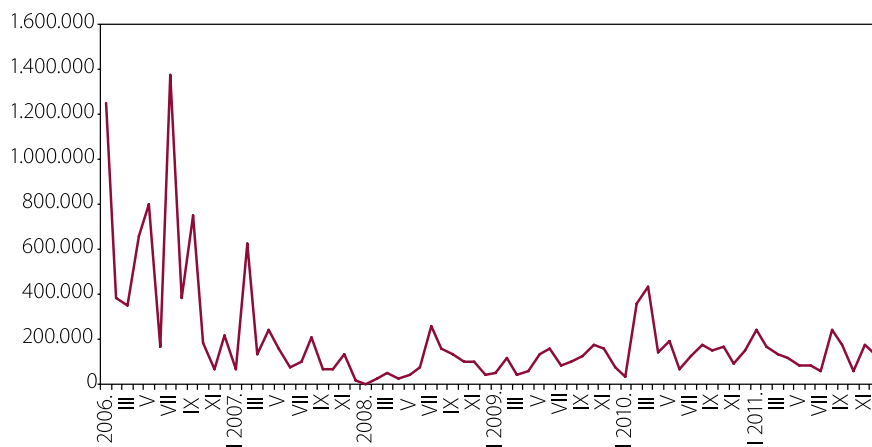
Tabela br. 7 – Cijene obveznica devizne štednje položene kod banaka sa sjedištem van Crne Gore

	Najviša cijena	Najniža cijena
DO09	0,9100	0,9011
DO10	0,9600	0,9207
DO11	0,9750	0,8180
DO12	0,9600	0,7421
DO13	0,8831	0,6600
DO14	0,8494	0,5700
DO15	0,8000	0,5060
DO16	0,7480	0,5000
DO17	0,7075	0,5000

Izvor: Montenegroberza

Iz prikaza se vidi da je za obveznice nominalne vrijednosti jedan euro najviša prodajna cijena iznosila 0,9800 (OB), odnosno 0,9750 (DO), a najniža 0,50 eura.

Grafik br. 6 – Trgovina obveznicama stare devizne štednje

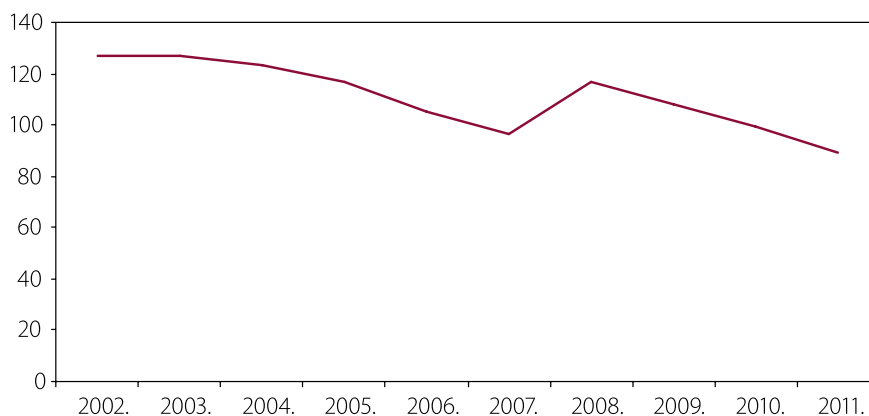


Izvor: Montenegroberza

Dug države po ovom osnovu iznosio je 89,0 miliona eura ili 21,2% unutrašnjeg duga Crne Gore na kraju 2011. godine.

Grafik br. 7 pokazuje da je u periodu 2003 – kraj 2007. godina dug po osnovu devizne štednje građana opadao. U 2008. je došlo do porasta, na šta je uticalo preuzimanje od strane države duga po osnovu devizne štednje građana položene kod banaka sa sjedištem van Crne Gore.

Grafik br. 7 – Dug po osnovu stare devizne štednje, 000 000 eura



Izvor: Ministarstvo finansija Crne Gore

Pored redovnog servisiranja obaveza države po ovom osnovu, na smanjenja duga po osnovu devizne štednje građana uticalo je usvajanje Odluke o otkupu obveznica devizne štednje građana

koje dospijevaju 2016. i 2017. godine⁵⁰. Odlukom je propisano (član 2) da Ministarstvo finansija ove obveznice otkupljuje na sekundarnom tržištu hartija od vrijednosti, po najvišoj cijeni od 0,50 eura, što je istovremeno bila najniža cijena obveznica stare devizne štednje, dok je najviša bila iznad 0,70 eura (tabela br. 6, tabela br. 7). Po ovom osnovu, tokom 2008. i 2009. godine otkupljeno je obveznica u vrijednosti od 1,2 miliona eura, od čega u 2009. godini 0,5 miliona eura, a do kraja 2010. ukupno je otkupljeno 1,29 miliona eura.

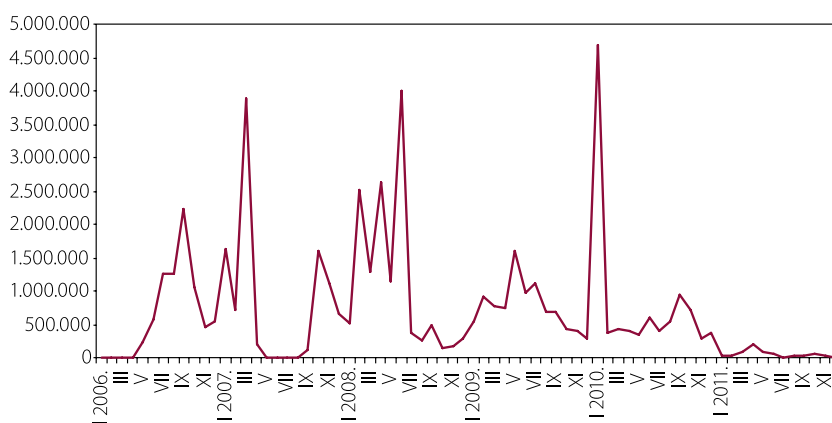
Obveznice po osnovu obeštećenja bivših vlasnika, za oduzeta imovinska prava (FO).

Prema Zakonu o povraćaju oduzetih imovinskih prava i obeštećenju⁵¹, radi obezbjeđenja sredstava za obeštećenje obrazovan je Fond za obeštećenje (član 44). Za plaćanje naknade Fond izdaje obveznice, u procijenjenom iznosu svih podnijetih zahtjeva bivših vlasnika, s tim da se na ove obveznice ne obračunava kamata (član 25). Rok važenja svih izdatih serija obveznica je deset godina od dana stupanja na snagu zakona (član 44).

U skladu sa Odlukom o emisiji obveznica Republike Crne Gore po osnovu obeštećenja bivših vlasnika⁵², 2006. godine su emitovane obveznice ukupne vrijednosti 105 miliona eura. Nominalna vrijednost jedne obveznice je jedan euro, a rok važenja ovih obveznica je 8.4.2007. godine. Zatim je, u septembru iste godine donijeta Odluka o II emisiji obveznica Republike Crne Gore po osnovu obeštećenja bivših vlasnika⁵³, kojom su emitovane obveznice u iznosu od 210 miliona eura.

Trgovina ovim obveznicama se konstantno obavlja počev od maja 2006. godine, s tim da u periodu maj-avgust 2007. godine (period između dvije emisije obveznica) nije bilo trgovine (grafik br. 8).

Grafik br. 8 – Trgovina obveznicama Fonda za restituciju, 2006-2011.



Izvor: Montenegroberza

⁵⁰ „Sl. list Crne Gore“, br. 22/08.

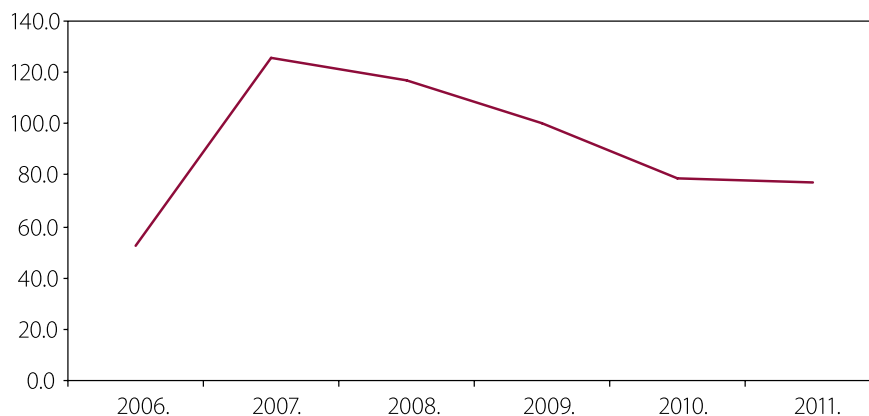
⁵¹ „Sl. list CG“ br. 21/04, 49/07, 60/07, 12/07.

⁵² „Sl. list RCG“, br. 17/06, 49/06.

⁵³ „Sl. list RCG“, br. 52/07.

Najviša cijena obveznica FO01 iznosila je 0,7499, a FO02 0,4643, dok je najniža cijena iznosila 0,2, odnosno 0,2602 eura.

Grafik br. 9 – Dug po osnovu obeštećenja bivših vlasnika, 000 000 eura



Izvor: Ministarstvo finansija Crne Gore

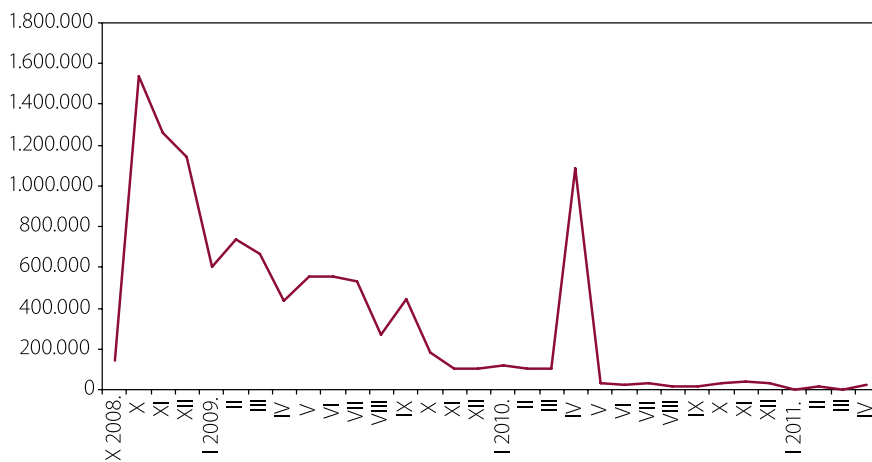
Dug države po ovom osnovu iznosio je 77,3 miliona eura ili 18,4% unutrašnjeg duga Crne Gore na kraju 2011. godine. Od trećeg kvartala 2008. godine ovaj dug se smanjuje (grafik br. 9). Smanjenje duga rezultat je prodaje nekretnina Vlade Crne Gore - Ministarstva finansija, gotovinskih isplata ovih obaveza i otkupa obveznica FO01 i FO02 prije roka dospeljeća od strane države na berzi, započeto u januaru 2009. godine. Do kraja 2010. godini je otkupljeno oko 29,2 miliona eura obveznica, za šta je plaćeno 5,5 miliona eura u 2009. godini i 4,1 miliona eura u 2010. godini.

Obveznice za obeštećenje korisnika prava iz penzijskog i invalidskog osiguranja (PO)

Emitovanje obveznica za obeštećenje korisnika prava iz penzijskog i invalidskog osiguranja uređeno je Zakonom o obeštećenju korisnika prava iz penzijskog i invalidskog osiguranja⁵⁴. Ovim Zakonom je propisano obeštećenje za period jul 2002 - decembar 2003. godine, a obeštećenje se vrši u šest rata, dvije godišnje rate u oktobru i aprilu (član 6), počev od oktobra 2008. godine, završno sa aprilskom ratom 2011. godine, s tim da na iznos obeštećenja korisnicima pripada kamata u visini od 2% na godišnjem nivou. Prema članu 8 Zakona, za obeštećenje Vlada Crne Gore emituje obveznice. Na osnovu ovog zakona, procijenjeno je da država treba da obezbijedi 105 miliona eura za isplatu zaostalih penzija.

⁵⁴ „Sl. list CG“, br. 40/08, 42/08, 78/10.

Grafik br. 10 – Trgovina obveznicama za obeštećenje korisnika prava iz PIO, 2006-2011.



Izvor: Montenegroberza

Najveći obim trgovine ovim obveznicama na sekundarnom tržištu registrovan je u oktobru 2008. godine (1,5 miliona eura).

Na sekundarsnom tržištu ovim obveznicama je trgovano po cijeni koja se kretala od 0,84 do 0,99 eura (tabela br. 8).

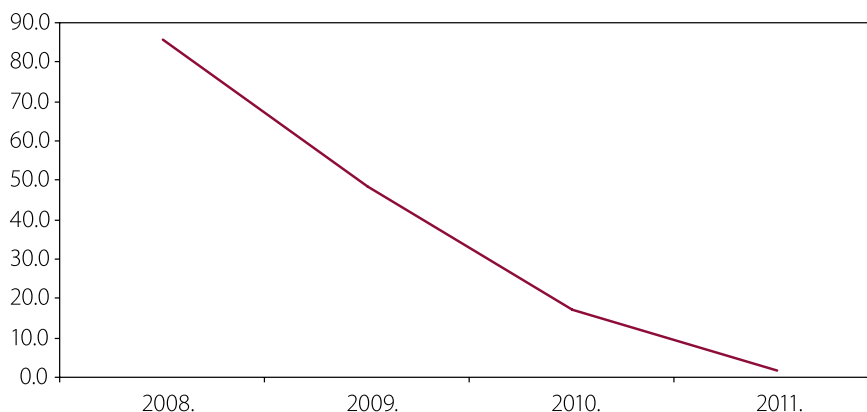
Tabela br. 8 – Cijene obveznica za obeštećenju korisnika prava iz PIO

	Najviša cijena	Najniža cijena
P08P	0,9508	0,9492
P09D	0,9834	0,9528
P09P	0,9508	0,9467
P10D	0,9900	0,8987
P10P	0,9695	0,9199
P11P	0,9745	0,8400

Izvor: Montenegroberza

Dug države po ovom osnovu je iznosio 1,8 miliona eura na kraju 2011. godine (graf. br. 11).

Grafik br. 11 – Dug po osnovu obeštećenja korisnika prava iz PIO, 000 000 eura



Izvor: Ministarstvo finansija Crne Gore

Obveznice za potrebe ulaganja u saniranje mreže drumskih puteva (DP)

Odlukom o emisiji obveznica Republike Crne Gore za potrebe ulaganja u saniranje mreže drumskih puteva⁵⁵ određeno je da se, pored ovog, obveznice emituju i u funkciji pripreme ljetnje turističke sezone 2006. godine. Emitovano je obveznica u vrijednosti 1.492.827 eura. Nominalna vrijednost obveznica je jedan euro, a prinos na obveznice je po fiksnoj kamatnoj stopi od 3% godišnje. Obveznice dospijevaju godišnje, do aprila 2015. godine, počev od aprila 2009. godine. Odlukom je propisano da se obveznice prodaju po sistemu diskonta u odnosu na nominalnu vrijednost, a početne prodajne cijene prikazane su u tabeli br. 9.

Tabela br. 9 – Prodajne cijene obveznica za potrebe ulaganja u saniranje mreže drumskih puteva

Oznaka	Količina emitovanih obveznica	Datum dospijea	Diskont	Prodajna cijena obveznica
DP09	213.261	15.04.2009.	9,27%	0,9073
DP10	213.261	15.04.2010.	12,55%	0,8745
DP11	213.261	15.04.2011.	15,93%	0,8407
DP12	213.261	15.04.2012.	19,41%	0,8059
DP13	213.261	15.04.2013.	22,99%	0,7701
DP14	213.261	15.04.2014.	26,68%	0,7332
DP15	213.261	15.04.2015.	30,48%	0,6952
Ukupno	1.492.827			

⁵⁵ „Sl. list RCG“ br. 30/06.

Ukupna prodajna vrijednost obveznica bila je 1.199.998 eura. Ovim obveznicama se ne trguje na berzi. Cijela vrijednost prodana je u julu (559.278 eura) i avgustu (640.721 eura) 2006. godine. Kupac cjelokupnog iznosa obveznica je Fond za razvoj Crne Gore, odnosno ove obveznice su u portfelju Investiciono-razvojnog fonda Crne Gore kao pravnog nasljednika Fonda za razvoj. Od ukupnog iznosa duga, Investiciono-razvojni fond potražuje od države još vrijednost obveznica koje drži do dospijeca (2012-2015. god.) u iznosu od 640.721 eura (468.854 eura bez tekućeg dospijeca). Prihod od kamata na dospjele obveznice (2009-2011) iznosio je ukupno 80.506 eura, a u narednom periodu ostvariće ukupan priliv po ovom osnovu u iznosu od 212.323 eura (170.928 eura bez tekućeg dospijeca).

4.2.1.2 Državni zapisi

Prva emisija državnih zapisa bila je u septembru 2001. godine⁵⁶. Emisijom državnih zapisa prešlo se na tržišno finansiranje budžeta, a prvobitno je bila omogućena emisija zapisa ročnosti 28 i 56 dana. Zatim, 2004. godine⁵⁷ omogućeno je emitovanje zapisa ročnosti 91 i 182 dana.

Tabela br. 10 – Broj i ukupna vrijednost aukcija državnih zapisa

	2001.	2002.	2003.	2004.	2005.	2006.	2007.	2008.	2009.	2010.	2011.
Broj emisija	5	24	26	38	38	15	2	0	7	7	8
Ukupna vrijednost, 000 eura	15.477	57.017	138.221	256.154	108.945	12.500	1.800	-	84.242	104.752	130.184

Najviše emisija državnih zapisa izvršeno je 2004. i 2005. godine, po 38. Ukupna vrijednost svih emitovanih zapisa tokom 2004. godine iznosila je 256 miliona eura. Kasnije, kada je ostvarivan budžetski suficit (2006-2008) smanjen je broj emisija, a u 2008. godini ih nije bilo. Budžetski deficit je uticao da se opet koristi ovaj vid zaduživanja.

Kupci državnih zapisa uglavnom su banke: tokom 2010. godine njih devet, a tokom 2011. godine sve banke su kupovale državne zapise. Na ovaj način, dio obavezne rezerve izdvajaju u državne zapise, što im je omogućeno od 2002. godine (tabela br. 11). Pored banaka, tokom 2010. i 2011. godine državne zapise je kupovao i Fond za zaštitu depozita.

⁵⁶ „Sl. list RCG“, br. 43/01.

⁵⁷ „Sl. list RCG“, br. 24/04.

Tabela br. 11 – Mogućnost izdvajanja obavezne rezerve u državne zapise

Od kada se primjenjuje odgovarajuća odluka o obaveznoj rezervi banaka kod CBCG	
Od aprila 2012.	do 35% u obliku državnih zapisa CG
Od juna 2009. do aprila 2012.	do 25% u obliku državnih zapisa CG
Od februara 2009. do juna 2009.	do 20% u obliku državnih zapisa CG;
Od januara 2008. do februara 2009.	
Od aprila 2006. do januara 2008.	do 10% u obliku državnih zapisa RCG
Od aprila 2003. do aprila 2006.	do 25% u obliku državnih zapisa RCG
Od 2002. do aprila 2003.	do 10% u obliku državnih zapisa RCG

Dug države nastao prodajom državnih zapisa iznosio je 64,6 miliona eura na kraju 2011. godine. Dug na kraju 2011. je nastao emisijom državnih zapisa ročnosti od 182 dana, a emisije su bile krajem avgusta, krajem oktobra i dvije u decembru 2011. godine. Emitovane su obveznice ukupne vrijednosti 44 miliona eura, 3,6 miliona eura, 2 miliona eura i 15 miliona eura, a ponderisana kamatna stopa se kretala od 1,80 do 3,94%.

4.2.1.3 Krediti

Kreditni od domaćih banaka

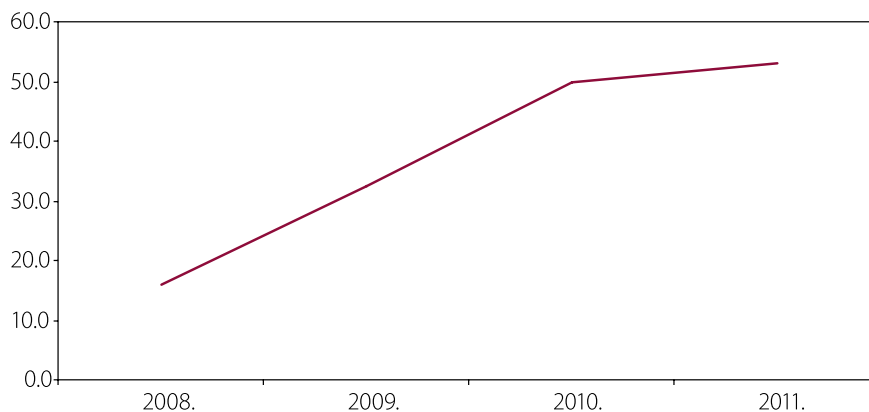
U periodu 2007-2009. godine značajno je smanjeno zaduživanje države kod domaćih banaka, usljed ostvarenog budžetskog suficita. U 2010. godini je počeo ovaj dug da raste, s tim da je porast u avgustu 2011. rezultat aktiviranja garancija koje je država dala za kredit privrednim društvima u većinskom državnom vlasništvu.

Prema podacima Ministarstva finansija Crne Gore, ukupan dug države po ovom osnovu iznosio je 54,4 miliona eura na kraju 2011. godine. U pitanju je dugoročni dug, ročnosti od 5 do 10 godina.

Kreditni od nefinansijskih institucija

Dug države po osnovu zaduživanja države kod nefinansijskih institucija iznosio je 53,1 miliona eura na kraju 2011. godine. Dug po ovom osnovu postoji od kraja 2008. godine (grafik br. 12). Tada je počela realizacija projekta Direkcije za saobraćaj (izvođački krediti) u cilju rješavanja uskih grla u saobraćaju. Zaključeni ugovori o građenju definišu plan otplate po projektima, na period od pet do sedam godina sa kvartalnim uplatama.

Grafik br. 12 – Krediti od nefinansijskih institucija, 000 000 eura

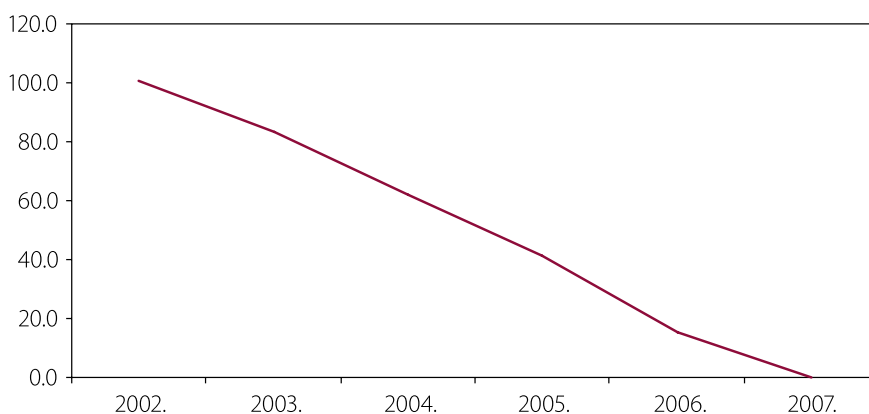


Izvor: Ministarstvo finansija Crne Gore

4.2.1.4 Zaostale obaveze

Dio državnog duga do kraja 2006. godine bile su i zaostale budžetske obaveze. Na kraju 2002. godine, dug po ovom osnovu iznosio je 101 milion eura. Veća naredne godine je smanjen na 83,5 miliona eura, na kraju 2006. godine je iznosio 15,4 miliona eura. Počev od 2007. godine država nema dug po ovom osnovu.

Grafik br. 13 – Zaostale obaveze, 000 000 eura



Izvor: Ministarstvo finansija Crne Gore

4.2.1.5 Dug jedinica lokalne samouprave (opštine, Glavni grad i Prijestonica)

Prema podacima Ministarstva finansija Crne Gore, ukupan dug jedinica lokalne samouprave na kraju 2011. godine iznosio je 83,8 miliona eura i značajno je uvećan u posljednje dvije godine.

Grafik br. 14 – Dug jedinica lokalne samouprave, 000 000 eura



Izvor: Ministarstvo finansija Crne Gore

Dug jedinica lokalne samouprave nastao je po osnovu emitovanja obveznica i kreditnog zaduženja kod banaka u Crnoj Gori, kao i zaduživanjem u inostranstvu.

U cilju što transparentnijeg i jasnijeg utvrđivanja pravila po kojima jedinice lokalne samouprave mogu obezbijediti sredstva za finansiranje svojih potreba, Ministarstvo finansija Crne Gore je, u maju 2011. godine, donijelo Uputstvo o sadržaju zahtjeva za dugoročno zaduživanje jedinica lokalne samouprave i podacima o ispunjenosti finansijskih uslova za njihovo zaduživanje⁵⁸, kojim se detaljno utvrđuje postupak zaduživanja lokalnih samouprava⁵⁹.

Obveznice jedinica lokalne samouprave: Sredstva neophodna za realizaciju određenih projekata ili za pokriće tekućeg budžetskog deficita lokalne vlasti prikupljaju emisijom obveznica.

Sve emitovane obveznice u Crnoj Gori otkupio je Investiciono-razvojni fond Crne Gore, pravni nasljednika Fonda za razvoj Crne Gore. Iako se kotiraju na berzi, nema sekundarne trgovine, a nominalna vrijednost obveznica je jedan euro. Investiciono-razvojni fond (tada Fond za razvoj) je tokom 2006. godine pokrenuo kreditnu liniju za podršku infrastrukturnim i ekološkim projektima koja se realizuje u kreditnom aranžmanu posredstvom poslovnih banaka i otkupom emitovanih obveznica jedinica lokalne samouprave.

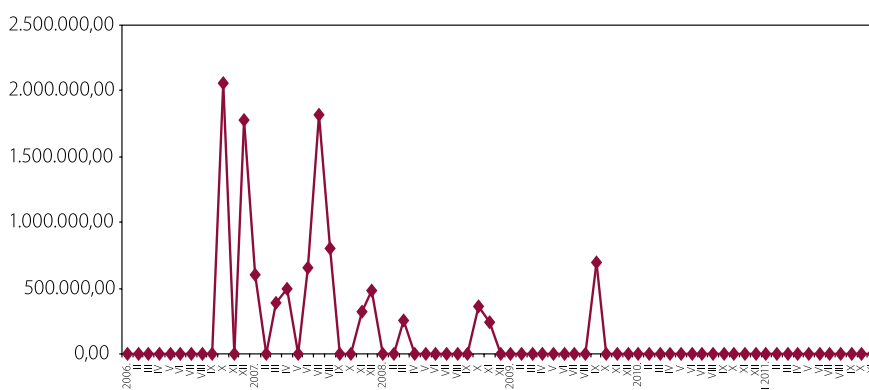
⁵⁸ „Sl. list CG“ br. 26/11.

⁵⁹ Izvor: Ministarstvo finansija Crne Gore: „, Pretpristupni ekonomski program za Crnu Goru 2011-2014“, 2012.

Ovaj oblik finansiranja koristilo je 14 opština (Andrijevića, Bar, Berane, Bijelo Polje, Budva, Danilovgrad, Kolašin, Nikšić, Plav, Plužine, Pljevlja, Rožaje, Šavnik, Žabljak), kao i Prijestonica Cetinje i Glavni grad Podgorica, a prvu emisiju obveznica na lokalnom nivou izvršila je opština Nikšić.

U periodu 2006-2011. godina, ukupan promet obveznicama jedinica lokalne samouprave iznosio je 10,9 miliona eura. Posljednja trgovina obavljena je u septembru 2009. godine.

Grafik br. 15 – Trgovina obveznicama jedinica lokalne samouprave



Izvor: Montenegroberza

Cijena obveznica jedinica lokalne samouprave uglavnom su bile iste, zavisno od njihove ročnosti. Tako da su za opštine Berane, Pljevlja, Žabljak, Šavnik, Plužine, Kotor, Bar, Danilovgrad, Prijestonicu Cetinje, i prvu emisiju za Glavni grad Podgoricu cijene, počev od prvog do posljednjeg roka dospjeća, bile: 0,9072; 0,8744; 0,8406; 0,8058; 0,7699; 0,7330; 0,6950 eura, a za opštine Bijelo Polje, Rožaje, Plužine i Andrijevicu 0,9073; 0,8745; 0,8407; 0,8059; 0,7701; 0,7332 i 0,6952 eura. Cijene za obveznice druge emisije za Glavni grad Podgorica (sa dospjećem 2012. do 2018. godine) bile su: 0,8422; 0,7843; 0,7235; 0,6595; 0,5925; 0,5221; 0,4483 eura.

Prema izvještaju Investiciono-razvojnog fonda Crne Gore za 2010. godinu, do kraja januara 2010. izvršena je kupovina 13.767.741 obveznica za finansiranje infrastrukturnih i ekoloških projekata jedinica lokalne samouprave u Crnoj Gori. Na kraju 2010. godine, dug jedinica lokalne samouprave prema Fondu po ovom osnovu iznosio je 9,7 miliona eura.

Prema izvještaju Investiciono-razvojnog fonda Crne Gore za 2011. godinu, naplata obveznica jedinica lokalne samouprave tokom 2011. godine bila je znatno otežana zbog ograničenih budžeta i teškog finansijskog položaja u kojima se nalaze. Tako je Fond, zbog kašnjenja u plaćanju dospjelog duga pred nadležnim sudovima pokrenuo postupke prinudne naplate. Fond je u 2011. godini po ovom osnovu naplatio 1,15 miliona eura.

Krediti jedinicama lokalne samouprave:

Konsolidovani dug jedinica lokalne samouprave na kraju 2011. godine iznosi 109,8 miliona eura i obuhvata:

- Spoljni dug po ugovorima koje je potpisala Vlada Crne Gore sa stranim kreditorima, a sa jedinicama lokalne samouprave potkreditne sporazume, u iznosu od 26,0 miliona eura (iznos povučenih sredstava),
- Domaći dug jedinica lokalne samouprave prema bankama u iznosu od 83,8 miliona eura.

Prema procjeni Ministarstva finansija Crne Gore⁶⁰, a na osnovu izvještaja jedinica lokalne samouprave, u 2011. godini jedinice lokalne samouprave su finansirane putem pozajmica i kredita iz domaćih izvora u iznosu od 19,37 miliona eura, a iz ino izvora u iznosu od 2,07 miliona eura. Kredite iz inostranstva koristile su Glavni grad Podgorica, opštine Berane, Budva i Kolašin, a zemlje porijekla kreditora su Holandija, Francuska, Austrija. Ovaj dio duga jedinica lokalne samouprave uključen je u spoljni dug države⁶¹.

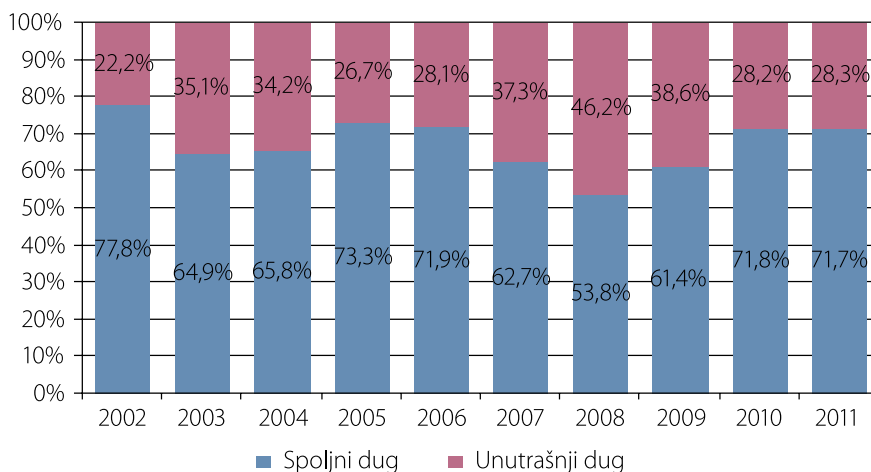
4.2.2. Spoljni dug

Spoljni dug Crne Gore tokom posmatranog perioda činio je veći dio ukupnog državnog duga. Vlada Crne Gore se, iz godine u godinu, zaduživala na međunarodnom finansijskom tržištu, jer to predstavlja najbolji način da se po povoljnim uslovima dođe do finansijskih sredstava u onolikoj mjeri koliko je potrebno da bi se nadomjestio nedostatak istih, kako za budžet, tako i za servisiranje postojećeg duga. Kreditori su međunarodne finansijske organizacije (Grupa Svjetske banke, EBRD, EIB i dr.), kao i renomirane međunarodne banke. Tokom posmatranog perioda (2002-2011) učešće spoljnog duga Crne Gore u ukupnom državnom dugu u prosjeku je iznosilo 67,5%. Ovaj podatak govori da se većina potrebnih i nedostajućih sredstava obezbjeđuje na međunarodnom finansijskom tržištu, što se jasno vidi na grafiku br. 16.

⁶⁰ Izvor: Ministarstvo finansija Crne Gore: „Godišnji izvještaj za 2011. godinu“, 2012.

⁶¹ U stanje ino duga uključen je dug jedinica lokalne samouprave po ugovorima koje je potpisala Vlada Crne Gore sa ino kreditorima, a sa jedinicama lokalne samouprave potkreditne sporazume, u iznosu od oko 29,0 miliona eura (iznos povučenih sredstava). Izvor: Ministarstvo finansija Crne Gore: „Pretpristupni ekonomski program za Crnu Goru 2011-2014“, 2012.

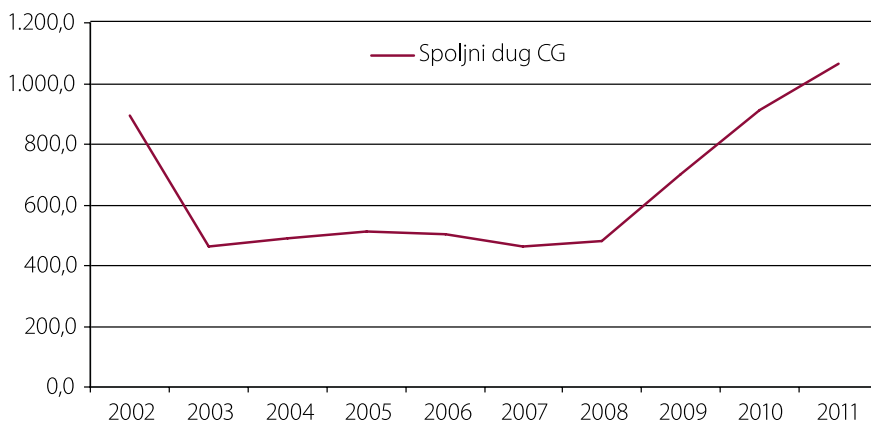
Grafik br. 16 – Struktura javnog duga Crne Gore



Izor: Ministarstvo finansija Crne Gore

Spoljni dug na početku posmatranog perioda (2002. godine) iznosio je 65,7% BDP-a što je činilo dvije trećine ukupnog duga, koji je iznosio 84,5% BDP-a. Od ukupnog spoljnog duga u tom periodu, skoro 85% činio je naslijeđeni dug bivše SFRJ.

Grafik br. 17 – Spoljni dug Crne Gore od 2002. do 2011. godine, 000 000 eura



Izor: Ministarstvo finansija Crne Gore

Značajno smanjenje spoljnog duga na kraju 2003. godine (grafik br. 17) rezultat je pregovora sa Pariskim klubom povjerilaca, koji su održani tokom 2002. i 2003. godine, na kojima su dogovoreni povoljni uslovi reprograma duga, kao i otpisivanje značajnog iznosa duga prema Pariskom klubu (oko 65% neto sadašnje vrijednosti duga). Takođe, u tom periodu vođeni su pregovori i sa Londonskim klubom povjerilaca kojima predloženi načini regulisanja obaveza nijesu bili prihvatljivi.

Spoljni dug Crne Gore od 2003. godine imao je povoljnu tendenciju. U apsolutnom iznosu bilježio je blagi rast, dok usljed rasta BDP-a iz godine u godinu, njegovo učešće u BDP-u se smanjivalo, da bi na kraju 2008. godine iznosilo svega 15,6%. U apsolutnom iznosu spoljni dug je nakon smanjenja u 2003. godini blago rastao do 2007. godine kada je opet smanjen, usljed dobrih fiskalnih performansi i ostvarivanja značajnog budžetskog deficita.

Spoljni dug Crne Gore konstantno raste od 2007. godine, dok je najznačajniji rast zabilježen u 2009. godini - 45% na godišnjem nivou. U 2010. godini je, takođe, došlo do značajnijeg rasta spoljnog duga usljed prve emisije euroobveznice u iznosu od 200 miliona eura. Ovom emisijom Crna Gora je po prvi put izašla na međunarodno finansijsko tržište sa državnim obveznicama. Nakon toga, u 2011. godini izvršena je druga emisija euroobveznica u ukupnom iznosu od 180 miliona eura, što je dodatno uticalo na povećanje duga, pa je spoljni dug na kraju 2011. godine iznosio 1.063,7 miliona eura ili 32,5% BDP-a. Sredstva dobijena emisijom euroobveznica, kroz dvije emisije, iskorišćena su za finansiranje budžetskog deficita i otplate postojećih dugova.

Boks br. 5 - Euroobveznice Crne Gore

Crna Gora je do sada izvršila dvije emisije euroobveznica. U septembru 2010. godine prvi put je zvanično izašla na tržište euroobveznica, emitovanjem obveznice vrijednosti 200 miliona eura. Emitovane su obveznice sa rokom dospelja od pet godina i fiksnom kamatnom stopom od 7,875%. Kamatu Crna Gora plaća godišnje (oko 16 miliona eura godišnje), a cjelokupni iznos emisije 2010. godine. Tražnja za ovim obveznicama (597,1 miliona eura) bila je tri puta veća od ponude. Ponudu je dostavilo preko 140 investitora iz 25 različitih zemalja, iz Evrope, Azije i SAD, a obveznice je kupilo 125 investitora. U strukturi investitora dominirali su fondovi sa 45%. Pored fondova, u euroobveznice Crne Gore investirali su: banke (38%), privatne banke (10%), hedž fondovi (3%), osiguravajuće kuće (2%) i ostali (2%). Obveznice su prodane kupcima iz Njemačke, Austrije, Švajcarske, SAD-a, Skandinavskih zemalja, Istočne Evrope, a jedan dio obveznica kupili su i azijski investitori.

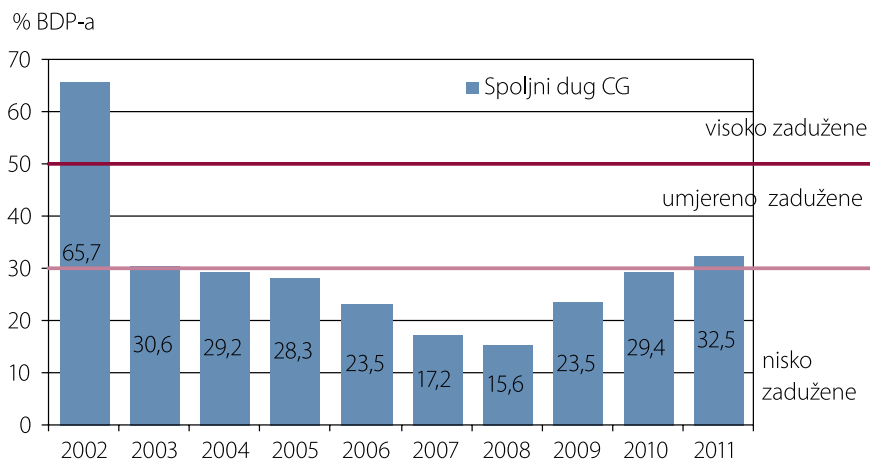
Kada je tehnička strana prve emisije obveznica Crne Gore u pitanju, treba navesti da su vodeći aranžeri obveznica bili Credit Suisse i Deutsche Bank, dok je Erste banka bila menadžer na transakciji, a pravna kuća „Linklaters“ iz Londona, pravni savjetnik u procesu pripreme projekta.

Druga emisija euroobveznica izvršena je u aprilu 2011. godine. Emitovane su obveznice vrijednosti 180 miliona eura, rokom dospelja od pet godina i fiksnom kamatnom stopom od 7,25%. Kamatu Crna Gora plaća godišnje (oko 13 miliona eura godišnje), a cjelokupni iznos emisije vraća na kraju ugovorenog roka. Ovaj put, tražnja za obveznicama je bila skoro dva puta veća od ponude. Obveznice je kupilo 67 investitora iz 21 različite zemlje iz Evrope, Azije i SAD-a.

Vodeći aranžeri emisije bile renomirane banke JP Morgan i HSBC, dok je pravna kuća iz Londona, Linklaters, bila pravni savjetnik u procesu pripreme projekta, kao i tokom prve emisije.

Analiza kretanja spoljnog duga pokazuje da je u posljednjih par godina veoma izražena tendencija njegovog rasta. Iako iznos spoljnog duga od 35,2% BDP-a nije zabrinjavajući, zabrinjava brzina njegovog rasta. Prema kriterijumima Svjetske banke, Crna Gora sa učešćem spoljnog duga u BDP-u od 32,5% spada u red umjereno zaduženih zemalja (grafik br. 18).

Grafik br. 18 – Spoljni dug, % BDP-a (kriterijum Svjetske banke)



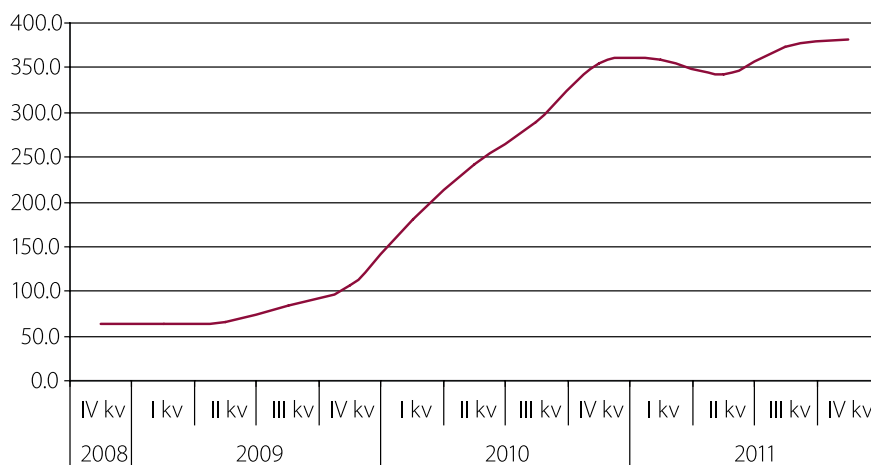
Izor: Ministarstvo finansija Crne Gore

4.2.3. Državne garancije Crne Gore

Prema crnogorskom Zakonu o zaduživanju i upravljanju dugom javnog sektora⁶², državne garancije su garancije koje u ime Države izdaje Skupština ili Vlada u svrhu obezbjeđenja otplate zajma ili hartija od vrijednosti, u slučaju da krajnji korisnik ili emitent hartija od vrijednosti u propisanom roku ne izvrši obavezu. Korisnici državnih garancija mogu biti javna preduzeća čiji je osnivač Vlada ili jedinice lokalne samouprave i pravna lica koja su u većinskom državnom vlasništvu. Prema organskom Zakonu o Budžetu, Ministarstvo finansija može izdati garancije u skladu sa smjernicama Strategije za upravljanje dugom nakon odluke Vlade i u okviru ograničenja koja utvrđuje Skupština. Godišnji iznos garancija utvrđuje se godišnjim Zakonom o budžetu. Zakonom o budžetu je propisano da korisnici garancija plaćaju naknadu za rizik u iznosu od 0,5% garantovanog iznosa.

⁶² „Sl. list RCG“, br. 11/2004, 13/04.

Grafik br. 19 – Kretanje državnih garancija, 000 000 eura

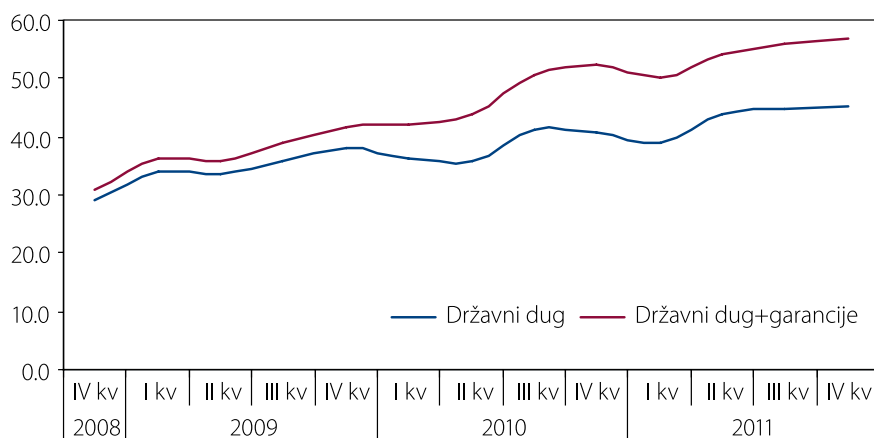


Izvor: Ministarstvo finansija Crne Gore

Od 2009. godine iznos garancija se povećavao iz kvartala u kvartal – od 63,4 miliona eura koliko je iznosio na kraju prvog kvartala 2009. godine na 380,8 miliona eura kraju 2011. godine, odnosno sa 2% BDP-a (na kraju 2008. godine) na 11,6% procijenjenog BDP-a za 2011. godinu. Treba napomenuti da se navedeni iznos garancija odnosi na povučeni iznos sredstava, dok je iznos garancija na puni iznos kredita znatno veći. Ukupan iznos potpisanih garancija iznosi 551,8 miliona eura, što čini 16,9% procijenjenog BDP-a za 2011. godinu.

U toku 2011. godine nije izdata nijedna nova garancija za spoljni dug, a za domaći dug izdate su tri nove garancije.

Grafik br. 20 – Državni dug Crne Gore sa i bez garancija, % BDP-a

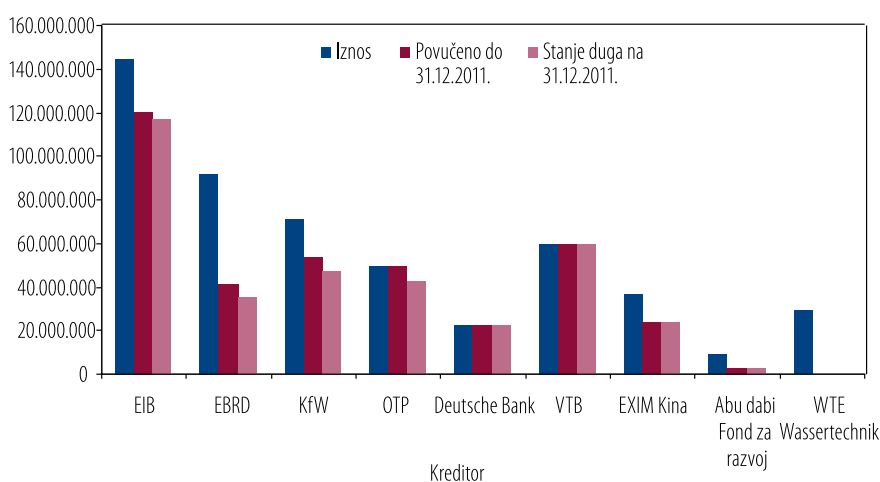


Izvor: Kalkulacije CBCG

Garancije Crne Gore, na dan 31.12.2011. godine činile su 25,7% državnog duga. Uključivanjem garancija, državni dug Crne Gore je iznosio 57% procijenjenog BDP-a za 2011. godinu.

Strane garancije Crne Gore iznosile su 350,7 miliona eura ili 10,7% BDP-a, odnosno 23,6% državnog duga na kraju 2011. godine. Ako uključimo strane garancije u iznos spoljnog duga, onda bi spoljni dug Crne Gore iznosio 43,2% BDP-a. U pitanju je i dalje prihvatljiv iznos, ali zabrinjava tendencija njegovog rasta posljednjih nekoliko godina. Stoga, u narednom periodu treba biti vrlo restriktivan prilikom izdavanja garancija.

Grafik br. 21 – Izdate strane garancije, u eurima

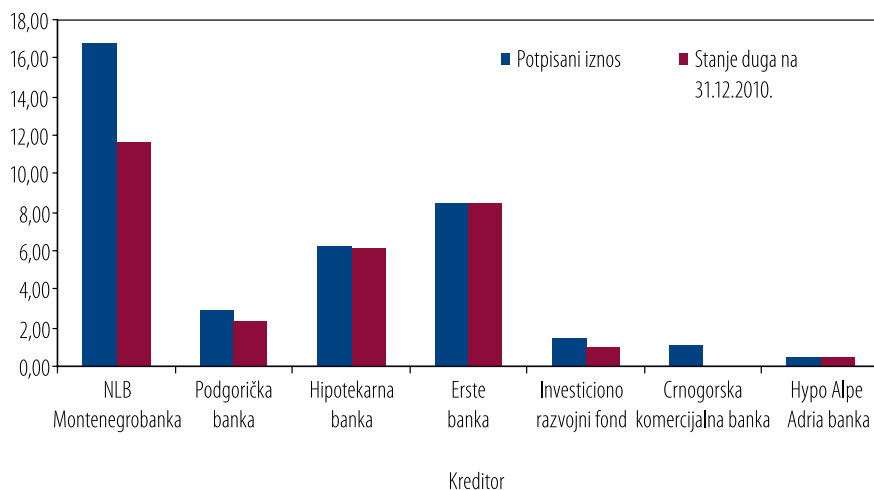


Izvor: Ministarstvo finansija Crne Gore

Od ukupnog iznosa stranih garancija, najveći dio odnosi se na garancije date „Kombinatu aluminijuma” AD Podgorica, u ukupnom iznosu od 124,2 miliona eura na kraju 2011. godine.

Ukupan iznos domaćih garancija, na kraju 2011. godine, je 30,1 milion eura. Domaći dug sa garancijama iznosi 13,7% BDP-a.

Grafik br. 22 – Izdate domaće garancije, 000 000 eura



Izvor: Ministarstvo finansija Crne Gore

Tokom 2011. godine pokazalo se da postoji značajan rizik aktiviranja garancija. U prvom polugođu 2011. godine došlo je do aktiviranja garancije za ugovor zaključen između „Željezare” AD Nikšić i Credit Suisse banke iz Londona, u visini od 26,3 miliona eura. Aktiviranjem garancije, Vlada Crne Gore je platila iznos od 32,9 miliona eura, od čega 26,3 miliona glavnice i 6,6 miliona eura prispjelih kamata i drugih obaveza. Takođe, postoji opasnost i da će se aktivirati izdate garancije za „Kombinat aluminijuma” AD Podgorica, što bi uticalo na povećanje državnog duga za oko 125 miliona eura.

4.2.4. Troškovi zaduživanja i održivost duga Crne Gore

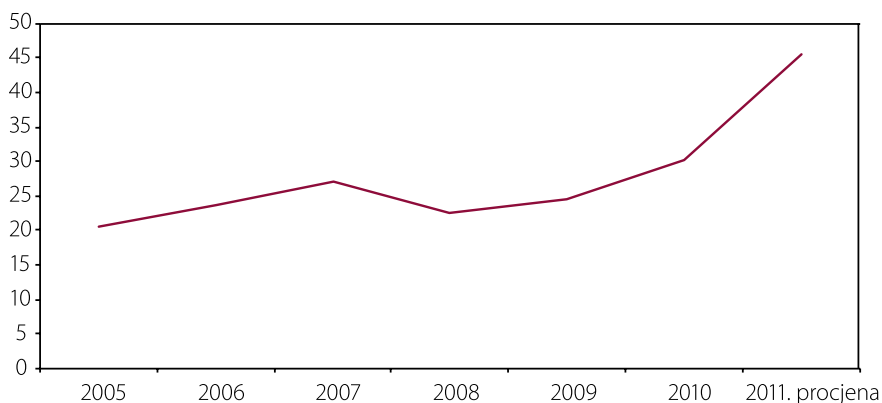
Troškovi zaduživanja (izdaci za kamate) rastu svake godine, shodno rastu zaduživanja države.

Tabela br. 12 – Troškovi otplate državnog duga (Budžet sa državnim fondovima)

	2005.	2006.*	2007.*	2008.*	2009.*	2010.*	2011.* procjena
Izdaci za kamate (milioni eura)	20,62	23,64	27,10	22,53	24,51	30,26	45,43
Kamate/ukupni prihod države (%)	4,79	2,75	2,40	1,75	2,10	2,65	4,06
Kamate/ukupni prihodi od poreza (%)	10,66	4,73	3,83	2,72	3,44	4,48	6,50
Kamate/ukupni rashod države (%)	4,48	3,00	2,85	1,77	1,88	2,42	3,62
Kamate (% BDP-a)	1,14	1,10	1,01	0,73	0,82	0,97	1,39

Izvor: Zakoni o završnim računima budžeta Crne Gore

Grafik br. 23 –Izdaci za kamate, 000 000 eura

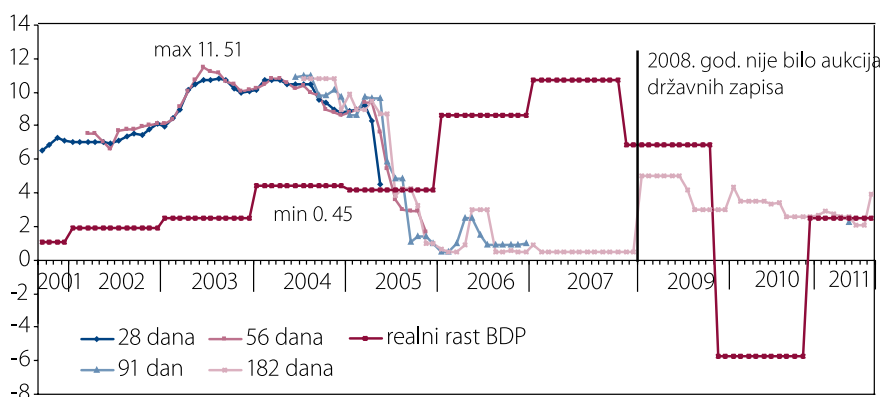


Izvor: Ministarstvo finansija Crne Gore

- **kamatne stope na državne zapise**

Kamatne stope na državne zapise do jula 2005. godine bile su više od stope rasta BDP-a, a zatim su do 2010. godine bile niže od rasta BDP-a. Tokom 2010. godine (kada je ostvarena negativna stopa rasta BDP-a), i 2011. godine kamatne stope na državne zapise su iznad nivoa stope rasta BDP-a.

Grafik br. 24 – Kamatne stope na državne zapise⁶³ i godišnji realni rast BDP-a, %, 2001-2011.



⁶³ Zbog grafičkog predstavljanja serije, za mjesec u kojima nije bilo aukcije zapisa za kamatne stope je uziman posljednji raspoloživi podatak.

Tabela br. 13 – Minimalne i maksimalne kamatne stope na državne zapise, %, 2001-2011.

	Min.	Max.	Max. na dan
28 dana	4,5	10,83	VIII 2003.
56 dana	1,64	11,51	VI 2003.
91 dan	0,49	10,97	VII 2004.
182 dana	0,45	10,8	VII 2004.

- kamatne stope na državne obveznice

Na državne obveznice emitovane 2001. godine za obezbjeđenje sredstava za "Elektroprivredu Crne Gore" AD Nikšić obračunavala se kamata po stopi od 8% *godišnje* (proporcionalna metoda)⁶⁴.

Na državne obveznice emitovane 2006. godine za potrebe saniranja mreže drumskih puteva u Crnoj Gori, kao i u funkciji pripreme ljetnje turističke sezone 2006. godine, prinos se obračunavao po fiksnoj kamatnoj stopi od 3% *godišnje*⁶⁵.

Na iznos obeštećenja korisnicima prava iz penzijskog i invalidskog osiguranja, kao i vlasnicima stare devizne štednje pripada kamata u visini od 2% *na godišnjem nivou*.

- kamatne stope na uzete kredite

Vlada koristi kredite iz domaćih izvora. Od Vlade su po ovom osnovu, do kraja 2011. godine, sredstva potraživale dvije banke. Jedna banka je odobrila kredit po fiksnoj kamatnoj stopi od 7,05%. Druga banka je odobrila kredite⁶⁶ po varijabilnoj kamatnoj stopi, vezanoj za Euribor. Ova nominalna kamatna stopa se kretala u intervalu od 8,21% do 8,25%, a odgovarajuća efektivna kamatna stopa u intervalu od 8,18% do 8,49%.

Kreditni iz stranih izvora odobravani su Vladi po fiksnoj i varijabilnoj kamatnoj stopi. Od stanja ukupnog spoljnog duga (kreditni, bez duga po osnovu euroobveznica) na kraju septembra 2011. godine, 57,2% su činili krediti odobreni po fiksnoj kamatnoj stopi, a 42,8% po varijabilnoj kamatnoj stopi. Pri tome, 25,3% ukupnog duga činili su krediti koji su odobreni samo po fiksnoj kamatnoj stopi (deset kreditnih linija⁶⁷), a 11,2% (tri kreditne linije⁶⁸) krediti koji su odobreni samo po varijabilnoj kamatnoj stopi.

⁶⁴ Odluka o emisiji obveznica Republike Crne Gore, "Sl. list RCG", br. 15/01, 17/01, 21/01.

⁶⁵ Odluka o emisiji obveznica Republike Crne Gore za potrebe ulaganja u saniranje mreže drumskih puteva, "Sl. list RCG", br. 30/06.

⁶⁶ Dio ovog kreditnog zaduženja Vlade čini aktiviranje dvije vladine garancije za kredit državnih/javnih preduzeća.

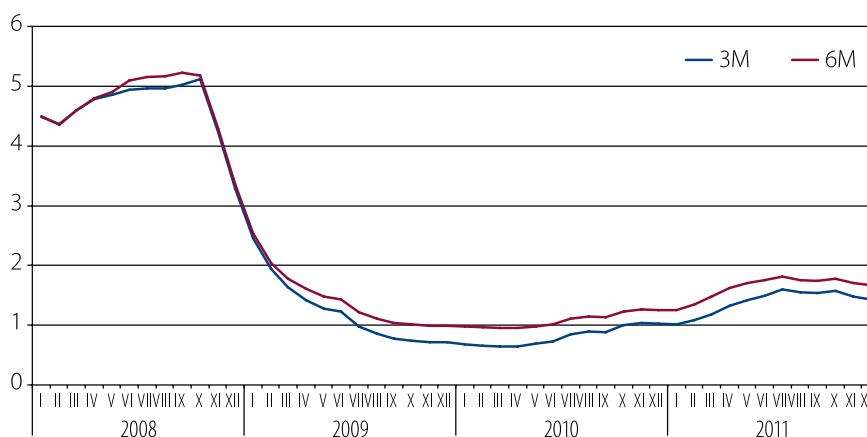
⁶⁷ Kredit IDA, KFW, Mađarski kredit, Poljski kredit, Francuski kredit, EUROFIMA, Erste bank, Exim, španski kredit, Austrijski kredit.

⁶⁸ Kredit EBRD-a, Češki kredit i Steiermarkische Bank und Sparkassen AG.

Fiksna kamatna stopa na ino-kredite Vladi kretala se od 0,25%⁶⁹ do 9,07%⁷⁰. Prosječna ponderisana kamatna stopa na ino-kredite odobrene po fisknoj kamatnoj stopi iznosila je 3,67%.

Fiksni dio varijabilnih kamatnih stopa kretao se od 0,03%⁷¹ do 6,2%⁷². Kamatne stope su vezane za tromjesečni Euribor ili tromjesečni Austrian market rate, zatim za šestomjesečni Euribor, Libor, CHF Libor, USD Libor ili Nibor. Prema vrijednostima mjesečnog prosjeka u septembru 2011. godine za tromjesečni (1,536%) i šestomjesečni (1,736%) Euribor, varijabilna kamatna stopa na kredit vezan za tromjesečni Euribor iznosi 2,636%, a kamatne stope na kredite vezane za šestomjesečni Euribor kreću se u intervalu od 1,766% do 4,036%.

Grafik br. 25 - Tromjesečni i šestomjesečni Euribor, mjesečni prosjek, %



- **kamatne stope na euroobveznice**

Kamatna stopa na euroobveznice emitovane u septembru 2010. godine iznosi 7,875%, a na emitovane u aprilu 2011. godine 7,25%.

- **kamatna stopa na obveznice jedinica lokalne samouprave**

Obveznice za finansiranje infrastrukturnih i ekoloških projekata jedinica lokalne samouprave imaju prinos po fiksnoj kamatnoj stopi od 3% do 5% godišnje.

⁶⁹ Jedna kreditna linija KFW-a.

⁷⁰ Kredit Credit Suisse.

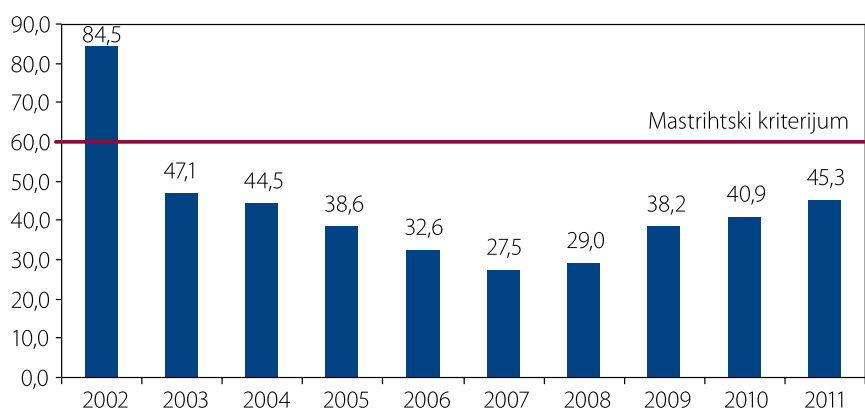
⁷¹ Kredit European Community.

⁷² Kredit Credit Suisse.

* * *

Održivost duga je situacija gdje je dužnik u mogućnosti da servisira dug bez većih korekcija svojih prihoda i rashoda i održivost se uglavnom testira prema kretanjima BDP-a, inflacije, kamatne stope, valutnog kursa i budžetskih prihoda (primarnog bilansa). Analiza održivosti duga ukazuje da je državni dug Crne Gore održiv, a da bi se teškoće mogle javiti u slučaju izuzetno negativnog kretanja BDP-a, budžetskog deficita u dužem roku, kao i preuzimanja značajnog iznosa novog duga. Ipak, iako je državni dug i dalje u granicama propisanim Mاستrihtskim kriterijumima, određenu dozu zabrinutosti ne daje samo tendencija njegovog brzog rasta, što se jasno vidi na grafiku br. 26, već i njegov nivo, kao i troškovi njegovog servisiranja. Stoga se ne bi smjelo dozvoliti odstupanje od projekcija kretanja državnog duga. Pozitivna karakteristika je da je do sada državni dug uredno servisiran.

Grafik br. 26 – Državni dug Crne Gore, % BDP-a



Istraživanja MMF-a o dužničkim krizama srednje razvijenih zemalja u posljednjih 30 godina su pokazala da je vjerovatnoća zemlje sa učešćem duga u BDP od 40% da dođe u dužničku krizu ispod 20%, dok npr. kod učešća duga u BDP-u od 80% vjerovatnoća je 50%. Granica koja se smatra sigurnom, kod srednje razvijenih zemalja, je učešće duga u BDP od 15 do 20%. Prosječni odnos duga i BDP kod osam zemalja koje su posljednjih desetak godina došle u dužničku krizu ili morale da refinansiraju dug bio je 62%. Međutim, evidentno je da je pod uticajem Globalne finansijske krize u proteklih par godina u velikom broju zemalja porastao stepen zaduženosti.

Prema metodologiji Svjetske banke⁷³ učešće spoljnog duga u BDP-u koje iznosi manje od 30% ukazuje na nisko zaduženu zemlju, od 30% do 50% ukazuje na umjereno zaduženu zemlju, a učešće preko 50% visoko zaduženu zemlju. Učešće javnog duga⁷⁴ u BDP-u koji iznosi manje od 48% ukazuje na nisko zaduženu zemlju, od 48% do 80% ukazuje na umjereno zaduženu zemlju, a uče-

⁷³ Debt Reporting System.

⁷⁴ Svjetska banka računa javni dug kao dug Vlade (Vlada sa fondovima i lokalna samouprava) i garancije za preduzeća.

šće preko 80% visoko zaduženu zemlju. Učešće spoljnog duga u izvozu roba i usluga koji iznosi manje od 165% ukazuje na nisko zaduženu zemlju. Učešće javnog duga u izvozu roba i usluga koji iznosi manje od 132% ukazuje na nisko zaduženu zemlju, od 132% do 220% ukazuje na umjereno zaduženu zemlju, a učešće preko 220% visoko zaduženu zemlju.

Prema navedenim kriterijumima, Crna Gora spada u umjereno zadužene zemlje (tabela br. 14).

Grafik br. 27 – Kriterijumi Svjetske banke za zaduženost, javni dug/BDP

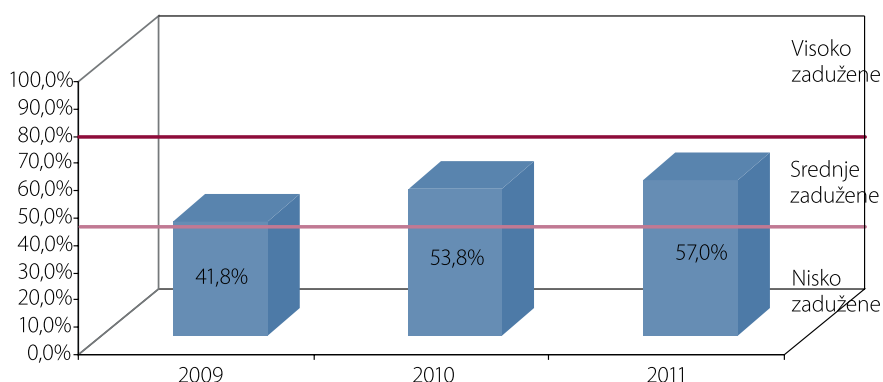


Tabela br. 14 – Kriterijum zaduženosti i pozicija Crne Gore

Pokazatelj	Visoko zadužene	Srednje zadužene	Nisko zadužene	Crna Gora 2011.
Javni dug*/BDP	Racio>80%	48%<Racio≤80%	48%≥Racio	57,0%
Spoljni dug/BDP	Racio>50%	30%<Racio≤50%	30%≥Racio	32,5%
Javni dug*/Izvoz**	Racio>220%	132%<Racio≤220%	132%≥Racio	140,8%
Spoljni dug/Izvoz**	Racio>275%	165%<Racio≤275%	165%≥Racio	80,4%

*Po metodologiji Svjetske banke.

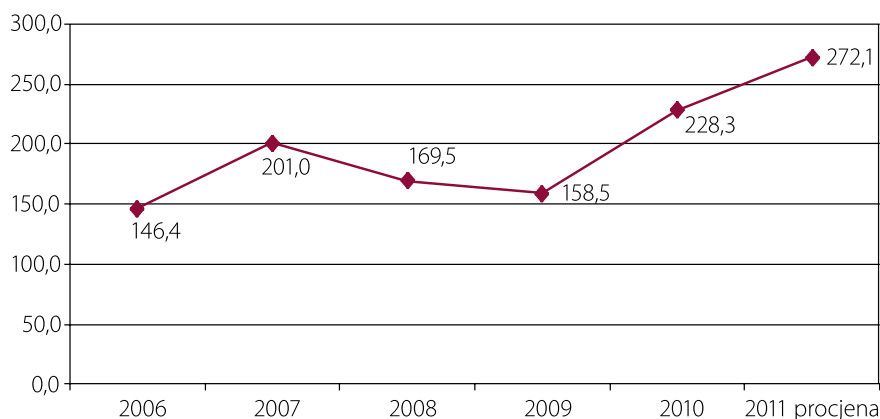
** Izvoz roba i usluga.

4.2.5. Otplata duga

Otplata glavnice duga finansira se iz inostranih i domaćih pozajmica, donacija, prihoda od privatizacije i korišćenjem državnih depozita. Kamata na dospjele obaveze po osnovu pozajmica se isplaćuju u okviru tekućih izdataka budžeta. Servisiranje javnog duga u posmatranom periodu se vršilo redovno.

Visok iznos državnog duga na kraju 2002. godine smanjen je na kraju 2003. godine, kao rezultat pregovora sa povjericima Pariskog kluba (dogovor o otpisivanju dijela duga). Takođe, izvršen je i reprogram duga u 2003. i 2006. godini, i na taj način su stvoreni bolji uslovi za servisiranje duga.

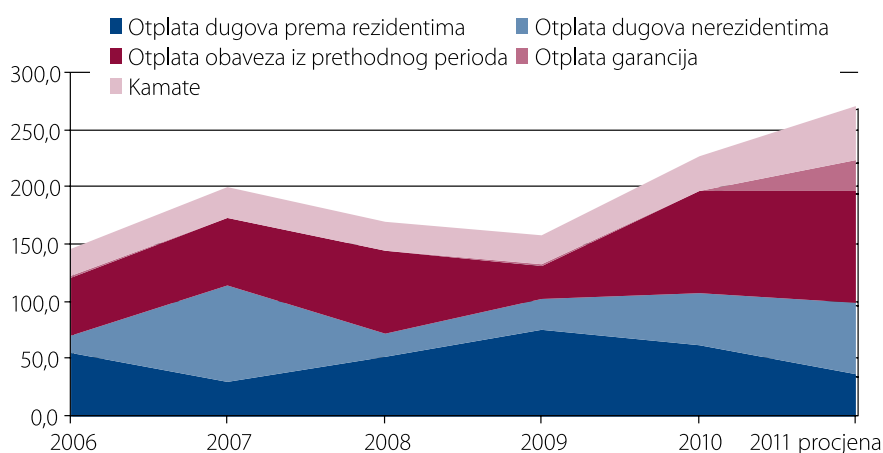
Grafik br. 28 – Otplata duga⁷⁵ Crne Gore, 000 000 eura



Izvor: Ministarstvo finansija Crne Gore

Serijska otplata duga raspoloživa je od 2006. godine. Iznos otplate duga bilježi značajniji rast u vrijeme krize, usljed značajnih zaduženja koja su se desila u ovom periodu, u cilju prevazilaženja posljedica koje je kriza prouzrokovala. Iznos otplate duga je u porastu u proteklih par godina, što je i očekivano s obzirom na česta zaduženja u bliskoj prošlosti, prije svega preko dvije emisije euroobveznica, kao i zaduživanja kod međunarodnih finansijskih institucija. Takođe, i u narednom periodu očekuje se rastući trend otplate duga.

Grafik br. 29 – Struktura otplate duga, 000 000 eura



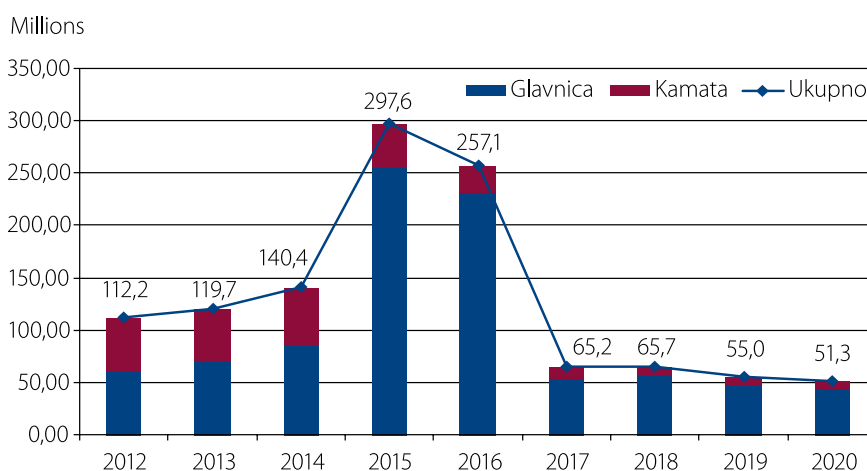
Produblјivanje krize u Crnoj Gori i javljanje deficita u dugoročnom periodu, može prouzrokovati dodatna zaduživanja kako bi se servisirao deficit, a i postojeći dug. S obzirom na to da ni stanje na

⁷⁵ Otplata duga uključuje otplatu duga države, fondova i jedinica lokalne samouprave.

međunarodnom finansijskom tržištu nije idealno, i da novčana sredstva bivaju sve skuplja, Crna Gora može lako doći u opasnost da ne bude mogla dospjele obaveze da servisira na vrijeme, što bi stvorilo niz problema za cijelu ekonomiju.

Ministarstvo finansija je na osnovu postojećih zaduženja, kao i plana zaduživanja u narednom periodu napravila plan otplate duga do 2020. godine (grafik br. 30).

Grafik br. 30 – Plan otplate duga od 2012. do 2020. godine, 000 000 eura



Izvor: Ministarstvo finansija Crne Gore

Grafik br. 30 pokazuje da raste planirani iznos otplate duga, usljed dospijevanja obaveza po osnovu potpisanih kreditnih ugovora. Značajni iznosi obaveza koji dospijevaju u 2015. i 2016. godini odnose se na emitovane euroobveznice, što će zahtijevati dodatne napore da se obezbijede sredstva za adekvatno servisiranje ove obaveze (najvjerovatnije na međunarodnom finansijskom tržištu). To će uticati na kretanje državnog duga, pa će i plan otplate vjerovatno pretrpjeti izmjene.

Boks br. 6 – Posljedice bankarskih kriza na javni dug

Finansijska kriza uzrokuje značajno pogoršanje fiskalne pozicije zemlje i rast javnog duga. Na ovo najviše utiče smanjenje prihoda zbog lošijih ekonomskih uslova i rast rashoda povezanih sa troškovima preduzimanja mjera za fiskalne stimulanse u uslovima krize.

Istraživanje iz 2009. godine⁷⁶ pokazalo je da u tri godine nakon pojave bankarske krize realna vrijednost državnog duga raste prosječno za 86%. Istraživanje iz 2010. godine, koje je pratilo apsolutne promjene koeficijenta državni bruto dug/BDP na primjeru 154 zemlje, pokazalo je da su u perio-

⁷⁶ Izvor: OECD: „Economic Outlook“ (Boc 4.1), Volume 2010/2, OECD 2010.

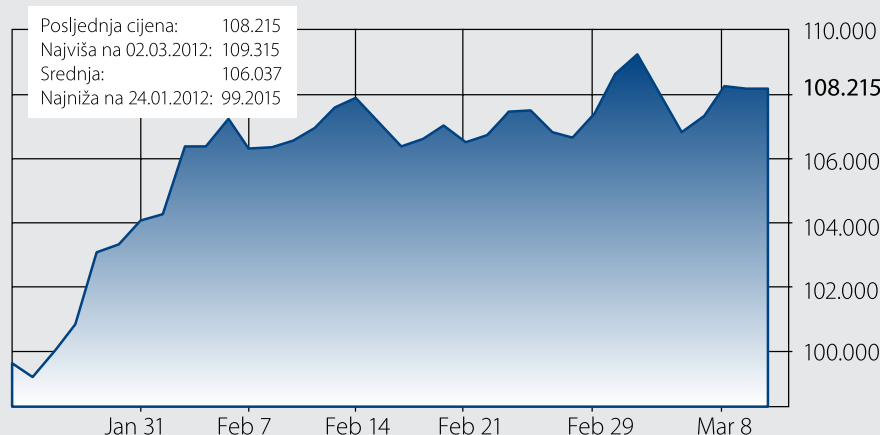
du 1980 – 2006. godine “teške” bankarske krize⁷⁷ bile povezane sa značajnim i dugotrajnim rastom ovog koeficijenta za 37 procentnih poena. Analiza je pokazala da je povećanje javnog duga u razdoblju nakon bankarske krize veće u zemljama koje imaju viši početni koeficijent dug/BDP. Naime, viši inicijalni nivo duga znači veću vjerovatnoću da će zemlja osjetiti i biti izložena većem riziku i većem “teretu” servisiranja duga. Istraživanja pokazuju da su zemlje koje su imale visok inicijalni koeficijent dug/BDP (iznad 76% BDP) imale rast ovog koeficijenta za preko 15 procentnih poena više nego zemlje koje su imale nizak inicijalni odnos duga i BDP-a (npr. ispod 20%). Dalje, zemlje sa višim inicijalnim učešćem stranog javnog duga u BDP (npr. iznad 57%) imaju viši rast učešća ukupnog javnog duga u BDP u srednjem roku za 23 procentna poena u odnosu na zemlje sa nižim učešćem stranog duga (npr. ispod 13%).

Najnovija ekonomska i finansijska kriza uzrokovala je dužničku krizu u evropskim zemljama. Dužnička kriza, opet, pomjeranje granica za mnoge ekonomske kategorije. Tako je Austrija emitovala po prvi put obveznice ročnosti 50 godina, Njemačka je prodala državne zapise sa negativnim prinosom, dat je predlog za pomjeranje starosne granice za odlazak u penziju i sl.

Duža ročnost državnih obveznica Austrije: Sve rejting agencije Austriju smatraju jednom od najstabilnijih zemalja. Austriji, koja od 1975. godine ima najviši kreditni rejting, agencija „Standard&Poor's” je smanjila rejting sa “AAA” na “AA+” početkom januara 2012. godine.

Po prvi put, nedjelju dana nakon promijenjenog rejtinga, Austrija je emitovala 50-godišnje obveznice, ukupne vrijednosti dvije milijarde eura, sa prinosom od 3,837%, kamatnom stopom 3,8% godišnje. Na aukciji su učestvovala 24 primarna dilaera. Cijena pri emitovanju je bila 99,18200, da bi kasnije rasla (grafik br. 1).

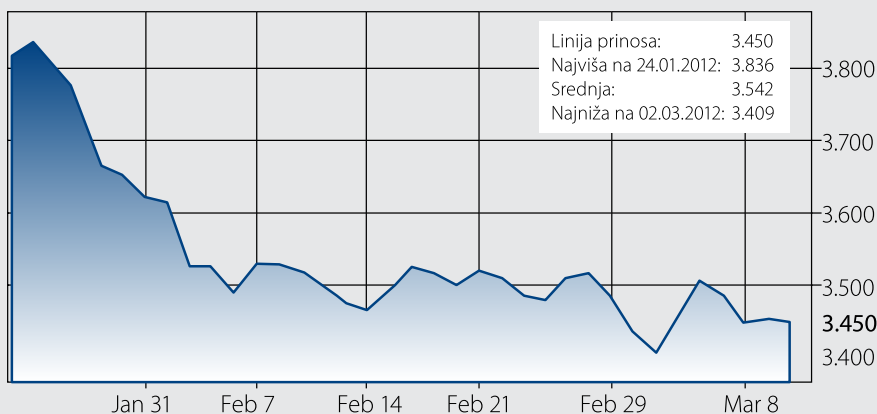
Grafik br. 1 – Cijena 50-godišnjih obveznica Austrije, 23.01- 12.03. 2012. godine



Tokom prvih tri mjeseca nakon emisije, prinos na ove obveznice je u padu (grafik br. 2). Prosječan prinos iznosio je 3,542%, a najniži prinos je zabilježen početkom marta kada je iznosio 3,409%.

⁷⁷ Period kada odstupanje godišnje stope rasta BDP-a od trenda prelazi 4 procentna poena. U periodu 1980 – 2006., samo su Finska i Mađarska imale „tešku“ krizu, dok su se nedavno sve zemlje OECD suočile sa „teškom“ krizom.

Grafik br. 2 – Prinos na 50-godišnje obveznice Austrije, 23.01- 12.03. 2012. godine



Negativan prinos na njemačke državne zapise: Po prvi put, državne hartije od vrijednosti prodate uz negativan prinos. Njemačka je početkom januara 2012. godine emitovala 4 milijarde eura šestomjesečnih zapisa koji su prodati sa negativnim prinosom (-0,0122%), tako da je ukupna vrijednost prodatih zapisa iznosila 3,96 milijardi eura. Tražnja za njima je bila gotovo dvostruko viša od ponude. Ulaganje u njemačke hartije od vrijednosti se cijeni kao siguran plasman. Ulaganje u njemačke zapise sa negativnim prinosom ocijenjeno je kao „spremnost investitora da plate Njemačkoj kako bi bili sigurni da će dobiti svoja sredstva nazad“, odnosno spremnost da „plate za privilegiju da im Njemačka „čuva“ sredstva“.

Grafik br. 3 – Cijena 6-mjesečnih državnih zapisa Njemačke, 09.01- 12.03. 2012. godine



Grafik br. 4 – Prinos na 6-mjesečne državne zapise Njemačke, 09.01- 12.03. 2012. godine



Starosna granica za odlazak u penziju pomjera se na 70 ili 75 godina? Švedski premijer je predložio da se granica za starosnu penziju pomjeri na 75 godina, što je podržano u skandinavskim i baltičkim zemljama i Velikoj Britaniji. Ova granica na nivou EU bi se pomjerila na 70 godina, što se očekuje i u SAD.

Granica za starosnu penziju nije ista u svim zemljama i često nije ista za muškarce i žene. Obično se kreće od 50 do 67 godina, kako je prikazano u Tabeli br. 1.

Tabela br. 1 – Starosna granica za odlazak u penziju, zemlje OECD, 2011.

Država	Granica	Država	Granica	Država	Granica	Država	Granica
Austrija	65 (M) 60 (Ž)	Finska	65	Njemačka	65 (M) 60 (Ž)	Španija	65
Belgija	65 (M) 61 (Ž)	Meksiko	65	Grčka	65 (M) 60 (Ž)	Švedska	65
Kanada	65	Norveška	67	Mađarska	60 (M) 56 (Ž)	Švajcarska	65 (M) 62 (Ž)
Češka	60 (M) 53-57 (Ž)	Poljska	65 (M) 60 (Ž)	Irska	67	Turska	55 (M) 50 (Ž)
Luksemburg	65	Porugal	65	Italija	63 (M) 58 (Ž)	Velika Britanija	65 (M) 60 (Ž)
Francuska	60	Slovačka	60 (M) 53-57 (Ž)	Japan	60 (M) 59 (Ž)	SAD	65
Koreja	60						

Izvor: Kalisch D.W, Aman T: „Retirement Income Systems: the reform process across OECD countries”, Working Paper AWP 3.4

Predlog za povećanje starosne granice za penzionisanje samo podsjeća na ozbiljnu ugroženost penzijskih sistema većine zemalja, a kriza u Eurozoni je istakla potrebu za harmonizovanjem ovog „pravila“

5. Zaključak

Iako je državni dug danas jedan od osnovnih oblika vanrednih prihoda države, potrebno je da svaka država definiše granicu zaduživanja. Granica zaduživanja (gornji limit) zavisi od mnogo ekonomskih i neekonomskih parametara i neke države je definišu zakonom/odlukom, kao dio opštih i/ili posebnih fiskalnih pravila. Fiskalnim pravilima se ograničavaju zaduživanje, deficit, ukupni rashodi i prihodi, a osnovni cilj pravila je smanjenje procikličnosti fiskalne politike. Poželjna je određena fleksibilnost fiskalnih pravila, kako bi se realizovala optimalna fiskalna politika. Pravilima se teži održivoj fiskalnoj politici, onoj koja ne povećava rizik rasta buduće inflacije. Na taj način se državni dug ograničava kako se ne bi težilo višoj inflaciji u cilju relativnog smanjenja duga pod uticajem inflacije.

Uticaj državnog duga na ekonomiju može biti pozitivan i negativan. Međutim, visok državni dug ne može doprinijeti razvoju ekonomije, posebno ne visok spoljni dug. Zbog toga je bitno postojanje državnog duga, ali u optimalnim granicama – u nivou koji doprinosi ekonomskom rastu i razvoju, a ne ugrožava dalji rast i razvoj. Državni dug za dugoročnu posljedicu ima smanjenu potrošnju i standard stanovništva usljed porasta poreza do kojeg dolazi zbog potrebe servisiranja duga. Pored praćenja odnosa državnog duga i BDP-a, važno je porediti rast državnog duga i rast BDP-a: stopa rasta državnog duga u dužem razdoblju ne bi trebalo da bude veća od stope rasta BDP-a, kako bi se obezbijedilo finansiranje duga.

Porast državnog duga u posljednjim dekadama vezan je za rast veličine država, odnosno državne potrošnje.

Analiza održivosti duga Crne Gore ukazuje da je državni dug Crne Gore održiv, a da bi se teškoće mogle javiti u slučaju izuzetno negativnog kretanja BDP-a, budžetskog deficita u dužem roku, kao i preuzimanja značajnog iznosa novog duga. Ipak, iako je dug i dalje u granicama propisanim Mاستrihtskim kriterijumom, određenu dozu zabrinutosti daje tendencija njegovog brzog rasta. Stoga se ne bi smjelo dozvoliti odstupanje od projekcija kretanja državnog duga. Pozitivna karakteristika je da je do sada državni dug uredno servisiran.

Svakako, ne bi se smjelo dozvoliti odstupanje od projekcija kretanja državnog duga. Kako bi se to lakše obezbijedilo, potrebno je zakonski definisati fiskalna pravila i to opšta i posebna. Opšta pravila bi se odnosila na definisanje ograničenja za državni dug i deficit u skladu sa Mاستrihtskim kriterijumima, odnosno novim pravilima koja su definisana reformisanim Paktom za stabilnost i rast. Posebnim pravilima mogla bi se postaviti ograničenja za javne rashode u srednjem roku. Takođe, potrebno je postaviti fiskalna pravila za jedinice lokalne samouprave. Ovo posebno iz razloga njihovog neredovnog izvještavanja prema Ministarstvu finansija i što su se računi nekih od njih našli u blokadi zbog neizmirenih obaveza.

Takođe, posebnu pažnju treba posvetiti garancijama. Na kraju 2011. godine dug po osnovu aktiviranih garancija države iznosio je 380,8 miliona eura, dok je ukupan iznos potpisanih garancija 551,8 miliona eura (16,9% procijenjenog BDP-a za 2011. godinu). Sve ovo predstavlja potencijalni državni dug.

LITERATURA

1. Arsić M, Pejić M: „Nova fiskalna pravila za unapređenje kontrole javnog duga u EU“, *Kvartalni monitor* br. 27, 2011.
2. Bajo A: „Stanje i kretanje hrvatskog javnog duga“, *Institut za javne financije*, 2003.
3. Baldacci E, McHugh J, Petrova I: “Measuring Fiscal Vulnerability and Fiscal Stress: A Proposed Set of Indicators”, *IMF, WP 11/94, April 2011*.
4. Balassone F, Franco D, Zotteri S: “Public debt: A Survey of Policy Issues”, *Banca d’Italia*, 2004.
5. *Centralna depozitarna agencija: „10 najvećih akcionara“*, lista na dana 11.01.2012., 2012.
6. Chobanov D, Mladenova A: „What Is The Optimum Size of Government“, *Institute for Market Economics*, 2009.
7. Chechrita C, Rother P: „The Impact of high and growing Government debt on economic growth, an empirical investigation for the Euro Area“, *ECB, Working Paper Series, No 1237*, 2010.
8. *Hrvatska udruga banaka: „Održiva fiskalna politika i javni dug: Nikad više kao prije“*, 2010.
9. *Investiciono-razvojni fond Crne Gore A.D.: Izvještaj o radu 2010.*, 2011.
10. *Investiciono-razvojni fond Crne Gore A.D.: Izvještaj o radu 2011.*, 2012.
11. Kahn A.J: „Can We Determine the Optimal Size of Government?“, *CATO Institute, Development Policy Briefing Paper, No 7*, 2011.
12. Korunić T, Bjelkanović D: „Trebaju li Hrvatskoj primarni dileri za državne vrijednosnice?“, 2011.
13. Lojsch D. H, Rodríguez-Vives M, Slavík M: „The size and composition of Government debt in the Euro Area“, *ECB Occasional Paper No 132*, 2011.
14. Magazzino C, Forte F: „Optimal size of government and economic growth in EU-27“, *MPRA Paper No. 26669*, 2010.
15. Mavrov H: „The Size of Government Expenditure and the Rate of Economic Growth in Bulgaria“, *Economic Alternatives, Issue 1*, 2007.
16. *Međunaroni monetarni fond: „Fiscal Rules—Anchoring Expectations for Sustainable Public Finances“*, *Fiscal Affairs Department*, 2009.
17. *Ministarstvo finansija Crne Gore: Strategija upravljanja dugom za period 2011-2013*, 2011.
18. *Ministarstvo finansija Crne Gore: „Pretpristupni ekonomski program za Crnu Goru 2011-2014“*, januar 2012.
19. *Ministarstvo finansija Crne Gore: „Godišnji izvještaj za 2011. godinu“*, 2012.
20. Mink R, Rodríguez-Vives M: „The Measurement of Government debt in the economic and Monetary Union“, *Banca d’Italia, Public Finance Workshop*, 2004.
21. *MMF: Government Finance Statistics Manual*, 2001.
22. *OECD: „Economic Outlook“*, Volume 2010/2, *OECD 2010*.
23. Obadić A: „Fiskalna politika i javni dug“, *Politička kultura*, Zagreb, 2011.
24. Smilaj D: „Javni dug i gospodarski razvoj“, *RiFin, Ekonomija* br. 11, 2004.
25. Tandberg E, Pavesic-Skerlep M: „Advanced Public Financial Management Reforms in South East Europe“, *IMF Working Paper 09/102*, 2009.
26. Šimović H: „Fiskalna politika u Europskoj uniji i Pakt o stabilnosti i rastu“, *Zbornik Ekonomskog fakulteta u Zagrebu*, 2005.

27. *Zakon o budžetu*, „Sl. list RCG“, br. 40/01, 44/01, 28/04, 71/05, „Sl. list CG“, br. 12/07, 73/08, 53/09, 46/10, 49/10.
28. *Zakon o kontroli državne pomoći*, „Sl. list Crne Gore“, br. 74/09.

Prilog br. 1:

Donešeno je više odluka o emisiji **državnih zapisa** ("Sl. list RCG", br. 43/01, "Sl. list RCG", br. 65/01, "Sl. list RCG", br. 18/03, "Sl. list RCG", br. 24/04, "Sl. list RCG", br. 10/05).

Kada je u pitanju emisija **obveznica**, propisi se odnose na emisiju obveznica: devizne štednje građana, za obeštećenja korisnika prava iz penzijskog i invalidskog osiguranja i za ostvarivanja prava na refundaciju bivših vlasnika:

- Odluka o emisiji obveznica Crne Gore po osnovu devizne štednje građana ("Sl. list CG", br. 40/08),
- Odluka o emisiji obveznica Crne Gore po osnovu obeštećenja korisnika prava iz penzijskog i invalidskog osiguranja ("Sl. list CG", br. 48/08),
- Odluka o emisiji obveznica Republike Crne Gore ("Sl. list RCG", br. 15/01, 17/01, 21/01),
- Odluka o emisiji obveznica Republike Crne Gore po osnovu devizne štednje građana ("Sl. list RCG", br. 42/04, 56/06),
- Odluka o emisiji obveznica Republike Crne Gore po osnovu obeštećenja bivših vlasnika ("Sl. list RCG", br. 17/06, 49/06),
- Odluka o emisiji obveznica Republike Crne Gore za potrebe ulaganja u saniranje mreže drumskih puteva ("Sl. list RCG", br. 30/06),
- Odluka o II emisiji obveznica Republike Crne Gore po osnovu obeštećenja bivših vlasnika ("Sl. list RCG", br. 52/07).

Pored toga, pripremljeno je i Uputstvo o načinu realizacije isplate devizne štednje građana položene kod ovlašćenih banaka sa sjedištem van Republike Crne Gore ("Sl. list RCG", br. 20/07), kao i Uputstvo u vezi sa formiranjem posebne liste za trgovanje obveznicama Republike Crne Gore i jedinica lokalne samouprave ("Sl. list RCG", br. 07/07). Uredbe kojima se dodatno reguliše pitanje emisije državnih obveznica su: Uredba o konverziji devizne štednje građana u obveznice ("Sl. list RCG", br. 42/04, 70/04, 56/06), Uredba o načinu izdavanja obveznica i postupku ostvarivanja prava na refundaciju bivših vlasnika ("Sl. list RCG", br. 10/06), Uredba o konverziji devizne štednje građana u obveznice ("Sl. list Crne Gore", br. 40/08.), Uredba o konverziji obeštećenja korisnika prava iz penzijskog i invalidskog osiguranja u obveznice i o načinu i bližim uslovima realizacije obveznica ("Sl. list CG", br. 45/08).

Na lokalnom nivou, 16 jedinica lokalne samouprave je emitovalo obveznice: Rješenje o odobrenju prospekta za javnu ponudu emisije obveznica za Opštinu Nikšić ("Sl. list RCG", br. 62/06), za Opštinu Berane ("Sl. list RCG", br. 16/07), za Opštinu Šavnik ("Sl. list Crne Gore", br. 05/07), za Opštinu Kolašin ("Sl. list RCG", br. 40/07), za Opštinu Pljevlja ("Sl. list RCG", br. 44/07), za Opštinu Plav ("Sl. list Crne Gore", br. 09/08), za Opštinu Plužine ("Sl. list RCG", br. 39/07), za Prestonicu Cetinje ("Sl. list RCG", br. 72/06), za Opštinu Rožaje ("Sl. list RCG", br. 72/06), za Opštinu Bijelo Polje ("Sl. list RCG", br. 55/06), za Opštinu Bar ("Sl. list RCG", br. 64/07), za Opštinu Budva ("Sl. list Crne

Gore", br. 64/08), za Opštinu Andrijevića ("Sl. list RCG", br. 07/07), za Opštinu Danilovgrad ("Sl. list RCG", br. 28/07), za Opštinu Podgorica ("Sl. list RCG", br. 28/07).

Na osnovu odgovarajućih propisa, država Crna Gora je davala **garancije/kontragarancije**:

Zakoni:

- Zakon o davanju kontragarancije Saveznoj Republici Jugoslaviji za uredno vraćanje zajma za strukturno prilagođavanje Republike Crne Gore ("Sl. list RCG", br. 64/02, 11/03),
- Zakon o davanju kontragarancije Saveznoj Republici Jugoslaviji za uredno vraćanje zajma za rekonstrukciju energetskog sistema u Republici Crnoj Gori ("Sl. list RCG", br. 64/02),
- Zakon o davanju kontragarancije Saveznoj Republici Jugoslaviji za uredno vraćanje zajma za Projekat obnove željeznice u Republici Crnoj Gori ("Sl. list RCG", br. 64/02),
- Zakon o davanju kontragarancije Srbiji i Crnoj Gori za uredno vraćanje kredita za projekat modernizacije Aerodroma Crne Gore ("Sl. list RCG", br. 11/2004).

Odluke:

- Odluka o davanju kontra garancije Saveznoj Republici Jugoslaviji ("Sl. list RCG", br. 45/01, 52/01),
- Odluka o davanju kontragarancije Saveznoj Republici Jugoslaviji za uredno vraćanje zajma, za rekonstrukciju glavnog lukobrana Luke Bar ("Sl. list RCG", br. 63/02),
- Odluka o davanju kontragarancije Saveznoj Republici Jugoslaviji za uredno vraćanje zajma, za modernizaciju carinske službe u Republici Crnoj Gori ("Sl. list RCG", br. 71/02),
- Odluka o davanju kontragarancije Saveznoj Republici Jugoslaviji za uredno vraćanje zajma, za Projekat hitne stabilizacije u snabdijevanju električnom energijom u Republici Crnoj Gori ("Sl. list RCG", br. 68/02),
- Odluka o davanju kontragarancije Saveznoj Republici Jugoslaviji za uredno vraćanje zajma, za rekonstrukciju putne privrede u Republici Crnoj Gori ("Sl. list RCG", br. 63/02),
- Odluka o davanju kontragarancije Državnoj zajednici Srbija i Crna Gora za uredno vraćanje zajma, za Projekat o ekološki osjetljivim turističkim oblastima u Crnoj Gori –MESTAP ("Sl. list RCG", br. 07/04),
- Odluka o davanju kontragarancije Državnoj Zajednici Srbija i Crna Gora za uredno vraćanje kredita Međunarodnom udruženju za razvoj, za strukturno prilagođavanje Republike Crne Gore - SAC II ("Sl. list RCG", br. 76/04),
- Odluka o davanju kontragarancije Srbiji i Crnoj Gori za uredno vraćanje kredita EIB za Projekat modernizacije aerodroma u Podgorici i Tivtu ("Sl. list RCG", br. 34/04),
- Odluka o davanju kontragarancije Srbiji i Crnoj Gori za uredno vraćanje kredita za Projekat unapređenja zdravstva u Republici Crnoj Gori ("Sl. list RCG" br. 52/04),
- Odluka o davanju kontragarancije Srbiji i Crnoj Gori za uredno vraćanje kredita za Projekat za penzionu administraciju Crne Gore ("Sl. list RCG" br. 52/04),

- Odluka o davanju kontragarancije Državnoj Zajednici Srbija i Crna Gora za uredno vraćanje kredita za program finansijske saradnje između Savjeta ministara Srbije i Crne Gore i Vlade Španije ("Sl. list RCG", br. 77/05),
- Odluka o davanju kontragarancije Državnoj Zajednici Srbija i Crna Gora za uredno vraćanje kredita Evropskoj banci za obnovu i razvoj za Projekat rekonstrukcije regionalnih puteva u Crnoj Gori ("Sl. list RCG", br. 71/05),
- Odluka o davanju kontragarancije Državnoj Zajednici Srbija i Crna Gora za uredno vraćanje kredita Evropskoj banci za obnovu i razvoj za Projekat buduće modernizacije i usavršavanja sistema upravljanja kontrolom letenja ("Sl. list RCG", br. 38/05),
- Odluka o davanju kontragarancije Državnoj Zajednici Srbija i Crna Gora za uredno vraćanje kredita Evropskoj investicionoj banci za Projekat sveobuhvatne rehabilitacije infrastrukture kontrole letenja u Srbiji i Crnoj Gori ("Sl. list RCG", br. 71/05),
- Odluka o davanju kontragarancije Srbiji i Crnoj Gori za uredno vraćanje kredita za Projekat reforme obrazovanja u Crnoj Gori ("Sl. list RCG", br. 47/05),
- Odluka o davanju garancije RCG Njemačkoj banci za obnovu (Kreditanstalt für Wiederaufbau) za uredno vraćanje kredita za Projekat vodosnabdijevanja i odvođenja otpadnih voda u primorskom regionu, druga faza ("Sl. list RCG", br. 22/06),
- Odluka o davanju garancije Vlade Republike Crne Gore za uredno vraćanje kredita Erste bank der Oesterreichischen Sparkassen AG za Projekat Klinički centar Crne Gore ("Sl. list RCG", br. 26/06),
- Odluka o davanju kontragarancije Državnoj Zajednici Srbija i Crna Gora za blagovremeno izvršavanje obaveza po finansijskom protokolu između Savjeta ministara Srbije i Crne Gore i Vlade Republike Francuske ("Sl. list RCG", br. 39/06),
- Odluka o davanju kontragarancije Državnoj Zajednici Srbija i Crna Gora za uredno vraćanje kredita Evropskoj investicionoj banci za Projekat A - Vode i kanalizacija u Crnoj Gori ("Sl. list RCG", br. 39/06),
- Odluka o davanju kontragarancije Državnoj Zajednici Srbija i Crna Gora za uredno vraćanje kredita Evropskoj zajednici po osnovu dodatne makrofinansijske pomoći Crnoj Gori ("Sl. list RCG", br. 39/06),
- Odluka o davanju kontragarancije Srbiji i Crnoj Gori za uredno vraćanje kredita Evropskoj investicionoj banci za Projekat sanacije puteva i mostova u Crnoj Gori ("Sl. list RCG", br. 10/06).