



CRNA GORA
MINISTARSTVO FINANSIJA

Srednjoročna strategija upravljanja dugom
2025-2027

Decembar 2024. godine

Sadržaj

I.	Uvod	3
II.	Pravni okvir i ciljevi.....	4
A.	Pravni i institucionalni okvir.....	4
B.	Ciljevi i obuhvat strategije	5
III.	Makroekonomska i fiskalna kretanja.....	5
IV.	Potrebe za finansiranjem i izvori finansiranja	9
A.	Potrebe za finansiranjem.....	9
B.	Izvori finansiranja.....	9
V.	Upravljanje javnim dugom 2020-2024	12
A.	Struktura duga	12
B.	Kretanje javnog duga 2020-2024	15
C.	Dug lokalne samouprave	16
D.	Državne garancije	16
E.	Parametri kvaliteta duga.....	18
VI.	Strateški okvir	20
A.	Odabrana strategija	20
B.	Smjernice i strateški ciljevi	21
B1.	Upravljanje rizicima	21
B2.	Odnosi sa investitorima	26
B3.	Razvoj domaćeg tržišta državnih hartija od vrijednosti	27
VII.	Osnovni scenario i projekcije kretanja duga 2024-2027	29
VIII.	Potencijalni rizici	33
A.	Potencijalni rizici u implementaciji strategije upravljanja dugom.....	33
B.	Scenario nižeg rasta.....	34
IX.	Zaključak	35

Sadržaj tabela:

Tabela 1 Projekcije fiskalnih indikatora za period 2024-2027	7
Tabela 2 Karakteristike instrumenata zaduživanja	11
Tabela 3 Pregled aktivnih obveznica emitovanih na međunarodnom i domaćem tržištu.....	13
Tabela 4 Kretanje garancija u periodu 2020.- 30.09.2024. godina	17
Tabela 5 Kretanje kreditnog rejtinga Crne Gore od 2013-2024	17
Tabela 6 Pregled finansiranja 2025-2027.godina	21
Tabela 7 Pregled ključnih mjerila rizika 2025-2027	26
Tabela 8 Kretanje duga 2024-2027 – Osnovni scenario	29
Tabela 9 Kretanje duga 2024-2027 – Scenario nižeg rasta	34

Sadržaj grafika:

Grafik 1 Bruto potrebe za finansiranjem u milijardama eura 2025-2027	9
Grafik 2 Pregled strukture državnog duga u periodu 2020 – 30.09.2024. godine.....	12
Grafik 3 Struktura državnog duga prema instrumentima zaduživanja, 30.09.2024. godine ..	12
Grafik 4 Struktura angažovanih kreditnih sredstava namjenjenih infrastrukturnim i razvojnim projektima	13
Grafik 5 Kretanje prinosa na Euroobveznicama 2014-2024	14
Grafik 6 Kretanje prinosa na USD obveznici tokom 2024	14
Grafik 7 Kretanje duga u periodu 2020 - 30.09.2024. godine, u milijardama eura	15
Grafik 8 Kretanje duga u periodu 2020 - 30.09.2024. godine, u odnosu na BDP.....	15
Grafik 9 Kretanje depozita u periodu 2020-30.09.2024. godine.....	16
Grafik 10 Kretanje strukture duga prema vrsti kamatne stope 2020 - 2024.....	18
Grafik 11 Kretanje prosječne ponderisane kamatne stope 2020 - 2024	18
Grafik 12 Prosječno vrijeme dospelosti duga 2020-2024.....	19
Grafik 13 Profil otplate postojećeg ukupnog duga na 30.09.2024. godine.....	19
Grafik 14 Kretanje valutne strukture duga 2020 – 2024	20
Grafik 15 Pregled i struktura otplate duga 2025-2033.....	21
Grafik 16 Pregled stanja depozita i minimalnog bilansa 2023 – 2024, u milionima eura	22
Grafik 17 Kretanje javnog duga 2024-2027 – Osnovni scenario	30
Grafik 18 Namjena nedostajućih sredstava 2025-2027, u milionima eura.....	30
Grafik 19 Struktura otplate duga 2025 – 2027, u milionima eura	31
Grafik 20 Projektovani izvori finansiranja 2025- 2027, u milionima eura	31
Grafik 21 Usporedni prikaz kretanja javnog duga 2025-2027 u zavisnosti od realizacije planiranih infrastrukturnih i razvojnih projekata	32

Za primjerak Strategije, molimo da kontaktirate Direktorata za javni dug u Ministarstvu finansija:
Ministarstvo finansija Crne Gore - Direktorata za javni dug
Adresa: Stanka Dragojevića, br. 2, 81000, Podgorica, Crna Gora
Tel. +382 20 242 835
<https://www.gov.me/mif>

I. Uvod

Efikasno upravljanje javnim dugom predstavlja temelj očuvanja fiskalne stabilnosti, jačanja otpornosti ekonomije i podrške održivom ekonomskom razvoju. Dinamični ekonomski uslovi posljednjih godina, uključujući pandemiju COVID-19, globalne ekonomske poremećaje izazvane ratom u Ukrajini, te zaokret ka strožijoj monetarnoj politici centralnih banaka, izazvali su značajne turbulencije na međunarodnim finansijskim tržištima. Ovi faktori doprinijeli su povećanju neizvjesnosti i rastu kamatnih stopa, što je dodatno opteretilo ekonomske i fiskalne politike zemalja širom svijeta, uključujući i Crnu Goru.

Strategija upravljanja dugom Crne Gore za period 2025–2027. godine fokusira se na održavanje stabilnosti javnih finansija kroz proaktivno upravljanje dugom, smanjenje rizika i optimizaciju troškova zaduživanja. Ovaj okvir pruža smjernice za donošenje odluka u fiskalnoj politici koje su prilagođene trenutnim ekonomskim okolnostima, uz anticipaciju budućih izazova i potencijalnih prilika.

Planirano pridruživanje Crne Gore Evropskoj uniji (EU) 2028. godine postavlja dodatne prioritete u upravljanju javnim dugom. Transparentnost u zaduživanju i primjena najboljih evropskih praksi u upravljanju dugom postaće ključni faktori za privlačenje novih investitora iz EU i šire.

Primarni cilj ove strategije je kreiranje stabilnog i održivog srednjoročnog okvira za obezbjeđenje nedostajućih sredstava za potrebe finansiranja budžeta, kroz tri ključna stuba:

1. **Upravljanje rizicima finansiranja i refinansiranja**, prevashodno tržišnim, kamatnim i valutnim rizikom u cilju njihovog minimiziranja, osiguranja ravnomjernog rasporeda dospelja duga, smanjenja troškova i očuvanja adekvatnih finansijskih rezervi za hitne slučajeve.
2. **Diversifikacija baze međunarodnih investitora**, kroz proširenje njihovog geografskog obuhvata, kako bi se osigurala stabilna i predvidiva potražnja za državnim obveznicama, uključujući i u uslovima globalnih ekonomskih previranja.
3. **Diversifikacija domaćih izvora finansiranja**, uključujući i izdavanje državnih obveznica za stanovništvo, kojim bi se podstakao i razvoj tržišta kapitala u Crnoj Gori.

Smjernice sadržane u Srednjoročnoj strategiji upravljanja dugom 2025-2027. godine, rezultat su razmatranja postojećeg stanja, analize budućih aktivnosti i ciljeva upravljanja dugom. Strateške odluke su izražene kroz smjernice i odražavaju željeni balans između očekivanih troškova i eventualnih rizika u implementaciji Strategije.

Kroz sveobuhvatan pristup koji uključuje precizno upravljanje valutnim i kamatnim rizicima, fleksibilnost u reagovanju na nepovoljne ekonomske trendove, i fokus na smanjenje troškova zaduživanja, Strategija za period 2025–2027. godine doprinosi očuvanju fiskalne discipline i dugoročne održivosti javnih finansija.

Ovaj dokument ne predstavlja samo plan za upravljanje dugom, već i ključnu komponentu šire strategije fiskalne odgovornosti, čime se dodatno jača povjerenje međunarodne investicione zajednice i podržava stabilnost ukupnog ekonomskog sistema Crne Gore.

II. Pravni okvir i ciljevi

A. Pravni i institucionalni okvir

Zakon o budžetu i fiskalnoj odgovornosti (Službeni list Crne Gore br. 20/14, 56/14, 70/17 i 4/18 Odluka US CG, 55/18, 66/19 - drugi zakon, 70/21, 27/23, 123/23 - drugi zakon i 125/23) predstavlja zakonodavni okvir za donošenje strategije upravljanja dugom.

Članom 58 Zakona o budžetu i fiskalnoj odgovornosti propisano je da Strategija upravljanja dugom sadrži 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.

Strategiju donosi Vlada Crne Gore (u daljem tekstu: Vlada), uz mišljenje Centralne banke Crne Gore (u daljem tekstu Centralna banka). Ukoliko Centralna banka ne dostavi mišljenje u roku od 15 dana, od dana dostavljanja predloga strategije, Vlada će utvrditi strategiju bez mišljenja Centralne banke.

Takođe, Zakonom o budžetu i fiskalnoj odgovornosti propisana je postojeća visina i načini zaduživanja. Prema navedenom Zakonu, visina godišnjeg zaduženja Države definisana je godišnjim zakonom o budžetu, pri čemu ukupan javni dug ne smije preći iznos od 60% BDP-a. Istim Zakonom je predviđena i gornja granica budžetskog deficita od 3% BDP-a po tržišnim cijenama. Ukoliko dođe do prekoračenja navedenih limita, kao što je to slučaj posljednjih godina, Zakon predviđa obavezu Vlade da utvrdi predlog mjera za smanjenje javnog duga, koji dostavlja Fiskalnom savjetu Crne Gore na mišljenje. Fiskalni savjet Crne Gore dužan je da u roku od 15 dana od dana prijema zahtjeva, Vladi i Skupštini dostavi mišljenje na predlog mjera.

U decembru 2024. godine, Skupština je usvojila Fiskalnu strategiju Crne Gore za period 2024-2027. godine, u kojoj je definisan set kombinovanih mjera fiskalne politike usmjerene na unapređenje poslovnog ambijenta i konkurentnosti privrede sa jedne i unapređenje standarda građana sa druge strane, uz očuvanje makroekonomske i fiskalne stabilnosti.

Zakonom o finansiranju lokalne samouprave (Službeni list Crne Gore br. 03/18, 86/22, 5/24 i 7/24) propisani su način i visina zaduživanja opština. Pored toga, u skladu sa Zakonom o budžetu i fiskalnoj odgovornosti, opština se može zadužiti za finansiranje tekuće likvidnosti (do 12 mjeseci), bez saglasnosti Vlade, dok se dugoročna zaduživanja opština (preko 12 mjeseci) mogu ostvariti samo uz saglasnost Vlade.

Strategija je razvijena po trenutno posmatranim ekonomskim i tržišnim uslovima i projekcijama, temelji se na postojećem portfoliju duga Crne Gore, a Ministarstvo finansija zadržava pravo da modifikuje parametre strategije i njene instrumente za implementaciju, ako za to bude potrebe.

Direktorat za javni dug u okviru Ministarstva finansija, odgovoran je za donošenje i sprovođenje politike upravljanja javnim dugom, obezbjeđivanje sredstava za redovno servisiranje budžetskih potreba po najpovoljnijim uslovima finansiranja uz prihvatljiv nivo rizika, kao i vođenje evidencije, analiziranje i izvještavanje o stanju zaduženosti Crne Gore.

B. Ciljevi i obuhvat strategije

Strategija upravljanja dugom 2025-2027 je dokument o politici upravljanja dugom, koji opisuje pravac i aktivnosti upravljanja javnim dugom tokom ovog perioda.

Cilj Srednjoročne strategije upravljanja dugom je da definiše set mjera za aktivnosti državnog finansiranja, upravljanje troškovima finansiranja i rizicima portfolija duga tokom perioda 2025-2027. godine, uzevši u obzir postojeće fiskalne i makroekonomske prilike, strukturu postojećeg duga i raspoložive instrumente zaduživanja. Pored toga, pri izradi strategije su uzeti u obzir postojeći odnos troškova i rizika portfolija i okruženje na tržištu obveznica. Osigurati da se potrebe za finansiranjem obezbijede na vrijeme i da trošak zaduživanja bude što niži u srednjem roku, u okviru prihvatljivog nivoa finansijskog rizika, je krajnji cilj upravljanja javnim dugom.

U skladu sa opšte prihvaćenim ciljevima i principima upravljanja javnim dugom, Strategija će biti usmjerena na:

1. **Obezbjeđivanje nedostajućih sredstava za finansijske i razvojne potrebe budžeta, uz prihvatljive troškove i rizike u srednjem roku**
2. **Širenje baze investitora**
3. **Razvoj domaćeg tržišta državnih hartija od vrijednosti**

Oblast duga obuhvaćena Strategijom, definiše se kao državni dug Crne Gore. Tu spadaju, kao dio spoljnog duga, komercijalni krediti kod bilateralnih, multilateralnih i komercijalnih partnera, uključujući euroobveznice, kao i dio unutrašnjeg duga, državne hartije od vrijednosti u obliku trezorskih zapisa i domaćih obveznica, i komercijalni zajmovi kod lokalnih finansijskih institucija.

Iako obaveze po osnovu zajmova pravnih lica i privrednih društava, obaveze po osnovu zaostalih penzija, restitucije, stare devizne štednje kao i dug lokalne samouprave, predstavljaju sastavni dio javnog duga, ove kategorije su isključene iz definicije duga, i time nisu ušle u analizu ove Strategije¹.

III. Makroekonomska i fiskalna kretanja

Makroekonomski ambijent u Crnoj Gori je stabilan i povoljan, uz očuvanu otpornost i ostvarene visoke stope rasta ekonomije u protekle dvije godine. Makroekonomske projekcije za period 2024-2027, uključuju snažnu privatnu potrošnju, kao jedan od glavnih pokretača ekonomskog rasta, rast minimalnih i prosječnih zarada i penzija, reforme u poreskoj politici i unapređenje poslovnog ambijenta, povećanje investicione aktivnosti, te kontinuirani rast u sektoru turizma. Projekcije daljih izgleda domaće ekonomije oslanjaju se na analize kretanja ekonomskih indikatora i očekivane inflacije na evropskom i globalnom nivou.

Osnovni scenario makroekonomskih projekcija ukazuje na prosječni godišnji realni rast crnogorske ekonomije u srednjem roku od 3,7%, odnosno po godinama 3,8% u 2024, 4,8% u 2025, 3,2% i 3,1% u 2026. i 2027. godini. Prognoze za srednjoročni period oslanjaju se na nastavak trenda rasta potrošnje, investicione aktivnosti i snažnog ostvarenja prihoda u turizmu.

¹ Razlog: dug lokalne samouprave i preduzeća predstavlja obaveze na koje Direktor za javni dug nema direktan uticaj, niti mogućnost planiranja i upravljanja. S druge strane, obaveze po osnovu zaostalih penzija, stare devizne štednje i restitucije su dugovi koji postoje, ali njihova dinamika isplate nije precizno predvidiva. Stoga, ovi dugovi ne mogu biti uključeni u strategiju upravljanja javnim dugom, jer njihova kontrola i planiranje izlaze iz okvira upravljanja.

Stope rasta ekonomije Crne Gore prvenstveno će opredijeliti snažna domaća potražnja, sa privatnom potrošnjom i investicijama kao pokretačima privredne aktivnosti. Lična potrošnja domaćinstava će shodno reformi poreske politike, biti naročito snažna u 2025. godini.

Pored ključnih mjera povećanja minimalne i prosječne zarade kao rezultat smanjenja stope doprinosa za penzijsko invalidsko osiguranje, privatna potrošnja će dodatno biti stimulirana porastom zaposlenosti od oko 2,3% prosječno godišnje u periodu 2024-2027, ekspanzijom kreditne aktivnosti i rastom međunarodnih transfera – doznaka iz inostranstva. Indikatori tržišta rada u proteklom periodu bilježe pozitivne trendove i rezultate, usljed rasta privredne aktivnosti i smanjenja sive ekonomije. U narednom srednjoročnom periodu, shodno dostupnim planovima domaćih politika usmjerenih na smanjenje nezaposlenosti i unaprjeđenje tržišta rada, očekuje se rast zarada od oko 6% prosječno u periodu 2025-2027, kao rezultat rasta minimalne zarade i prosječne zarade po osnovu smanjene stope doprinosa za penzijsko invalidsko osiguranje. Prema projekcijama, prosječna stopa nezaposlenosti će na kraju projektovanog horizonta iznositi 9,2%, uslovljena nešto bržim smanjenjem broja nezaposlenih od prvobitno očekivanog. U srednjem roku, podstaknuta visokom tekućom budžetskom potrošnjom i rastom vrijednosti javnih investicija, predviđa se da će javna potrošnja rasti po prosječnoj godišnjoj stopi od 2,7%.

Imajući u vidu najnovije podatke o stopi inflacije koja je najniža od 2021. godine i stabilizaciju inflacionih tokova na evropskom nivou, u narednom srednjoročnom periodu očekuje se postepeno usporavanje inflacije, koja će prosječno iznositi 2,9% u periodu 2025-2027. godine. Stagnaciji i padu mjesečne inflacije od 0,4% u septembru 2024. godine doprinijelo je sprovođenje programa Vlade za ograničavanje marži, dok je prognozirano da će postepenom ublažavanju inflatornih pritisaka u narednom periodu doprinijeti dalje smirivanje eksternih kretanja i stabilizacija makroekonomskog okruženja.

Makroekonomski scenario u srednjem roku ukazuje na očekivani nastavak oporavka i rasta investicione aktivnosti od oko 5% godišnje, na osnovu kapitalnog budžeta za 2024. godinu i planiranih javnih ulaganja u narednim godinama koja opredjeljuju značajne izvore sredstava za razvoj infrastrukture, kao i na osnovu značajnih investicionih planova, primarno u sektorima energetike i turizma, kao i kroz projekte u oblasti zdravstva i obrazovanja. Oporavak i rast investicija u srednjoročnom periodu biće podstaknut i Planom rasta EU koji omogućava obezbjeđenje dodatnih sredstava za finansiranje kapitalnih projekata i strukturnih reformi u ekonomiji.

U srednjem roku, predviđa se kontinuirani rast turističkog sektora, sa prosječnim godišnjim povećanjem prihoda od oko 6,0% i daljom diversifikacijom strukture gostiju. U skladu sa povećanjem potrošnje i investicija, očekuje se rast uvoza od 3,5% u periodu 2025-2027. Takođe, predviđa se da će uvoz apsorbovati značajan dio povećane potrošnje i investicija, imajući u vidu nisku domaću proizvodnu bazu, što bi moglo predstavljati izazov za privredni rast u srednjem roku.

Bankarski sektor je u 2024. godini zadržao stabilnost i visoku likvidnost, očuvao profitabilnost i dobru kapitalizovanost. Sve ključne bilansne pozicije na godišnjem nivou ostvaruju rast, i to: aktiva 2,95%, krediti 15,32%, depoziti 2,55% i kapital od 9,79%. Na kraju septembra 2024. godine, novčana sredstva bankarskog sektora iznose 985,4 miliona eura i predstavljaju 14,12% ukupne aktive. Koeficijent nekvalitetnih kredita iznosi 3,96%. Novoodobreni krediti su za devet mjeseci 2024. godine iznosili 1.273,9 miliona eura, što je rast od 30,0% na godišnjem nivou, pri čemu se u srednjem roku očekuje nastavak snažnog povećanja kreditiranja, imajući u vidu veći raspoloživi dohodak građana usljed povećanja plata i penzija u ekonomiji, kao i porast kreditiranja sektora privrede kroz poboljšani poslovni ambijent.

Tabela 1 Projekcije fiskalnih indikatora za period 2024-2027

	2024		2025		2026		2027	
	mil.eur	%BDP	mil.eur	%BDP	mil.eur	%BDP	mil.eur	%BDP
Prihodi	2784.3	37.5	2886.1	36.2	3004.2	35.9	3111.3	35.5
Rashodi	3009.6	40.6	3164.2	39.7	3273.6	39.1	3385.8	38.7
Tekuća budžetska potrošnja	2734.0	36.9	2841.3	35.7	2931.9	35.0	3014.3	34.4
Kapitalni izdaci	275.6	3.7	322.9	4.1	341.7	4.1	371.5	4.2
Deficit/suficit	-225.3	-3.0	-278.1	-3.5	-269.3	-3.2	-274.5	-3.1
Primarni deficit/suficit	-76.6	-1.0	-118.6	-1.5	-80.6	-1.0	-58.3	-0.7
Otplata duga	504.5	6.8	820.9	10.3	353.1	4.2	971.7	11.1
Bruto nedostajuća sredstva	-737.0	-9.9	-1140.8	-14.3	-644.7	-7.7	-1268.4	-14.5

Shodno fiskalnom okviru za period 2024-2027. godine, **izvorni prihodi budžeta** u periodu 2024-2027. godine, kreću se u rasponu od 2.784,3 miliona eura ili 37,5% BDP-a u 2024, do 3.111,3 miliona eura ili 35,5% BDP-a u 2027. godini. Stabilnost prihoda obezbjeđuje se kroz implementaciju novih mjera poreske i politike unapređenja poslovnog ambijenta. S tim u vezi, u oblasti poreske politike glavni cilj odnosi se na stvaranje uslova za sveobuhvatnu reformu poreskog sistema u cilju unapređenja poslovnog ambijenta, jačanja konkurentnosti privrede i unapređenja uslova za privlačenje investicija. Samim tim, glavne mjere odnose se na:

- smanjenje poreskog opterećenja na rad i sprovođenje programa za unapređenje konkurentnosti privrede i privlačenje kredibilnih investitora;
- smanjenje "sive ekonomije" u cilju omogućavanja fer tržišne utakmice odnosno suzbijanja neloyalne konkurencije;
- reformu poreske i carinske administracije;
- bolju strategiju smanjenja poreskog duga;
- usklađivanje akcizne politike sa EU direktivama u cilju oporezivanja proizvoda koji negativno utiču na zdravlje stanovništva;
- uvođenje treće stope poreza na dodatu vrijednost (u cilju ujednačavanja stope PDV-a u turističkoj djelatnosti).

Navedene mjere prati niz mjera za unapređenje poslovnog ambijenta kao i mjere usmjerene na finansijski sektor.

Na drugoj strani, **budžetski rashodi** kreću se u rasponu od 3.009,6 miliona eura ili 40,6% BDP-a u 2024. godini do 3.385 miliona eura ili 38,7% BDP-a.

Nominalni rast rashoda u narednom trogodišnjem periodu prevashodno je uslovljen:

- značajnim rastom izdavanja za finansiranje kapitalnih izdataka kojima se finansiraju infrastrukturni projekti;
- rastom transfera za socijalnu zaštitu (po osnovu projektovanog usklađivanja penzionih i socijalnih davanja a u skladu sa rastom prosječne zarade i inflacije);
- transfera institucijama, pojedincima, NVO i javnom sektoru i to prije svega u dijelu finansiranja sistema zdravstvene zaštite;
- implementacije novih politika.

Strategija politike u oblasti upravljanja javnom potrošnjom u periodu 2025–2027. godine baziraće se na racionalizaciji tekuće potrošnje, pod uticajem rasta mandatornih rashoda čije se kretanje usklađuje sa zakonskim obavezama (socijalna davanja i davanja iz oblasti penzijsko-invalidskog osiguranja). U posmatranom periodu fokus će biti na preraspodjeli unutar potrošnje u cilju finansiranja prvenstveno rashoda kojima se pozitivno utiče na ekonomski rast i razvoj.

Trend snažnog rasta budžetskih prihoda, sa jedne i kretanje navedenih kategorija javne potrošnje sa druge strane, opredjeljuju nivo deficita koji se kreće od 3,5% BDP-a u 2025., 3.2 % u 2026. godini i 3,1% BDP-a u 2027. godini.

Pored navedenog, projektovani deficit budžeta generiše se isključivo pod uticajem potrebe finansiranja izgradnje infrastrukture kojom se povećava ekonomski potencijal zemlje.

Imajući u vidu navedeno, neophodno je napomenuti da se u svim godinama pojekcija ostvaruje suficit tekuće budžetske potrošnje, što govori u prilog tome da država sve svoje tekuće obaveze finansira iz tekućih prihoda, odnosno da se zaduživanje vrši isključivo za potrebe realizacije kapitalnih izdataka kojima se daje podrška projektovanom ekonomskom rastu.

U oblasti fiskalne politike glavni ciljevi u periodu 2025 – 2027. godine odnose se na:

- ostvarivanje suficita tekuće budžetske potrošnje (finansiranje svih tekućih obaveza države iz tekućih prihoda);
- ostvarenje budžetskog deficita na prosječnom nivou od 3,3% BDP-a periodu 2025-2027. godine;
- nivo javnog duga na prosječnom godišnjem nivou od oko 62,5% u periodu 2024-2027. godine uz neto javni dug na prosječnom godišnjem nivou od 59% u periodu 2024-2027. godine;
- obezbjeđivanje uslova da se novo zaduživanje isključivo vrši za finansiranje kapitalnih projekata odnosno otplatu i refinansiranje postojećih dugova države;
- značajno uvećanje sredstava kroz ulaganje kroz Kapitalni budžet i podršku kroz grantove obezbijedene od strane EU, čime se otpočinje intenzivan investicioni ciklus i doprinosi ubrzavanju ekonomskog rasta;
- smanjenje "sive ekonomije" u cilju omogućavanja fer tržišne utakmice odnosno suzbijanja neloyalne konkurencije;
- reformu poreske i carinske administracije

Strategija upravljanja javnim finansijama u periodu 2025-2027. godine usmjerena je na ostvarivanje suficita tekuće javne potrošnje čime se ostvaruje „zlatno pravilo“ fiskalne odgovornosti, a to je da država sve tekuće obaveze finansira iz tekućih prihoda. Suficit tekuće potrošnje omogućava se i pored smanjenja poreskog opterećenja na zarade, kao mjere imlementirane u cilju podrške konkurentnosti privrede kroz kreiranje podsticajne poreske politike. Smanjenjem poreskog opterećenja na zarade, smanjuju se fiksni troškovi za poslodavca, dok se na drugoj strani usljed kompenzatornih mjera obezbjeđuje rast ukupnih javnih prihoda i ne dovodi u pitanje održivost javnih finansija.

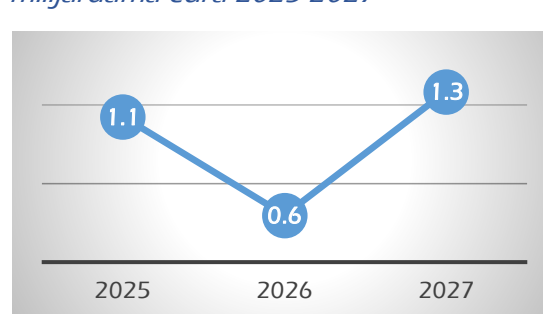
IV. Potrebe za finansiranjem i izvori finansiranja

A. Potrebe za finansiranjem

Period 2025-2027. godine karakterišu umjerene do visoke bruto potrebe za finansiranjem, s tim da se procjenjuje da će se godišnji fiskalni deficit kretati na nivou od oko 3% BDP-a.

Projektovane bruto potrebe za finansiranjem kretaće se u prosjeku od 12% BDP-a u trogodišnjem periodu, odnosno ukupno 3 milijarde eura u nominalnom iznosu. Konkretno, predviđa se da će bruto potrebe za finansiranjem kao postotak BDP-a dostići 14,3% u 2025. godini, 7,7% u 2026. i 14,5% u 2027. godini. Navedene bruto potrebe odnose se na finansiranje otplate duga i kapitalnih izdataka (Vidjeti grafik br. 18: Namjena nedostajućih sredstava 2025-2027).

Grafik 1 Bruto potrebe za finansiranjem u milijardama eura 2025-2027



B. Izvori finansiranja

Državne obveznice emitovane na međunaordnom tržištu će i dalje biti glavni izvor zaduživanja za obezbjeđivanje nedostajućih sredstava, čime se širi baza ulaganja po veličini, geografskom području i kategorijama investitora, kao i povećava stabilnost i diverzifikacija izvora finansiranja. Osim toga, emitent obično postiže niže troškove zaduživanja putem eksternih izvora, zahvaljujući povoljnom tržišnom okruženju i velikom interesovanju stranih investitora. Ove obveznice će se koristiti za finansiranje budžetskog deficita, refinansiranje postojećeg duga i podršku infrastrukturnim i razvojnim projektima.

Iako je domaće tržište finansiranja ograničeno u veličini i likvidnosti, ono ostaje važan dopunski izvor finansiranja. Cilj je povećati učešće domaćih državnih obveznica u ukupnom portfoliju duga i stvoriti povoljnije uslove zaduživanja na domaćem tržištu, i samim tim uticati na razvoj domaćeg tržišta kapitala. U trogodišnjem periodu prioritet će imati izdavanje obveznica kako za profesionalne investitore, tako i za fizička lica (obveznice za stanovništvo).

- Obveznice namijenjene profesionalnim investitorima ciljaju institucionalne investitore (banke, fondove, osiguravajuće kuće) i nude im stabilan prinis uz smanjen rizik.
- Obveznice za stanovništvo su namijenjene fizičkim licima, čime se dodatno jača povjerenje građana u državne finansije i podstiče štednja unutar zemlje. Ovaj segment doprinosi razvoju finansijske pismenosti i poboljšanju likvidnosti domaćeg tržišta.

Državni zapisi ostaju kratkoročni finansijski instrument na domaćem tržištu, koji imaju za cilj poboljšanje upravljanja državnim gotovinskim rezervama i održavanja likvidnosti budžeta.

Kao izvor finansiranja koje Vlada može koristiti je zaduživanje kod međunarodnih finansijskih institucija, poput Svjetske banke, Evropske investicione banke (EIB), Evropske banke za obnovu i razvoj (EBRD) itd, a koje igra značajnu ulogu u finansiranju strateških projekata. Navedeni vid kreditnih aranžmana karakterišu niske kamatne stope i dugi rokovi otplate, što doprinosi održivom upravljanju dugom. Sredstva se odnose na projekte sa visokim povratom na ulaganje i podstiču ekonomski razvoj, kao što su infrastruktura, energetika, digitalizacija itd.

Dodatni instrumenti finansiranja, u saradnji sa međunarodnim finansijskim institucijama, su Zajam za razvojne politike (Development Policy Loan – DPL), namijenjen podršci makroekonomskoj stabilnosti i sprovođenju reformi u ključnim sektorima i Kreditni aranžmani

uz garanciju Svjetske banke (Policy Based Guarantee – PBG), kojim se postižu povoljniji uslovi finansiranja.

Jedan od novih instrumenata zaduživanja u periodu do kraja 2027. godine je Instrument EU za reformu i rast, koji je dio šireg ekonomskog okvira za Zapadni Balkan (Plan rasta), namjenjen za infrastrukturne i razvojne projekte, koji kombinuju niske troškove zaduživanja i duge periode otplate. Ovaj instrument je ključan za pripremu Crne Gore za pridruživanje Evropskoj uniji 2028. godine.

Tabela 2 Karakteristike instrumenata zaduživanja

INSTRUMENTI FINANSIRANJA			
Vrsta instrumenta	Kamatna stopa	Baza investitora	Prednosti i potencijalni rizici
Državni zapisi	Fiksna	Profesionalni investitori i druga pravna i fizička lica	Benefiti: niži troškovi u odnosu na druge domaće instrumente finansiranja, doprinose boljem upravljanju likvidnošću i podstiču razvoj domaćeg tržišta kapitala, Rizici: nedovoljna potražnja, rizik refinansiranja
Državne obveznice namijenjene stanovništvu (Retail obveznice)	Fiksna	Fizička lica	Benefiti: niži troškovi u odnosu na druge domaće instrumente finansiranja, podstiču razvoj domaćeg tržišta kapitala, smanjenje zavisnosti od stranih izvora finansiranja, povećanje finansijske pismenosti građana, jačanje fiskalne otpornosti Rizici: nedovoljna potražnja, rizik refinansiranja, reputacioni rizik, rizik konkurencije sa štednim proizvodima banaka, neadekvatna edukacija stanovništva
Dugoročne državne obveznice emitovane na domaćem tržištu	Fiksna	Institucionalni investitori i druga pravna i fizička lica	Benefiti: razvoj domaćeg tržišta kapitala, širenje baze investitora, smanjenje zavisnosti od stranih izvora finansiranja, Rizici: viši trošak kamata, nedovoljna potražnja, ograničeno dostupno finansiranje
Dugoročne državne obveznice emitovane na međunarodnom tržištu	Fiksna	Profesionalni investitori i druga pravna lica	Benefiti: veći obim finansiranja, veća fleksibilnost u pogledu izbora valute i roka dospeljeća, šira baza investitora Rizici: viši trošak kamate, rizik kreditnog rejtinga, rizik reputacije, rizik olitičke i ekonomske nestabilnosti
Dugoročni krediti	fiksna ili varijabilna	Domaće i inostrane banke i međunarodne finansijske institucije	Benefiti: povoljniji uslovi kreditiranja, mogućnost korišćenja grejs perioda, dug rok dospeljeća, mogućnost izbora kamatne stope (fiksna ili varijabilna) Rizici: Fluktuacije kamata, rizik kašnjenja u realizaciji projekta i troškovi na neangažovana sredstva, nepredviđeni operativni troškovi

V. Upravljanje javnim dugom 2020-2024

A. Struktura duga

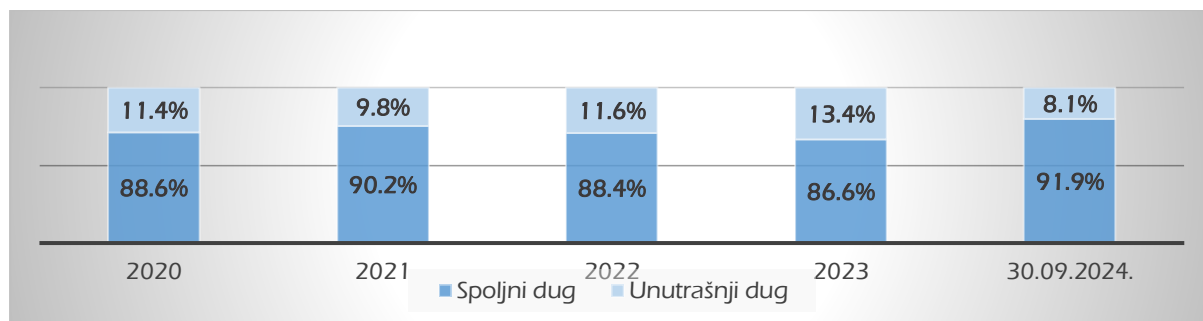
Javni dug Crne Gore je, u skladu sa Zakonom o budžetu i fiskalnoj odgovornosti, definisan kao dug centralnog i lokalnog nivoa države. Centralni nivo države čine državni organi i organi državne uprave, kao i pravna lica i privredna društva koja pretežno pružaju usluge od javnog interesa, koja su pod upravljačkom kontrolom i najvećim dijelom finansirana od države. Lokalni nivo države čine organi opštine, kao i pravna lica i privredna društva, koja pretežno pružaju usluge od javnog interesa, koje su pod upravljačkom kontrolom i najvećim dijelom finansirana od strane opštine.

Državni dug se sastoji od unutrašnjeg i spoljnog duga. Unutrašnji dug čine krediti kod domaćih komercijalnih banaka, domaće obveznice, državni zapisi, dug pravnih lica i privrednih društava, dug po osnovu zaostalih penzija, devizne štednje i restitucije. Spoljni dug čine državne obveznice emitovane na međunaordnom tržištu i krediti sa međunarodnim finansijskim institucijama.

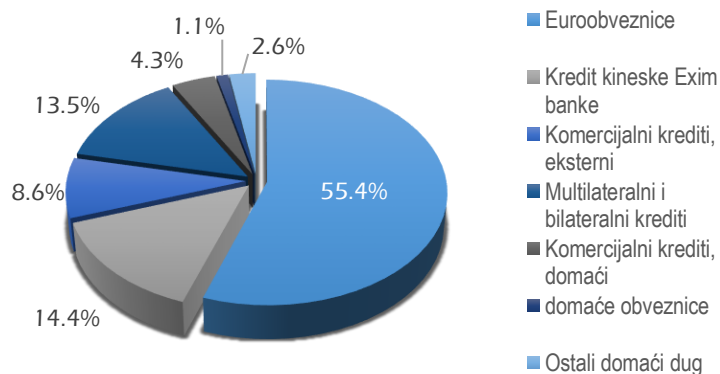
Dug lokalne samouprave se sastoji od duga prema domaćim bankama i međunarodnim finansijskim institucijama, budžetu države, Egalizacionom fondu, kao i duga po osnovu transfersnih zajmova.

U strukturi državnog duga istorijski dominira spoljni dug sa veoma visokim učešćem, koji je na dan 30.09.2024. godine iznosio 91.9% ukupnog državnog duga.

Grafik 2 Pregled strukture državnog duga u periodu 2020 – 30.09.2024. godine



Grafik 3 Struktura državnog duga prema instrumentima zaduživanja, 30.09.2024. godine



Posmatrajući instrumente zaduživanja, najveći dio duga na dan 30.09.2024. godine odnosi se na dug po osnovu emitovanih državnih obveznica na međunarodnom tržištu sa učešćem od 55,4%, kredita kod kineske Exim banke 14,4%, ostalih multilateralnih i bilateralnih zajmova od 13,5%, komercijalnih zajmova kod spoljnjih kreditora 8,6%, komercijalnih zajmova kod domaćih kreditora 4,3%, dug po osnovu državnih obveznica emitovanih na domaćem

tržištu 1,1% i ostalog unutrašnjeg duga 2,6%².

Na međunarodnom tržištu kapitala kotira se ukupno četiri izdanja obveznica izdatih od strane Crne Gore, od čega je jedno izdanje denominirano u dolarima u iznosu od 750,00 miliona američkih dolara (687,76 miliona eura)³, a preostala tri u eurima, u ukupnom iznosu od 1.750,00 miliona eura. Kada je u pitanju domaće tržište kotira se jedno izdanje državnih obveznica u iznosu od 50,00 miliona eura.

Tabela 3 Pregled aktivnih obveznica emitovanih na međunarodnom i domaćem tržištu

u milionima eura

Tip obveznice	Godina izdavanja	Valuta	Iznos	Kamatna stopa	Ročnost	Datum dospijea
MEĐUNARODNO TRŽIŠTE						
EUROBOND 2018	2018	EUR	500,00	3,375%	7 godina	21.04.2025.
EUROBOND 2019	2019	EUR	500,00	2,550%	10 godina	03.10.2029.
EUROBOND 2020	2020	EUR	750,00	2,875%	7 godina	16.12.2027.
USD BOND 2024	2024	USD	750,00	7,25% ⁴	7 godina	12.03.2031.
DOMAĆE TRŽIŠTE						
GB 2026	2019	EUR	50,00	3,50	7 godina	22.04.2026.

Najveći udio u dugu po osnovu realizacije kapitalnih projekata, odnosi se na izgradnju prve dionice autoputa Bar-Boljare, što predstavlja najveći infrastrukturni poduhvat u istoriji Crne Gore, sa učešćem od značajnih 14,4%. Ovaj projekat simbolizuje strateški prioritet države u modernizaciji saobraćajne infrastrukture, s ciljem jačanja povezanosti, podsticanja ekonomskog rasta i integracije zemlje u šire regionalne i evropske saobraćajne mreže.

Grafik 4 Struktura angažovanih kreditnih sredstava namjenjenih infrastrukturnim i razvojnim projektima



Iz multilateralnih i bilateralnih izvora dominantno se finansiraju infrastrukturni projekti koji su namjenjeni za izgradnju i rekonstrukciju predškolskih ustanova, rehabilitaciju puteva, rekonstrukcije željezničke infrastrukture, energetske efikasnosti, vodosnadbijevanje i odvođenje otpadnih voda, institucionalni razvoj i jačanje poljoprivrede, zaštitu životne sredine, reformu poreske administracije itd.

Komercijalni kreditni aranžmani čine 14,10% duga koji su zaključeni dominantno u svrhu finansiranja budžeta. Dug pravnih lica i privrednih društava, iznosi 0,64% državnog duga, od čega većinu čine investicioni krediti koji su uzeti od strane Željezničkog prevoza Crne Gore za nabavku i opravku rezervnih djelova kao i za isplatu otpremnina radnicima i Željezničke infrastrukture Crne Gore za rekonstrukciju

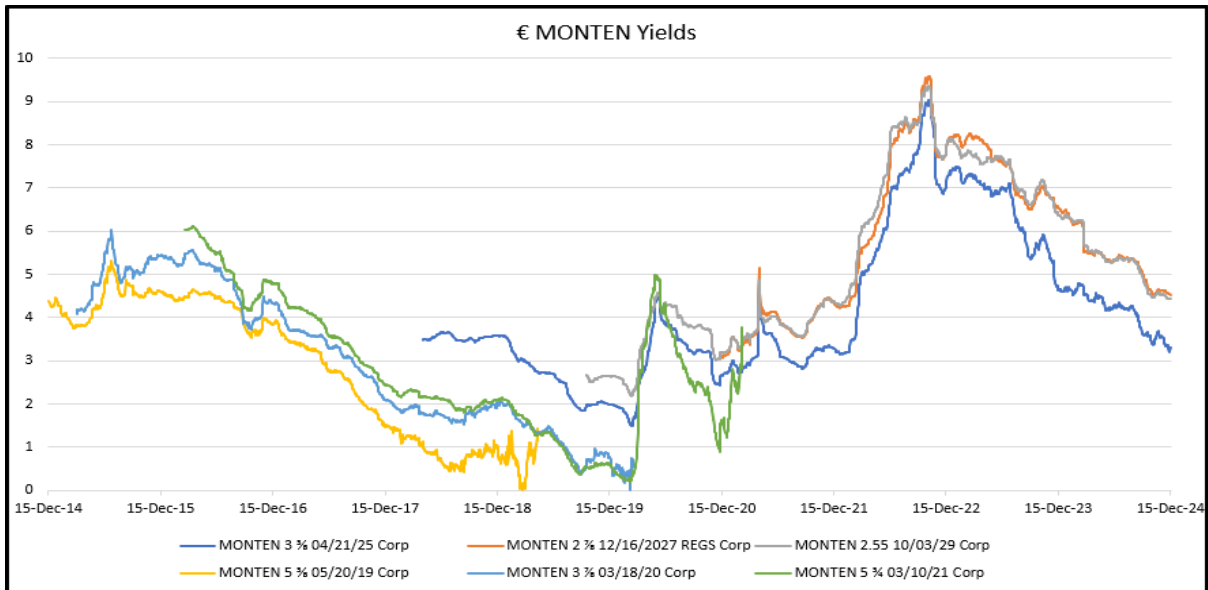
² Dug po osnovu restitucije, stare devizne štednje i zaostalih penzija.

³ Imajući u vidu zaključenu hedžing transakciju, konverzija ukupnog dolarskog iznosa emisije obveznica, izražava se po ugovorenom kursu od EUR/USD 1,095 i iznosi 687,76 miliona eura.

⁴ Imajući u vidu zaključenu hedžing transakciju, izvedena kamatna stopa u eurima iznosi 5,88%.

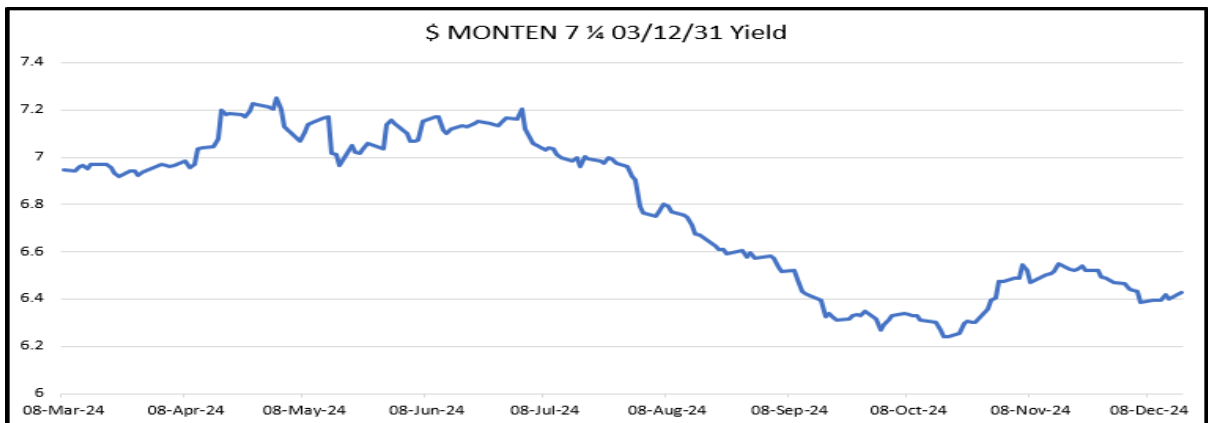
i unapređenje pruge. Ostatak duga čine državni zapisi, stara devizna štednja, obaveze po osnovu obeštećenja (restitucija) i dug po osnovu zaostalih penzija.

Grafik 5 Kretanje prinosa na Euroobveznicama 2014-2024⁵



Do 2019. godine, prinosi na emitovanim euroobveznicama imali su tendenciju pada, što se može objasniti kvantitativnim olakšicama koje su sprovodile centralne banke na globalnom nivou. Tokom ovog perioda, referentne kamatne stope su imale negativne vrijednosti. Početkom 2020. godine, prinosi su počeli da rastu, što je direktna posledica izbijanja pandemije COVID-19, a taj rast se nastavio i usled eskalacije geopolitičkih tenzija. Iako su tokom 2023. godine prinosi ostali na povišenom nivou, krajem iste godine i tokom 2024. godine bilježi se njihov pad. Ovaj trend ukazuje na tendenciju vraćanja prinosa na nivoe prije pandemije, uprkos tome što geopolitičke tenzije na globalnom nivou ne slabe, a referentne kamatne stope na globalnom nivou ostaju znatno više nego u periodu koji je prethodio eksternim šokovima.

Grafik 6 Kretanje prinosa na USD obveznici tokom 2024⁶



Kod dolarske obveznice primjetan je kontinuirani pad prinosa tokom 2024. Godine. Ovo smanjenje može se pripisati poboljšanju likvidnosti, kao i kvalifikaciji ove obveznice za uvrštavanje u relevantni indeks.

⁵ Izvor: Bloomberg platforma

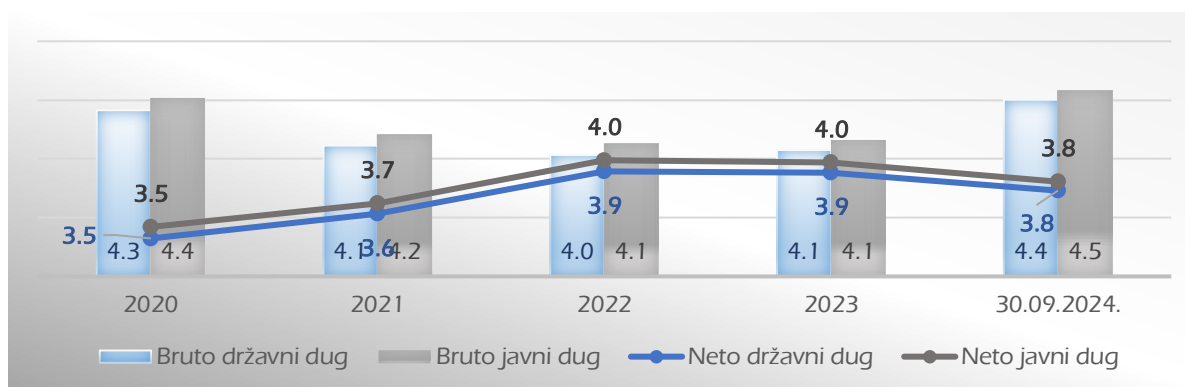
⁶ Izvor: Bloomberg platforma

B. Kretanje javnog duga 2020-2024

U periodu od 2020. do 30.09.2024. godine, javni dug u odnosu na BDP ima značajan trend pada sa 105,34% BDP-a na 60,19% BDP-a⁷.

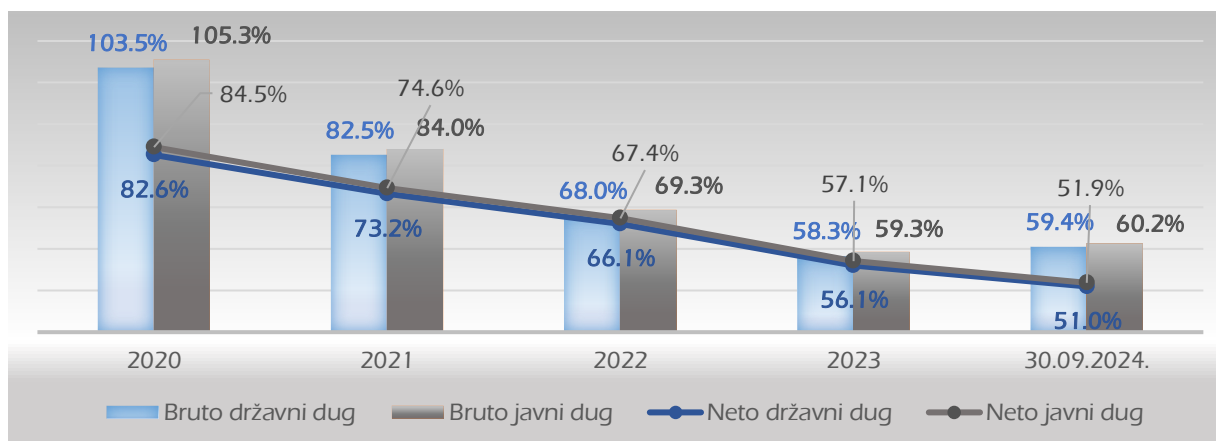
Stanje javnog duga u periodu od 2020. do 2022. godine karakteriše smanjenje kako u apsolutnom iznosu tako i u odnosu na BDP, na šta je u najvećem dijelu uticala činjenica da u toku 2021. i 2022. godine nije bilo potrebe za većim kreditnim zaduženjima. U toku poslednje dvije godine uslijedilo je blago povećanje duga u apsolutnom iznosu, dominantno usled većih potreba za obezbjeđenjem nedostajućih sredstava u cilju otplate dospijelog duga, finansiranja kapitalnih projekata, kao i stvaranja fiskalne rezerve.

Grafik 7 Kretanje duga u periodu 2020 - 30.09.2024. godine, u milijardama eura



U periodu od 2022. do 30.09.2024. godine javni dug u odnosu na BDP nastavlja trend pada, dok u apsolutnom iznosu bilježi blagi rast.

Grafik 8 Kretanje duga u periodu 2020 - 30.09.2024. godine, u odnosu na BDP



Usled jačeg ekonomskog rasta, kao i odgovornog upravljanja dugom, u odnosu na 2020. godinu, stanje duga u apsolutnom iznosu na 30.09.2024. godine je na istom nivou od 4,4 milijarde eura, dok je u odnosu na BDP smanjen sa 105,34% na 60,19%.

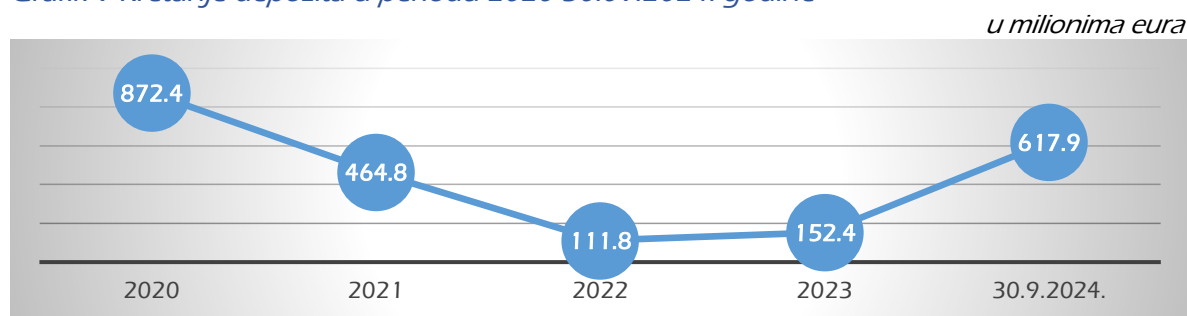
Uzimajući u obzir depozite Ministarstva finansija, koje čine depoziti u novcu i zlatu, a koji su se kretali od 872,43 miliona eura u 2020. godini do 617,94 miliona eura na kraju trećeg kvartala 2024. godine, neto javni dug, u posmatranom periodu se kretao na nivou od 3,5 milijardi eura

⁷ Prema projekcijama Ministarstva finansija, BDP za 2024. godinu iznosiće 7.416,70 miliona eura.

ili 84,5% BDP-a 2020. godine do 3,8 milijardi eura ili 51,9% BDP-a na kraju trećeg kvartala 2024. godine.

Smanjenje javnog duga sa maksimuma iz 2020. godine od 105,34% BDP-a na 60,19% BDP-a u 2024. godini, može se pripisati snažnom ekonomskom oporavku, visokim stopama inflacije i korišćenju depozita prikupljenih tokom velikih emisija obveznica u 2020. i 2024. godini. Naime, strategija upravljanja dugom je išla u pravcu pribavljanja dovoljnog iznosa sredstava za servisiranje duga, finansiranje budžetskog deficita i održavanje minimalnog nivoa depozita od 100 miliona eura.

Grafik 9 Kretanje depozita u periodu 2020-30.09.2024. godine



C. Dug lokalne samouprave

Konsolidovani dug opština iznosio je oko 101,35 miliona eura na kraju septembra 2024. godine, prema podacima dostavljenim od strane opština i Ministarstva finansija, što je za oko 6,4 miliona eura manje nego na kraju 2023. godine.

U skladu sa dostavljenim podacima, na dan 30.09.2024. godine, konsolidovani dug lokalne samouprave prikazan je na sljedeći način:

- kroz stanje državnog spoljnog duga gdje je uključen dug opština po ugovorima koje je potpisala Vlada Crne Gore sa ino kreditorima, a sa opštinama ugovore o transferu sredstava, u iznosu od oko 36,35 miliona eura (iznos povučenih, neotplaćenih sredstava);
- kroz stanje duga lokalne samouprave, u iznosu od 61,82 miliona eura;
- kroz dug prema Ministarstvu finansija po osnovu pozajmica iz budžeta, Egalizacionog fonda i Fonda za podršku opštinama za finansiranje donatorskih sredstava, u iznosu od 3,18 miliona eura.

D. Državne garancije

Posmatrajući potencijalne obaveze Crne Gore, stanje duga po osnovu ugovorenih garancija koje je Vlada Crne Gore izdala, kretalo se od 212,06 miliona eura ili 5,07% BDP-a u 2020. godini, do 135,52 miliona eura ili 1,86% BDP-a na kraju trećeg kvartala 2024. godine.

Uzimajući u obzir strukturu izdatih garancija, domaće garancije uglavnom predstavljaju podršku kompanijama za realizaciju kapitalnih projekata, kao i podršku realizaciji sanacionih planova lokalnih samouprava. S druge strane, spoljne garancije su namjenjene implamentaciji raznih projekata iz oblasti energetike, saobraćaja i željezničke infrastrukture, izgradnju brodova, kao i obezbjeđenje podrške razvoju malih i srednjih preduzeća.

Ministarstvo finansija prati obaveze po osnovu izdatih državnih garancija u cilju blagovremenog djelovanja u slučaju potencijalnog aktiviranja istih. Takođe, Ministarstvo finansija će u narednom periodu vršiti redovnu finansijsku analizu poslovanja privrednih društava u većinskom državnom vlasništvu i godišnje izvještavati Vladu o rezultatima analize i fiskalnim rizicima koji potencijalno mogu nastati od sektora državnih preduzeća. Analizu finansijskog stanja svakog pojedinačnog državnog preduzeća na centralnom nivou

Ministarstvo finansija je otpočelo već 2023. godine i nastavilo u 2024. godini tokom koje je po prvi put objavljen Registar privrednih društava u većinskom vlasništvu države koji, pored ostalih informacija, sadrži i finansijske pokazatelje poslovanja svakog pojedinačnog privrednog društva i kategorizaciju fiskalnih rizika koji dolaze od svakog pojedinačnog preduzeća, uključujući i pokazatelje zaduženosti (posebna pažnja je usmjerena na kreditna zaduženja za koje su izdate državne garancije).

Tabela 4 Kretanje garancija u periodu 2020.- 30.09.2024. godina

u milionima eura

	2020	2021	2022	2023	30.09.2024.
INO GARANCIJE					
Ugovoreni iznos	536,9	543,3	559,5	513,4	527,6
Povučeni iznos sredstava	400,5	414,9	438,7	393,1	390,8
Stanje duga	171,9	154,8	146,1	128,9	117,6
DOMAĆE GARANCIJE					
Ugovoreni iznos	68,4	67,1	66,0	64,2	55,4
Povučeni iznos sredstava	67,4	66,4	65,6	64,1	54,1
Stanje duga	40,2	35,2	30,4	21,6	17,9
Ukupno stanje duga po osnovu državnih garancija	212,1	190,1	176,5	150,6	135,5
Ukupno stanje duga po osnovu državnih garancija u odnosu na BDP	5,1%	3,8%	2,9%	2,2%	1,8%

Kreditni rejting Crne Gore

Kvalitetno upravljanje dugom potvrđeno je okviru ocjena kreditne rejting agencije Standard and Poor's, koja je u 2024. godini dva puta pozitivno ocijenila kreditni rejting Crne Gore i to, u martu mjesecu, poboljšavajući izgled B kreditnog rejtinga iz stabilnog u pozitivan, da bi u avgustu 2024. godine povećala kreditni rejting Crne Gore iz B u B+ sa stabilnim izgledima.

Pored povećanja kreditnog rejtinga u avgustu 2024. godine, od strane kreditne rejting agencije Standard and Poors, u septembru 2024. godine i međunarodna agencija za kreditni rejting Moody's, po prvi put, nakon 2013. godine, povećala je kreditni rejting Crne Gore sa „B1“ na „Ba3“, uz stabilne izgleda.

Tabela 5 Kretanje kreditnog rejtinga Crne Gore od 2013-2024

Datum	Standard & Poor's kreditni rejting: Ocjena	Standard & Poor's Izgledi	Moody's kreditni rejting: Ocjena	Moody's Izgledi
2013	BB-	negativni	Ba3	stabilni
2014	B+	stabilni	Ba3	negativni
2015	B+	stabilni	Ba3	negativni
2016	B+	negativni	B1	negativni
2017	B+	stabilni	B1	stabilni
2018	B+	stabilni	B1	pozitivan
2019	B+	stabilni	B1	pozitivan
2020	B+	negativni	B1	stabilni
2021	B	stabilni	B1	stabilni
2022	B	stabilni	B1	stabilni
2023	B	stabilni	B1	stabilni
2024	B	pozitivni	B1	stabilni
2024	B+	stabilni	Ba3	stabilni

E. Parametri kvaliteta duga

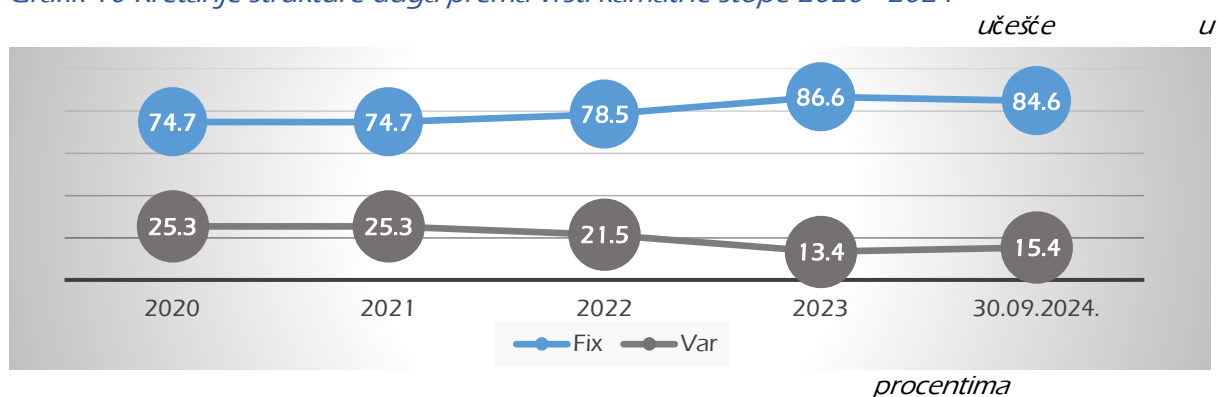
Prilikom izračunavanja troškova i rizika postojećeg duga korišten je ukupni spoljnji dug, dok su u okviru domaćeg duga izuzeti dug pravnih lica i privrednih društava, dug po osnovu devizne štednje i dug zaostalih penzija⁸.

E1: Trošak portfolija duga

Kamatna struktura duga

Na dan 30.09.2024. godine, udio duga sa fiksnom kamatnom stopom iznosi 84,56%, dok sa varijabilnom kamatnom stopom čini svega 15,44% državnog duga, što ukazuje da je kreditni portfolio duga Crne Gore stabilan sa aspekta kamatne strukture.

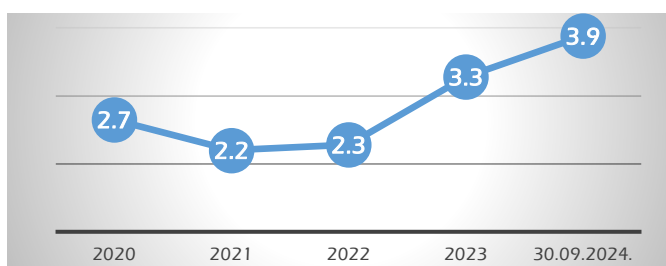
Grafik 10 Kretanje strukture duga prema vrsti kamatne stope 2020 - 2024



Istorijski posmatrano, u periodu od 2020. do 2024. godine, rastao je procenat učešća duga sa fiksnom kamatnom stopom u odnosu na dug sa varijabilnom kamatnom stopom, te je sa 74,68% ukupnog portfolija državnog duga, u 2020. godini, dostigao 84,56% na kraju trećeg kvartala 2024. godine.

Grafik 11 Kretanje prosječne ponderisane kamatne stope 2020 - 2024

U istom periodu, prosječna ponderisana kamatna stopa kretala se u rasponu od 2,7% do 3,9%, što ukazuje na povećanje troška zaduživanja za 1,2 procentna poena. Ovo povećanje reflektuje dinamične promjene na globalnom tržištu kapitala i ekonomsku nestabilnost tokom perioda 2020–2024. godine.



Godina 2020. bila je obilježena globalnom pandemijom COVID-19, koja je izazvala značajan šok u ekonomijama širom svijeta. U odgovoru na krizu, centralne banke, uključujući Evropsku centralnu banku (ECB) i Federalne rezerve (FED), uvele su snažne mjere likvidnosti, održavajući referentne kamatne stope na rekordno niskim ili čak negativnim nivoima. Ova politika bila je ključna za pružanje podrške finansijskim tržištima i privrednim akterima u kriznim vremenima. Međutim, period nakon pandemije donio je nove izazove. Počevši od 2022. godine, inflacija je naglo porasla, podstaknuta poremećajima u lancima snabdijevanja, rastom cijena energenata, te dodatno intenzivirana globalnim geopolitičkim tenzijama, uključujući rat u Ukrajini. Kao odgovor, centralne banke su krenule sa zatezanjem monetarne politike kroz povećanje

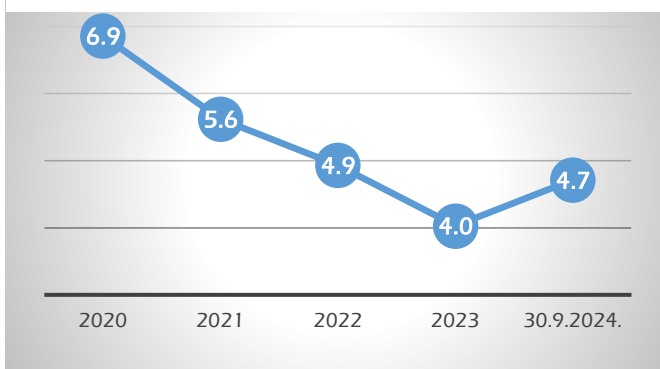
⁸ Na kraju trećeg kvartala 2024. godine, dug zaostalih penzija, iznosio je 1,89 miliona eura, dug po osnovu devizne štednje iznosio je 10,11 miliona eura, dok je dug pravnih lica i privrednih društava iznosio 28,08 miliona eura.

referentnih kamatnih stopa, što je dovelo do rasta troškova zaduživanja na međunarodnim i domaćim tržištima. Do 2024. godine, iako je inflacija pokazala znakove stabilizacije, ostala je na visokim nivoima, što je primoralo ECB da zadrži restriktivniju politiku, uz samo marginalna smanjenja kamatnih stopa tokom godine. Geopolitička neizvjesnost, izbori u SAD-u i promjene u ekonomskim očekivanjima dodatno su održavali volatilnost na tržištu kapitala.

Prosječno vrijeme dospelosti duga

Rizik refinansiranja je značajan i za unutrašnji i spoljni dug. Prosječno vrijeme dospelosti (*Average Time of Maturity - ATM*) za unutrašnji dug iznosi 2,6 godina, a 5,1 godina za spoljni dug. Prosječno vrijeme dospelosti ukupnog duga na dan 30.09.2024. godine iznosi 4,7 godina. Razlog skraćivanja prosječne ročnosti duga je smanjeno zaduživanje na duži rok sa jedne strane i redovna otplata postojećeg duga, sa druge strane.

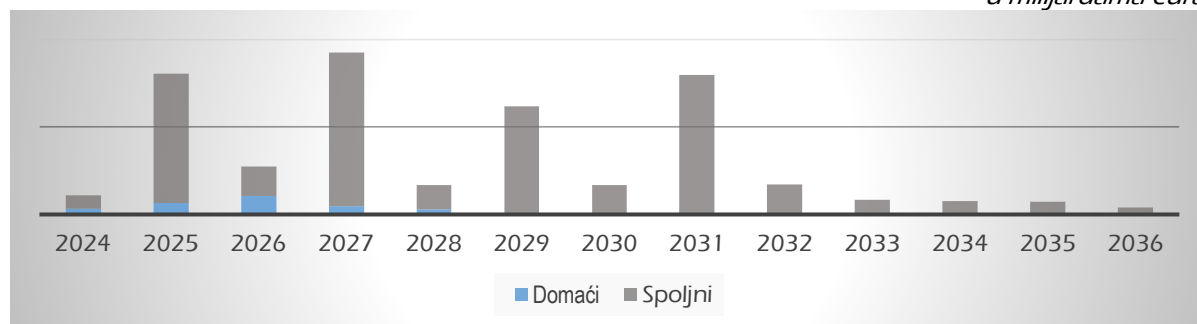
Grafik 12 Prosječno vrijeme dospelosti duga 2020-2024



Projekcija otplate duga pokazuje pojačani teret na budžet svake druge godine, kada dospijevaju na naplatu obaveze po osnovu obveznica emitovanih na međunarodnom tržištu u periodu 2018. - 2024. godine, u ukupnom iznosu od 2.437,76 miliona eura. Međutim kontinuirano i aktivno prisustvo države na međunarodnom tržištu kapitala kroz redovne emisije državnih obveznica, uz očuvanje njihove likvidnosti, doprinosi smanjenju kamatnih stopa na buduće emisije, što ujedno ublažava rizik refinansiranja.

Grafik 13 Profil otplate postojećeg ukupnog duga na 30.09.2024. godine

u milijardama eura



Valutna struktura duga

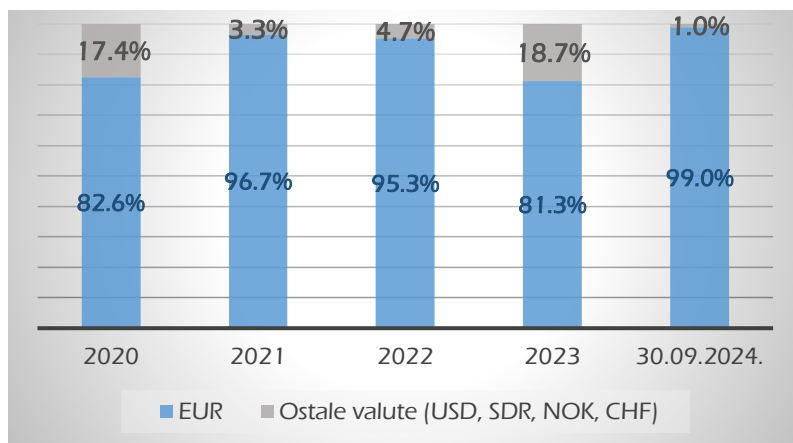
Portfolio državnog duga, pored nacionalne valute euro, izražen je i u američkim dolarima (USD) i Specijalnim pravima vučenja (SDR) kao jedinica Međunarodnog monetarnog fonda.

U cilju unapređenja valutne strukture portfolija duga i obezbjeđivanja od valutnog rizika, u julu 2021. godine prvi put je sprovedena hedžing transakcija putem unakrsnog valutnog svopa. Tom prilikom izvršena je konverzija dolarskog duga prema kineskoj Exim banci za projekat finansiranja prve dionice autoputa Bar-Boljare, koji je u tom trenutku imao najveće učešće u dugu u stranoj valuti. Revizija uslova nastupila je 2023. godine i donijeta je odluka da se izađe iz hedžing aranžmana kada je Crnoj Gori isplaćena tržišna vrijednost u iznosu od 64 miliona

dolara. Važno je napomenuti da u skladu sa pravnim okvirom koji podrazumijeva ISDA⁹ dokumentacija, Crna Gora ima pravo da u bilo kom trenutku izađe iz transakcije.

Imajući u vidu i dalje visoko učešće dolarskog duga prema kineskoj Exim banci u ukupnom državnom dugu, zaključen je novi hedžing aranžman u januaru 2024. godine.

Grafik 14 Kretanje valutne strukture duga 2020 – 2024



U martu 2024. godine, realizovana je transakcija emisije obveznica na međunarodnom finansijskom tržištu u iznosu od 750 miliona dolara, po cijeni od 100% nominalnog iznosa, sa rokom dospijeca od sedam godina i kamatnom stopom od 7,25% godišnje, odnosno izvedenom kamatnom stopom u eurima od 5,88%. Naime, u cilju otklanjanja valutnog rizika, realizovana je i transakcija unakrsnog valutnog svopa

kojom je izvršena konverzija ukupnog dolarskog iznosa emisije obveznica, u iznosu od 750 miliona američkih dolara, prema utvrđenom kursu EUR/USD od 1,0905.

Osnovna namjena sprovedenih hedžing transakcija je obezbjeđivanje portfolija duga od valutnog rizika i jačanje kontrole nad finansijskim obavezama, odnosno poboljšanje valutne strukture duga.

Na kraju trećeg kvartala 2024. godine, svega 0.99% postojećeg portfolija duga izraženo je u drugim valutama.

VI. Strateški okvir

A. Odabrana strategija

Strategija upravljanja dugom za period 2025–2027. godine usklađena je sa Fiskalnom strategijom za period 2024–2027. godine.

Glavni instrument finansiranja za ovaj period ostaje izdavanje međunarodnih obveznica, s obzirom na veličinu ovog tržišta i povoljnije uslove zaduživanja.

Domaće tržište ima važnu ulogu u diversifikaciji izvora finansiranja. Stoga, Strategija predviđa državne obveznice za stanovništvo, koje će omogućiti građanima direktno učešće u finansiranju državnih potreba, dugoročne državne obveznice namjenjene profesionalnim investitorima i drugim zainteresovanim licima i državne zapise koji će se koristiti za kratkoročno finansiranje likvidnosti. Pored toga, Crna Gora će nastaviti saradnju sa međunarodnim finansijskim institucijama za dugoročne projekte usmjerene na zelenu tranziciju, digitalnu transformaciju i razvoj infrastrukture.

⁹ ISDA je skraćenica za međunarodno udruženje za svopove i derivate (International Swaps and Derivatives Association).

Tabela 6 Pregled finansiranja 2025-2027.godina

u milionima eura

	2025	2026	2027
Nedostajuća sredstva	1140	644	1268
Spoljni izvori finansiranja	700	600	950
Eurobond	450	600	950
Komercijalni zajmovi	250	0	0
Multilateralni i bilateralni krediti za razvojne i infrastrukturne projekte	158	138	132
Unutrašnji izvori finansiranja	200	150	200
Retail obveznice	50	50	50
Obveznice	100	100	100
Kredit	50	0	50
Državni zapisi	50	50	50

B. Smjernice i strateški ciljevi

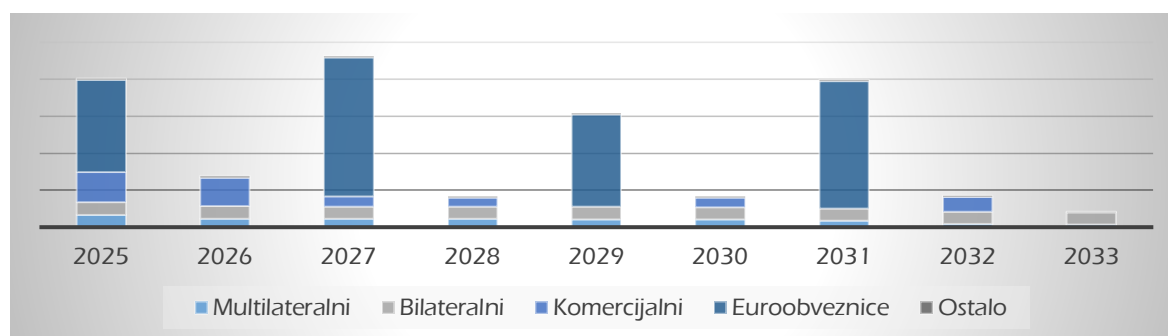
B1. Upravljanje rizicima

Rizik refinansiranja

Jedan od ključnih rizika u portfoliju javnog duga Crne Gore jeste rizik refinansiranja, koji je najvećim dijelom uzrokovan otplatama obveznica emitovanih na međunarodnom tržištu i neujednačenim profilom otplate duga. Trenutno postoje četiri "kule otplate" koje dospjevaju u 2025, 2027, 2029. i 2031. godini. Navedene koncentracije stvaraju izazove za upravljanje dugom, posebno u periodu od 2025. do 2027. godine. Kako bi odgovorila na ove izazove, Strategija se prvenstveno oslanja na eksterne izvore finansiranja, uz dopunsko korišćenje domaćih izvora. Pored toga, smanjene potrebe za zaduživanjem tokom 2021. i 2022. godine dovele su do skraćivanja prosječnog preostalog roka dospelja duga (ATM).

Analiza strukture duga pokazuje da se najveći dio dospelja duga u 2025. godini odnosi na euroobveznice u iznosu od 500 miliona eura, zatim u 2026. godini na komercijalne zajmove u iznosu od 151,84 miliona eura, u 2027. godini na euroobveznice u iznosu od 750 miliona eura, u 2029. godini na euroobveznice u iznosu od 500 miliona eura i u 2031. godini na euroobveznice u iznosu od 750 miliona američkih dolara.

Grafik 15 Pregled i struktura otplate duga 2025-2033



Da bi se ublažili rizici refinansiranja u periodu 2025–2027. godine, postavljeni su sljedeći ciljevi i aktivnosti:

Cilj 1: Produženje prosječnog roka dospelja duga na 5–7 godina

Obrazloženje: Produžavanje prosječnog roka dospelja duga ključno je za osiguravanje fleksibilnosti u upravljanju dugom i prilagođavanju strategije promjenjivim uslovima. Visoka koncentracija duga u srednjem roku može ugroziti održivost upravljanja dugom.

Predložene aktivnosti:

- Fokus na dugoročne instrumente, kao što su državne obveznice sa dugim rokom dospelja.
- Refinansiranje postojećeg duga kada tržišni uslovi budu povoljni.
- Povećanje udjela zaduženja sa amortizacionim otplatama kako bi se ravnomjernije rasporedile otplate duga tokom godina.

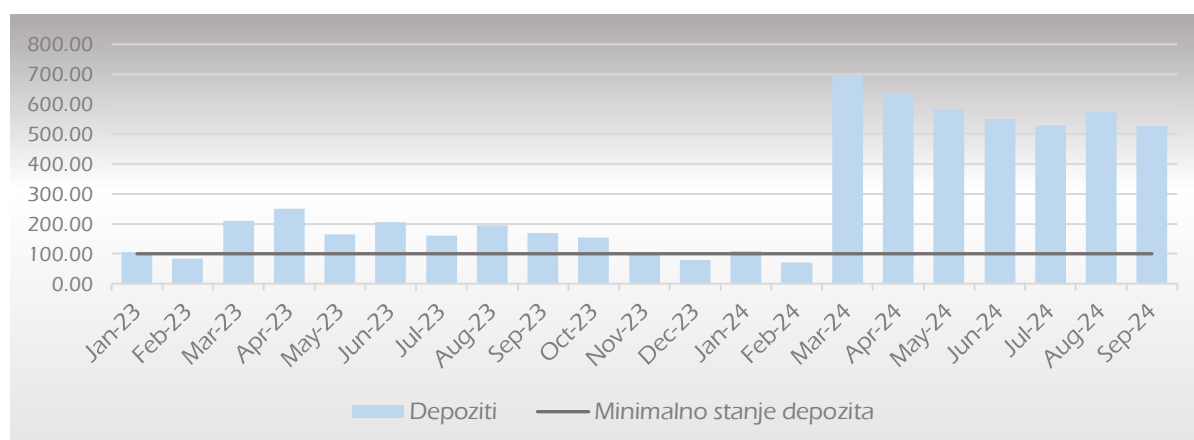
Cilj 2: Održavanje minimalnog depozitnog bilansa i izdavanje kratkoročnih državnih zapisa

Obrazloženje: Održavanje adekvatne likvidnosti ključno je za omogućavanje nesmetanog izvršavanja obaveza, posebno u slučaju nepovoljnih tržišnih uslova ili privremenog gubitka pristupa finansijskim tržištima. Veći minimalni depozitni bilans pruža sigurnost za servisiranje obaveza, dok izdavanje kratkoročnih državnih zapisa može pomoći u upravljanju gotovinskim tokovima, kao i rizikom likvidnosti.

Predložene aktivnosti:

1. Održavanje minimalnog nivoa depozita na 100 miliona eura.
2. Ponovno pokretanje aukcija državnih zapisa radi upravljanja likvidnošću i smanjenja volatilnosti gotovinskih tokova.

Grafik 16 Pregled stanja depozita i minimalnog bilansa 2023 – 2024, u milionima eura



Cilj 3: Diversifikacija izvora finansiranja

Obrazloženje: Pored oslanjanja na eksterne izvore (međunarodne obveznice i multilateralne finansijske institucije), dodatno razvijati domaće tržište kapitala, uključujući uvođenje državnih obveznica za građane.

Aktivnosti: Kako bi se smanjila zavisnost od eksternih izvora finansiranja i ojačala otpornost na potencijalne globalne tržišne poremećaje, potrebno je:

- Aktivno raditi na jačanju domaćeg tržišta kapitala putem redovnih emisija obveznica i poboljšanja infrastrukture tržišta. Ovo uključuje digitalizaciju procesa trgovanja, povećanje transparentnosti i saradnju sa domaćim finansijskim institucijama.
- Uvođenjem obveznica namijenjenih stanovništvu, omogućava se građanima direktno učešće u finansiranju državnih potreba, što doprinosi većem povjerenju javnosti i povećava bazu investitora. Ove obveznice bi mogle biti atraktivne zbog povoljnih uslova, poput nižih nominalnih vrijednosti i poreskih olakšica.

Cilj 4: Jačanje odnosa sa međunarodnim investitorima

Obrazloženje: Aktivno promovisati povjerenje investitora kroz transparentnost i konzistentnu komunikaciju o strategiji duga. Povjerenje međunarodnih investitora ključno je za uspješno refinansiranje.

Aktivnosti:

- Transparentna komunikacija: Redovno informisati investitore o ekonomskim pokazateljima, fiskalnoj politici i planovima upravljanja dugom putem javnih izvještaja, prezentacija i webinarara.
- Aktivno organizovati događaje za međunarodne investitore kako bi se promovisali uspjesi u fiskalnom upravljanju i prikazale atraktivne mogućnosti za ulaganje (investicione konferencije i roadshow događaji).

Cilj 5: Korišćenje zelenih obveznica

Obrazloženje: Izdavanje zelenih obveznica može privući novu bazu investitora i uskladiti finansiranje sa ciljevima održivog razvoja i zelene tranzicije.

Aktivnosti: Izdavanje zelenih obveznica predstavlja ključnu priliku za usklađivanje finansiranja sa ciljevima održivog razvoja, kroz:

- Fokus na projekte koji imaju jasan ekološki uticaj, kao što su energetska efikasnost, obnovljivi izvori energije, upravljanje otpadom i zaštita životne sredine.

Valutni rizik

U okviru strategije upravljanja dugom, hedžing aranžmani igraju ključnu ulogu u optimizaciji uslova zaduživanja i zaštiti od potencijalnih rizika.

Cilj 1: Povećati broj ugovora u okviru ISDA pravnog okvira

Obrazloženje: Potrebno je povećati dostupnost međunarodnih banaka za realizaciju potencijalnih hedžing transakcija u budućnosti. U ovom pogledu, osim postizanja efekta diversifikacije, minimizira se rizik izloženosti prema bankama ukoliko odluče da ne nastave hedžing aranžman. Crna Gora je potpisala dva dodatna ISDA ugovora tokom 2024. godine i aktivno radi na širenju mogućnosti saradnje sa bankama koje su spremne da podrže hedžing aranžman.

Aktivnosti:

- Aktivno posmatrati kretanja na tržištu i održavati kontakt na regularnoj osnovi sa međunarodnim finansijskim institucijama za potrebe informisanja i temeljnih analiza kako bi se identifikovao trenutak potencijalne revizije hedžing aranžmana, uključujući mogućnost produžetka, skraćanja i reviziju kamatne stope, kako bi se u tom trenutku postigli najbolji mogući uslovi za Crnu Goru.
- Aktivno raditi na poboljšanju parametara crnogorske ekonomije koje bi rezultiralo daljim povećanjem kreditnog rejtinga Crne Gore i time doprinijelo da potencijalni naredni produžetak hedžing aranžmana podrazumijeva period duži od dvije godine.

Cilj 2: Obezbjediti da najmanje 20% duga denominovanog u valutama različitim od eura bude zaštićeno hedžing instrumentima.

Obrazloženje: Aktivno upravljanje valutnim rizikom kroz finansijske instrumente smanjuje volatilnost troškova servisiranja duga.

Aktivnosti: Korišćenje derivata će se aktivno procjenjivati u cilju isplativosti primjene. Moguće opcije podrazumijevaju produžetak hedžing aranžmana prije ugovornog prekida, otvaranje transakcije uz revidiranje tržišnih uslova, kao i mogućnost novacije koja podrazumjeva promjenu banke učesnika u postojećoj hedžing transakciji. Uz poboljšani kreditni rejting zemlje, ostvarivanje dužeg roka "pokrivanja" izloženosti valutnom riziku (*mandatory break*).

Kamatni rizik

Kamatni rizik predstavlja potencijalni uticaj promjena u kamatnim stopama na troškove servisiranja javnog duga. Za Crnu Goru, koja ima značajan dio duga denominovanog u eurima i vezanog za EURIBOR, kamatni rizik je relevantan faktor u upravljanju dugom, posebno u uslovima globalnih promjena kamatnih stopa. Većina državnog duga (84,5%) ima fiksnu kamatnu stopu, što pruža stabilnost i predvidivost u servisiranju obaveza. Preostalih 15,5% duga povezano je sa varijabilnim kamatnim stopama, koje su najvećim dijelom vezane za

EURIBOR. Ovo čini dug osjetljivim na eventualna povećanja kamatnih stopa u eurozoni, što može uticati na ukupne troškove zaduživanja.

Cilj 1: Ograničiti dug sa varijabilnim kamatnim stopama na maksimalno 20% ukupnog portfolija duga u periodu od 2025. do 2027. godine

Obrazloženje: Smanjenjem udjela duga sa varijabilnim kamatama, država smanjuje osjetljivost na fluktuacije na tržištu kamatnih stopa, čime se povećava stabilnost javnih finansija i predvidivost budžetskih troškova. Ovo je posebno važno u periodima neizvjesnosti i globalnog rasta kamatnih stopa. Krediti sa fiksnom kamatnom stopom pružaju dugoročnu stabilnost troškova servisiranja duga, smanjujući izloženost tržišnim promjenama.

Aktivnosti: Korišćenje derivata će se aktivno pratiti i potencijalno primjeniti kako bi se obezbjedila usklađenost strukture duga sa strategijom. Prioritet će biti dat kreditima sa fiksnom kamatnom stopom kako bi se pozitivno doprinijelo cilju.

Cilj 2: Aktivno praćenje i potencijalna upotreba derivata

Obrazloženje: Derivati, poput kamatnih svopova (*interest rate swaps*), mogu se koristiti za konverziju duga sa varijabilnom kamatnom stopom u dug sa fiksnom kamatnom stopom, smanjujući osjetljivost portfolija na tržišne promjene.

Aktivnost: Redovno praćenje tržišta derivata i procjena troškova i koristi od njihove primjene, posebno u periodima očekivanih promjena kamatnih stopa. Priprema mjesečnih i godišnjih izvještaja o strukturi portfolija sa naglaskom na udio duga sa varijabilnim kamatama.

Cilj 3: Diversifikacija kreditnih aranžmana

Obrazloženje: Raznovrsnost izvora finansiranja, uključujući kredite od multilateralnih institucija, često omogućava povoljne uslove sa fiksnim kamatnim stopama i dugim rokovima otplate.

Aktivnost: U prioritet će se staviti krediti sa dugoročnim aranžmanima i povoljnim uslovima zaduživanja.

Cilj 4: Održavanje adekvatnog nivoa gotovinskih rezervi

Obrazloženje: Stabilan nivo državnih gotovinskih rezervi pomaže u ublažavanju pritisaka usljed fluktuacija u troškovima servisiranja duga.

Aktivnost: Osigurati minimalan nivo depozita za servisiranje dijela duga, čime se smanjuje rizik u slučaju neočekivanog rasta kamatnih stopa.

Tabela 7 Pregled ključnih mjerila rizika 2025-2027

RIZIK	CILJ
Rizik refinansiranja	<ul style="list-style-type: none"> • Produženje prosječnog roka dospelosti duga na 5-7 godina • Održavanje minimalnog nivoa depozita na 100 miliona eura.
Valutni rizik	<ul style="list-style-type: none"> • Obezbjediti da najmanje 20% duga denominovanog u valutama različitim od eura bude zaštićeno hedžing aranžmanom.
Kamatni rizik	<ul style="list-style-type: none"> • Ograničiti dug sa varijabilnim kamatnim stopama na maksimalno 20% ukupnog duga u periodu od 2025. do 2027. godine.

B2. Odnosi sa investitorima

Efikasna komunikacija sa investitorima ključna je za održavanje povjerenja, povećanje vidljivosti na finansijskim tržištima i proširenje baze investitora. S obzirom na relativno mali obim i učestalost emisija crnogorskih državnih hartija od vrijednosti u poređenju sa razvijenijim tržištima, neophodno je dodatno intenzivirati aktivnosti na izgradnji i održavanju odnosa sa postojećim investitorima, kao i privlačenju novih.

Ciljevi:

Proširenje baze investitora: povećati broj i raznolikost investitora koji ulažu u crnogorske državne hartije od vrijednosti, uključujući institucionalne investitore, osiguravajuće fondove, kao i male investitore kroz retail obveznice.

Geografska diversifikacija: privući investitore iz različitih regija kako bi se smanjila zavisnost od regionalnih ulagača i povećala stabilnost potražnje.

Veća vidljivost: intenzivirati prisustvo Crne Gore na međunarodnim finansijskim tržištima kroz promociju uspjeha u fiskalnom upravljanju i ekonomskom razvoju.

Obrazloženje: S obzirom na relativno rijetka izdavanja državnog duga Crne Gore u poređenju s većim ekonomijama Eurozone, postoji potreba za povećanjem vidljivosti zemlje na međunarodnim finansijskim tržištima. Manjak čestih emisija državnih obveznica ograničava prepoznatljivost Crne Gore kao izdavaoca, dok se oslanjanje na ograničen broj investitora, može pokazati rizičnim, posebno u periodima tržišne neizvjesnosti. Proširenje baze investitora, kako u smislu broja, tako i geografske zastupljenosti, smanjiće rizik i povećati konkurenciju za crnogorske hartije od vrijednosti, što može dovesti do povoljnijih uslova zaduživanja. Dodatno, uspostavljanje redovne i transparentne komunikacije omogućava održavanje povjerenja postojećih investitora, kao i privlačenje novih ulagača, uključujući institucionalne investitore, fondove i osiguravajuće kompanije. Napori u ovom pravcu doprinijeće povećanju stabilnosti finansiranja i jačanju crnogorskog prisustva na globalnim finansijskim tržištima.

Aktivnosti:

Intenzivirati komunikaciju sa postojećim investitorima. Proširiti vidljivost na međunarodnim finansijskim tržištima kroz organizaciju promotivnih aktivnosti poput roadshow događaja u evropskim i globalnim finansijskim centrima. Povećati transparentnost i dostupnost informacija što podrazumijeva kvartalno objavljivanje izvještaja o stanju javnog duga i makroekonomskim kretanjima, kao i prezentacije za investiture, putem internet stranice Ministarstva finansija. Redovna i transparentna komunikacija osiguraće da Crna Gora ostane vidljiva i relevantna na međunarodnim finansijskim tržištima, dok će promocija fiskalne odgovornosti i makroekonomske stabilnosti podstaknuti interes novih ulagača.

B3. Razvoj domaćeg tržišta državnih hartija od vrijednosti

Tržište kapitala u Crnoj Gori suočava se sa određenim izazovima koji utiču na njegovu efikasnost i potencijal da podrži ekonomski razvoj i investicije. Jedna od ključnih slabosti je nedovoljna razvijenost domaćeg tržišta kapitala, što ograničava investicione aktivnosti, smanjuje povjerenje domaćih investitora i povećava zavisnost od međunarodnih izvora finansiranja. Kao rezultat, država se primarno oslanja na strane izvore finansiranja, dok interesovanje domaćih investitora za državne hartije od vrijednosti ostaje skromno. Ovo može biti posljedica niske finansijske pismenosti i nedostatka povjerenja u lokalne finansijske instrumente, kao i odsustva atraktivnih instrumenata za ulaganje. Pored toga, činjenica da u prethodnim godinama nije bilo emisija domaćih državnih obveznica dodatno je doprinijela slabostima tržišta. Osim što se suočava sa ograničenim interesovanjem investitora, komercijalni krediti na domaćem tržištu često su skuplji u poređenju sa sredstvima dostupnim na međunarodnim tržištima. Ovo dodatno otežava oslanjanje na domaće resurse za finansiranje državnih potreba. Ipak, razvoja domaćeg tržišta kapitala predstavlja značajnu za unapređenje fiskalne otpornosti i smanjenje zavisnosti od stranih izvora finansiranja.

Cilj: Ojačati i diversifikovati domaće tržište kapitala kroz ponovno pokretanje programa državnih obveznica i uvođenje novih instrumenata, poput obveznica namijenjenih stanovništvu

Obrazloženje: Uzimajući u obzir prirodno ograničenje veličine crnogorskog tržišta, kao i nedostatak izdavanja domaćih obveznica u prethodnim godinama, povećano prisustvo države na domaćem tržištu, uz kreiranje instrumenata koji privlače i institucionalne i male investitore, doprinosi razvoju tržišne infrastrukture, povećanju likvidnosti i jačanju povjerenja u lokalne finansijske instrumente.

Prema raspoloživim podacima, domaće banke su na kraju 2023. godine imale ukupno 1,3 milijardi eura plasiranih u različite vrste hartija od vrijednosti, od čega se približno 640 miliona eura odnosilo na crnogorske hartije od vrijednosti. Ovaj podatak ukazuje na značajno učešće domaćeg finansijskog sektora u podršci domaćem tržištu kapitala

i državnom finansiranju. Ukupan iznos emitovanih državnih obveznica na kraju 2023. godine iznosio je oko 1,9 milijardi eura, što znači da su domaće banke bile vlasnice otprilike jedne trećine ukupnog državnog duga koji je emitovan kroz ovaj instrument. Ova struktura naglašava ključnu ulogu domaćih banaka u stabilizaciji tržišta državnih obveznica i održavanju likvidnosti finansijskog sistema. Takođe, podaci pokazuju da je tokom 2024. godine dospio iznos od oko 90 miliona eura po osnovu emitovanih državnih obveznica, dok nas u 2025. godini očekuje značajno veće dospjeće od 500 miliona eura. Ovaj trend ukazuje na povećane zahtjeve za refinansiranjem, ali i otvara prostor za mobilizaciju dodatnih sredstava kroz domaće tržište kapitala.

Postojeći plasmani i interes domaćih banaka jasno pokazuju veliki potencijal domaćeg tržišta za ulaganje u državne hartije od vrijednosti. Aktivno uključivanje domaćih banaka, ali i širenje investitorske baze na druge subjekte, poput osiguravajućih kompanija i individualnih investitora, može dodatno doprinijeti diversifikaciji izvora finansiranja i smanjenju zavisnosti od stranog kapitala. Ovaj potencijal domaćeg tržišta mogao bi se dodatno ojačati kroz unapređenje tržišne infrastrukture, transparentnije procese emisije i veću edukaciju investitora. Time bi se ne samo osigurao stabilan izvor finansiranja za potrebe države, već i podstakao dalji razvoj domaće ekonomije i tržišta kapitala.

Aktivnosti: Uvođenje retail obveznica, koje će biti prilagođene potrebama stanovništva, sa manjim nominalnim vrijednostima, biće osmišljene tako da budu pristupačne širem krugu građana, čime će se povećati učešće stanovništva u finansiranju javnih finansija. Istovremeno, njihovo uvođenje će biti praćeno kampanjama za jačanje finansijske pismenosti, čime će se dodatno podstaći interesovanje za državne hartije od vrijednosti. Pored retail obveznica, država će nastaviti sa emisijama kratkoročnih državnih zapisa, koji će biti korišćeni za upravljanje likvidnošću. Redovnim prisustvom na domaćem tržištu, kroz emisije državnih zapisa putem aukcija, osiguraće se stabilnost tokova gotovine i dodatno ojačati povjerenje investitora. Razvoj domaćeg tržišta hartija od vrijednosti zahtijeva i unapređenje institucionalnog okvira i povećanje transparentnosti. Planovi finansiranja biće pravovremeno objavljivani kako bi investitori imali jasniju sliku o potrebama države i planiranim aktivnostima. Transparentnost i dosljednost u aktivnostima izdavanja hartija od vrijednosti dodatno će doprinijeti stabilnosti tržišta, dok će jačanje regulatornog okvira olakšati trgovanje hartijama i povećati njihovu atraktivnost za investitore. Domaće poslovne banke mogu postati važan partner u distribuciji obveznica namijenjenih stanovništvu, što bi dodatno proširilo bazu investitora i povećalo likvidnost tržišta.

VII. Osnovni scenario i projekcije kretanja duga 2024-2027

Tokom 2024. godine očekuje se povećanje državnog duga u apsolutnom iznosu u odnosu na kraj 2023. godine za oko 430 miliona eura, dok je povećanje istog u odnosu na BDP 1,27 procentnih poena.

Rast duga u toku 2024. godine uslovljen je prvenstveno emisijom obveznica na međunarodnom finansijskom tržištu u iznosu od 750 miliona američkih dolara (687,76 miliona eura¹⁰), kao i planiranim zaduženjem po osnovu Zajma za razvojne politike (Development Policy Loan - DPL) u iznosu od 180 miliona eura. Dodatno, na rast duga uticaće i kreditno finansiranje postojećih i novih razvojnih i infrastrukturnih projekata u projektovanom iznosu od oko 70 miliona eura. Istovremeno, projektovana je otplata duga, tokom 2024. godine, u ukupnom iznosu od oko 505 miliona eura.

Prema projekcijama Ministarstva finansija, očekuje se da će državni dug na kraju 2024. godine iznositi 60,56% BDP-a, dok će javni dug iznositi 61,44% BDP-a. Uzimajući u obzir planirane depozite Ministarstva finansija, neto državni dug na kraju 2024. godine će dostići nivo od 54,69%, dok će neto javni dug biti na 55,57% BDP-a.

Tabela 8 Kretanje duga 2024-2027 – Osnovni scenario

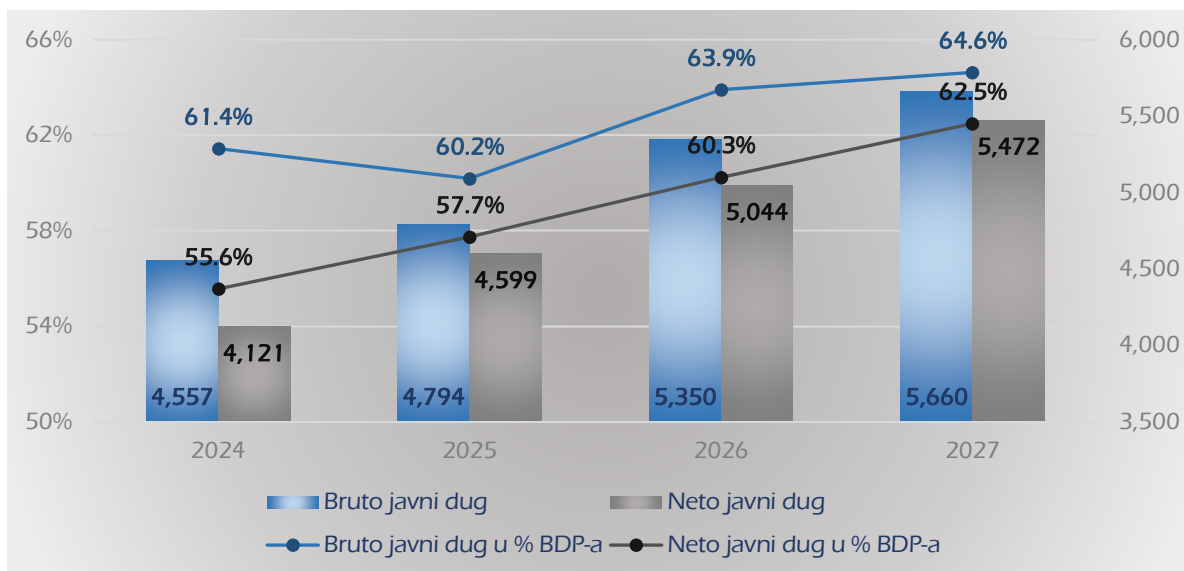
	2024	2025	2026	2027
	<i>u milionima eura</i>			
BDP	7,416.7	7,965.4	8,372.8	8,757.5
Unutrašnji dug	327.7	462.8	507.4	658.4
Spoljni dug	4,163.8	4,266.5	4,777.6	4,936.6
Bruto državni dug	4,491.5	4,729.3	5,285.0	5,595.0
Bruto državni dug u % BDP-a	60.6	59.4	63.1	63.9
Dug lokalnih samouprava	65.0	65.0	65.0	65.0
Bruto javni dug	4,556.5	4,794.3	5,350.0	5,660.0
Bruto javni dug u % BDP-a	61.4	60.2	63.9	64.6
Depoziti bez zlata	350.0	110.2	220.8	102.6
Depoziti sa zlatom	435.0	195.2	305.8	187.6
Neto državni dug	4,056.5	4,534.1	4,979.2	5,407.4
Neto državni dug u % BDP-a	54.7	56.9	59.5	61.7
Neto javni dug	4,121.8	4,599.1	5,044.2	5,472.4
Neto javni dug u % BDP-a	55.6	57.7	60.2	62.5

Imajući u vidu da je projektovani iznos depozita na kraju 2024. godine oko 350 miliona eura (bez zlata), koji će se većim dijelom koristiti za otplatu duga u 2025. godini, dok je iznos nedostajućih sredstava za 2025. godinu projektovan na oko 1.140 miliona eura, i to za otplatu duga i finansiranje kapitalnih izdataka, predviđeno zaduživanje u 2025. godini iznosiće do 900 miliona eura.

¹⁰ Imajući u vidu zaključenu hedžing transakciju, konverzija ukupnog dolarskog iznosa emisije obveznica, izražava se po ugovorenom kursu od EUR/USD 1,095 i iznosi 687,76 miliona eura.

Tokom 2025. godine očekuje se povećanje državnog duga u apsolutnom iznosu u odnosu na kraj 2024. godine za oko 237 miliona eura, dok će u odnosu na BDP doći do smanjenja za 1,19 procentnih poena.

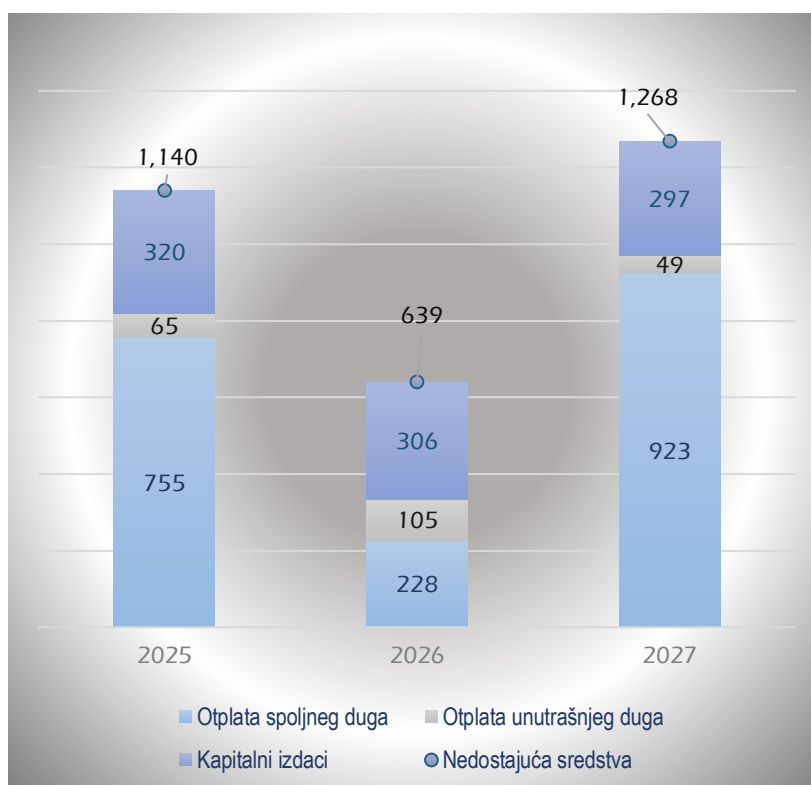
Grafik 17 Kretanje javnog duga 2024-2027 – Osnovni scenario



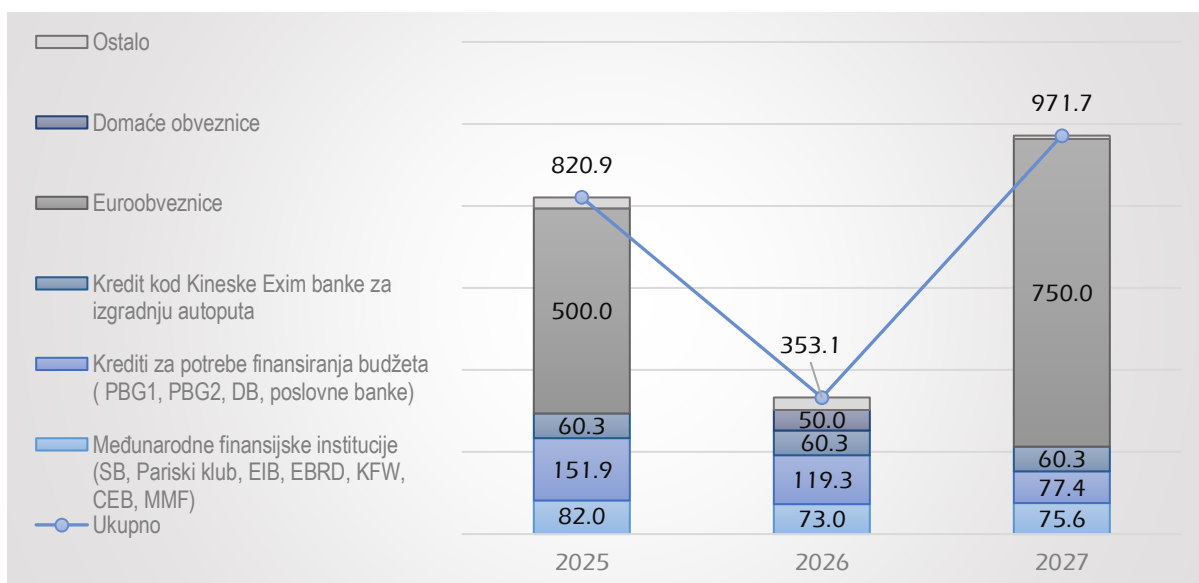
Na kraju 2025. godine projektovan je iznos depozita od oko 110 miliona eura (bez zlata), koji bi se koristili za otplatu duga u 2026. godini. Iznos nedostajućih sredstava za 2026. godinu projektovan je na oko 640 miliona eura, i to za otplatu duga i finansiranje kapitalnih izdataka, stoga je predviđeno zaduživanje u iznosu od oko 750 miliona eura.

Tokom 2026. godine očekuje se povećanje državnog duga u apsolutnom iznosu u odnosu na kraj 2025. godine za oko 555 miliona eura, dok će u odnosu na BDP doći do uvećanja za 3,75 procentnih poena.

Grafik 18 Namjena nedostajućih sredstava 2025-2027, u milionima eura



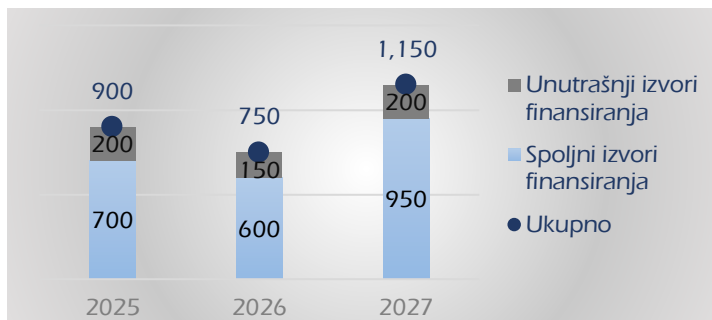
Grafik 19 Struktura otplate duga 2025 – 2027, u milionima eura



U 2027. godini za otplatu duga iz prethodnog perioda potrebno je obezbjediti oko 972 miliona eura, od čega se najveći dio odnosi na isplatu obveznice iz 2020. godine, u iznosu od 750 miliona eura, stoga, projektovano je obezbjeđivanje većeg iznosa depozita u 2026. godini u cilju rasterećenja potreba za zaduženjem u 2027. godini, odnosno stvaranja rezerve u iznosu od oko 220 miliona eura (bez zlata).

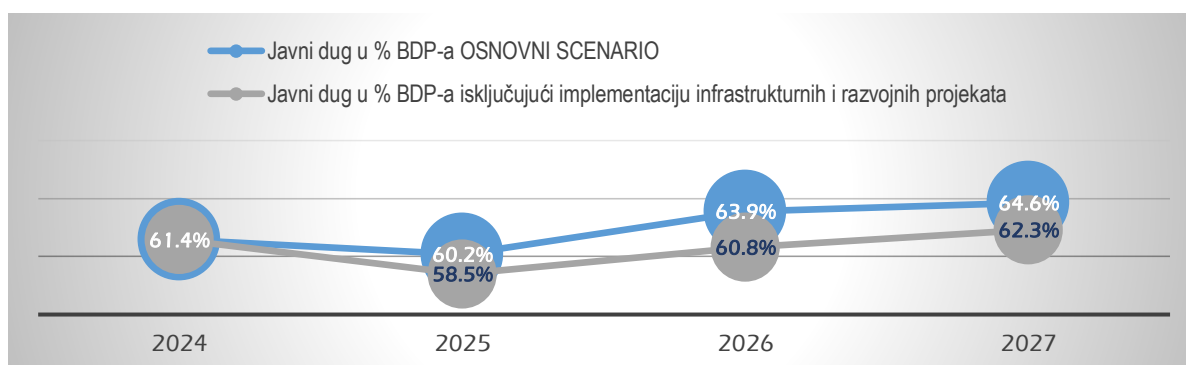
Tokom 2027. godine očekuje se povećanje državnog duga u apsolutnom iznosu u odnosu na kraj 2026. godine za oko 310 miliona eura, dok će u odnosu na BDP doći do uvećanja za 0,8 procentnih poena. Od navedenog rasta, projektovan je iznos od oko 100 miliona eura koji će služiti kao rezerva za 2028. godinu.

Grafik 20 Projektovani izvori finansiranja 2025- 2027, u milionima eura



Na dinamiku rasta javnog duga Crne Gore u periodu 2025–2027. godine ključni uticaj imaće planirana zaduženja za infrastrukturne i razvojne projekte, realizovana kroz kreditne aranžmane i Instrument EU za reformu i rast (Plan rasta), kao i ulaganja u projekte planirane kroz kapitalni budžet. Ovi projekti obuhvataju različite sektore, uključujući obrazovanje, zdravstvo, odbranu, saobraćajnu i željezničku infrastrukturu, komunalnu infrastrukturu, energetiku, digitalizaciju i zaštitu životne sredine. Crna Gora ima strateški cilj ubrzanja razvoja ključne infrastrukture, posebno u sektorima saobraćaja i energetike, čime će se stvoriti osnova za dinamičniji ekonomski rast.

Grafik 21 Usporedni prikaz kretanja javnog duga 2025-2027 u zavisnosti od realizacije planiranih infrastrukturnih i razvojnih projekata



S obzirom na posvećenost Vlade evropskom putu i ambiciji da Crna Gora postane 28. članica Evropske unije do 2028. godine, održivo finansiranje infrastrukturnih projekata ostaje jedan od osnovnih prioriteta. Realizacija ovih projekata će, osim unapređenja životnog standarda građana, omogućiti bolju povezanost i ekonomsku saradnju sa regionom i EU, ravnomjerni regionalni razvoj, veću konkurentnost privrede i privlačenje kredibilnih investitora. Konačno, valorizacija prirodnih i ekonomskih potencijala zemlje pozitivno će se odraziti na dinamičniji ekonomski rast.

Instrument EU za reformu i rast za region (Plan rasta za Zapadni Balkan) osigurava značajna sredstva za unapređenje ekonomije i životnog standarda građana. Crnoj Gori je kroz ovaj plan dodijeljeno oko 383 miliona eura, od čega se oko 275 miliona eura odnosi na kreditna sredstva za infrastrukturne i razvojne projekte, dok je ostatak predviđen kao bespovratna podrška (grant sredstva). S obzirom na povoljne uslove kreditnih aranžmana kroz Plan rasta, uključujući grejs period do 10 godina, otplata ovih zaduženja neće opteretiti budžet u periodu 2025–2027. godine, dok će istovremeno imati uticaj na stanje javnog duga. Bespovratna sredstva EU takođe imaju ključnu ulogu u kompletiranju finansijske konstrukcije potrebne za realizaciju infrastrukturnih projekata u Crnoj Gori.

Ukoliko bi se ulaganja u infrastrukturne i razvojne projekte, uključujući projekte iz Plana rasta za Zapadni Balkan, izostavila, javni dug imao bi blaži trend rasta u odnosu na osnovni scenario, kako je prikazano na grafiku br.21. Međutim, treba naglasiti da su ovi projekti generatori ekonomskog rasta i razvoja, te njihova realizacija donosi dugoročne koristi koje nadmašuju njihov trenutni uticaj na povećanje duga.

Naime, rast duga je veći od rasta bruto domaćeg proizvoda, usljed situacije da se svi predviđeni javni projekti finansiraju u narednih nekoliko godina, pri čemu će postojati određeni ekonomski benefiti ovih ulaganja u kratkom roku, poput: većih investicija, zaposlenosti, naročito zapošljavanja domaće radne snage, transfer tehnologije i know-how procesa domaće građevinske operative, kao i fiskalni efekti poput povećanih prihoda u budžetu. Međutim, mnogo će biti vidljiviji efekti ovih projekata u dugom roku.

Dakle, dugoročni efekti ovih investicija će biti mnogo snažniji, budući da se većina projekata koja će se finansirati u okviru kapitalnog budžeta države u naredne tri godine, kao i po osnovu Plana rasta EU, odnose na projekte u infrastrukturi, obrazovanju, zdravstvu, digitalizaciji i druge. Iako će benefiti izgradnje druge dionice autoputa Bar-Boljare biti vidljivi već po samoj izgradnji i operativnom funkcionisanju, kao što je bio slučaj i sa prvom dionicom (veći priliv turista, regionalni razvoj, veći prihodi itd.), ipak će projekti poput izgradnje novih objekata u prosvjeti, poput škola, vrtića, novi kapaciteti u zdravstvenom sistemu, zajedno sa procesom digitalizacije, ostvariti daleko veće benefite na dugi rok. Segmenti društvenog razvoja poput

prosvjete i zdravstva ključni su za dugoročno održivi rast i razvoj jedne ekonomije, a naročito zemlje u razvoju poput Crne Gore. Uporedo, proces digitalizacije i inovacija, uvođenje opreme i računara u školama, porast produktivnosti privatnog sektora, pružiće dodatni podsticaj ekonomiji u dugom roku, zajedno sa procesom izgradnje prijeko potrebne infrastrukture.

Ovo će omogućiti ubrzanje potencijalnog rasta koji je sada na nivou od oko 3% godišnje, kada je u pitanju rast BDP-a, pa će se tako i ubrzati znatno konvergencija ka prosjeku EU država članica, kada je u pitanju prosječni dohodak građana, BDP po glavi stanovnika i sveukupno veći kvalitet života.

Navedene projekcije jasno ukazuju na ključnu ulogu ulaganja u infrastrukturne i razvojne projekte u oblikovanju fiskalne dinamike zemlje. Iako projekti uzrokuju privremeni porast duga, njihov doprinos ekonomskoj aktivnosti, unapređenju infrastrukture i životnog standarda građana predstavlja ključni faktor održivog razvoja Crne Gore na putu ka članstvu u Evropskoj uniji.

VIII. Potencijalni rizici

A. Potencijalni rizici u implementaciji strategije upravljanja dugom

Iako su poslednji ekonomski pokazatelji za Crnu Goru ukazivali na određenu stabilnost, globalna ekonomska neizvjesnost ostaje izražen faktor rizika. Ukoliko bi efekti međunarodnih geopolitičkih tenzija, poput rata u Ukrajini, ili negativni trendovi u svjetskoj ekonomiji doveli do slabijih izgleda ekonomskog rasta ili usporavanja fiskalne konsolidacije, što bi dodatno povećalo javni dug, moglo bi doći do povećanja troškova zaduživanja Crne Gore. Takav razvoj događaja mogao bi ugroziti stabilnost javnih finansija i otežati implementaciju strategije upravljanja dugom. Dodatno, bilo kakva politička nesigurnost mogla bi negativno uticati na povjerenje investitora i povećati premije rizika za Crnu Goru.

Važno je napomenuti da bi svaki negativan uticaj na kreditni rejting Crne Gore, poput smanjenja rejtinga od strane međunarodnih kreditnih agencija ili pogoršanja izgleda, mogao značajno povećati troškove servisiranja duga. Uz to, svako povećanje bruto finansijskih potreba usljed spoljnjih šokova, poput dugotrajnih inflatornih pritisaka, volatilnosti na međunarodnim tržištima kapitala, ili fiskalnih pritisaka povezanih sa klimatskim rizicima, moglo bi uticati na održivost javnog duga. Dugotrajni period visokih kamatnih stopa na globalnom nivou takođe predstavlja rizik, jer bi mogao značajno povećati pritisak na servisiranje postojećeg duga.

Prirodne nepogode ili posljedice klimatskih promjena mogle bi izazvati dodatne fiskalne troškove i povećati potrebu za vanrednim zaduživanjem. U vezi sa navedenim, usvojene su izmjene i dopune kreditnih aranžmana sa Svjetskom bankom, a koji uključuju Klauzulu o dugovanju otpornom na klimatske promjene (*Climate Resilient Debt Clause - CRDC*). CRDC klauzula omogućava fleksibilniju otplatu duga zemljama pogođenim prirodnim katastrofama ili drugim vanrednim okolnostima. Glavni cilj klauzule je da pruži privremeno finansijsko olakšanje kroz odlaganje otplate glavnice i/ili kamata na zaključene kredite. Na ovaj način pogođene zemlje mogu preusmjeriti svoje resurse na hitne intervencije i sanaciju posljedica kriza. Takođe, u narednom periodu predviđeno je usvajanje instrumenta za brzu mobilizaciju finansijske pomoći u vanrednim situacijama (*Rapid Response Option - RRO*), a koje se odnose na prirodne katastrofe, zdravstvene krize ili ekonomske šokove. Ovaj instrument omogućava brzo odobravanje i distribuciju sredstava kako bi se zemljama pomoglo da efikasno odgovore na hitne potrebe.

Iako je vjerovatnoća ovih scenarija trenutno procijenjena kao umjerena, potreban je stalni monitoring kako bi se na vrijeme odgovorilo na potencijalne poremećaje i očuvala stabilnost javnih finansija.

B. Scenario nižeg rasta

Ključne pretpostavke scenarija nižeg rasta uključuju slabiju dinamiku povećanja privatne potrošnje i kapitalnih investicija, uz niži rast u turističkom sektoru usljed slabe avio dostupnosti i nepovoljnih izgleda za EU biznis ciklus. U ovom scenariju, umjereni pad potražnje, u kombinaciji sa geopolitičkim neizvjesnostima i visokim referentnim kamatnim stopama opredijelili bi usporavanje ulaganja investitora, nižu zaposlenost od inicijalno predviđene, dok bi inflacija i dalje bila povišena u narednoj godini. Svi ovi efekti bi posljedično uticali na planirani ekonomski rast.

Kombinacijom ostvarivanja potencijalnih rizika po makrofinansijsku stabilnost, projekcije ukazuju da bi prosječan godišnji rast crnogorske ekonomije iznosio 2,8%, što je za 0,9 procentnih poena manje u odnosu na osnovni scenario. Inflacija, iako u padu, ostaje povišena u kratkom roku, smanjujući se sa 3,4% u 2025. godini na 2% do 2027. godine. Rast zaposlenosti usporava na 1% u 2027. godini, dok stopa nezaposlenosti ostaje viša nego u osnovnom scenariju, dostižući 11% u 2025. godini i smanjujući se na 9,6% do 2027. godine.

Pad ekonomskih aktivnosti će uticati na fiskalne performanse. Očekuje se smanjenje budžetskih prihoda u rasponu od 36 do 47 miliona eura godišnje, što čini približno 0,5% BDP-a. Najveći dio ovog pada dolazi od nižih prihoda od poreza na dodatu vrijednost, akciza i doprinosa, što je povezano sa usporenom dinamikom potrošnje i investicija. Takođe, smanjeno ostvarenje donacija za finansiranje prioritetnih reformi dodatno opterećuje fiskalni okvir. Ovako smanjen fiskalni prostor povećava rizike za upravljanje javnim dugom, posebno u kontekstu visokih kamatnih stopa koje će dodatno poskupiti nova zaduživanja.

Iako nominalni bruto domaći proizvod bilježi rast, sa 7.836,8 miliona u 2025. godini na 8.466,7 miliona eura u 2027, realni rast ekonomije usporava i iznosi 2,7% u 2027. godini. Istovremeno, privatna potrošnja, kao ključni pokretač domaće ekonomije, bilježi značajno usporavanje, sa rasta od 5,3% u 2025. godini na svega 1,2% u 2027. godini, dok rast investicija sa 5% u 2025. godini, u 2026. i 2027. godini stagnira na nivou od 3% godišnje.

Ukoliko dođe do usporavanja ekonomskog rasta i smanjivanja nivoa prihoda, u skladu sa scenarijom nižeg rasta, doći će do promjena u projekcijama državnog i javnog duga u srednjem roku, usled potrebe za dodatnim zaduživanjem radi pokrića budžetskih potreba.

Tabela 9 Kretanje duga 2024-2027 – Scenario nižeg rasta

	<i>u milionima eura</i>			
	2024.	2025.	2026.	2027.
BDP ¹¹	7,416.7	7,836.8	8,154.4	8,466.7
Državni dug	4,491.5	4,756.3	5,262.0	5,732.0
Državni dug % BDP	60.6	60.7	64.5	67.7
Dug lokalnih samouprava	65,0	65,0	65,0	65,0
Javni dug	4,556.5	4,821,3	5.327,0	5.797,0
Javni dug % BDP	61,4	61,5	65,3	68,5
Depoziti ¹²	435,0	185,2	193,0	187,4
Neto državni dug	4.056,5	4.571,1	5.069,0	5.544,6
Neto državni dug % BDP	54,7	58,3	62,2	65,5
Neto javni dug	4.121,5	4.636,1	5.134,0	5.609,6
Neto javni dug % BDP	55,6	59,2	62,9	66,2

¹¹ Procijenjeni BDP u skladu sa scenarijom nižeg rasta za period 2024-2027. godine, prema projekcijama Ministarstva finansija.

¹² Uključujući i 38.477 unci zlata

IX. Zaključak

Srednjoročna strategija upravljanja dugom Crne Gore za period 2025–2027. godine predstavlja okvir za očuvanje fiskalne stabilnosti i odgovorno upravljanje javnim dugom. Fokusirana je na uravnotežen pristup zaduživanju, smanjenje troškova finansiranja i rizika refinansiranja, kao i unapređenju domaćeg tržišta državnih hartija od vrijednosti i diverzifikaciju izvora finansiranja.

Jedan od glavnih ciljeva strategije je produžavanje roka dospeljeća duga i ravnomjerno raspoređivanje obaveza otplate kako bi se smanjio pritisak na budžet. Prioritet je i korišćenje dugoročnih instrumenata uz fiksne kamatne stope kako bi se smanjila izloženost tržišnoj volatilnosti. Posebna pažnja posvećena je razvoju domaćeg tržišta državnih hartija od vrijednosti uključujući povećanje učešća obveznica za građane što ima za cilj jačanje povjerenja javnosti u državne finansije, stimulisanje štednje i podizanje finansijske pismenosti.

Pridruživanje Evropskoj uniji predstavlja ključni strateški cilj Crne Gore, pri čemu je fiskalna održivost jedan od osnovnih preduslova za uspješnu integraciju. Iako trenutne projekcije pokazuju da će nivo javnog duga ostati iznad referentne granice od 60% BDP-a u srednjoročnom periodu, strategija upravljanja dugom osmišljena je da balansira između fiskalne odgovornosti i potrebe za intenzivnim investicionim ciklusom koji će doprinijeti dugoročnom ekonomskom rastu.

Ulaganje u kapitalne projekte imaće privremeni uticaj na povećanje nivoa duga, ali se očekuje da će generisani ekonomski rast značajno smanjiti relativno opterećenje duga u odnosu na BDP u narednim godinama. Strategija teži usklađivanju sa evropskim standardima kroz transparentno upravljanje dugom, optimizaciju troškova zaduživanja i diversifikaciju izvora finansiranja, uz očuvanje fiskalne stabilnosti.

Iako cilj od 60% BDP-a trenutno nije dostižan, fokus je na održavanju tekuće budžetske potrošnje iz tekućih prihoda, dok se novo zaduživanje koristi isključivo za projekte koji podstiču održivi razvoj i povećavaju konkurentnost crnogorske ekonomije.

Put ka postizanju kriterijuma iz Mاستrihta zahtijeva dodatno vrijeme, strategija upravljanja dugom već sada postavlja osnove za njihovo dugoročno ostvarenje. Fokus na kvalitetna ulaganja, povećanje fiskalne otpornosti i usklađivanje sa evropskim standardima ključni su koraci ka održivom razvoju i integraciji Crne Gore u Evropsku uniju.

Strategija prepoznaje trenutne izazove, uključujući makroekonomske neizvjesnosti i volatilnost globalnih tržišta, i nudi prilagodljiv pristup njihovom ublažavanju. Njena uspješna realizacija zavisice od dosljedne primjene mjera, efikasne koordinacije institucija i transparentne komunikacije sa domaćim i međunarodnim partnerima, sa ciljem ne samo očuvanje fiskalne stabilnosti, već i unapređenje ekonomske otpornosti Crne Gore.